

대한항공
(003490)

양지환 jihwan.yang@daishin.com
이지니 jinilee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

30,000

유지

현재주가

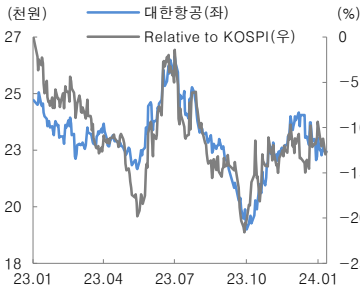
22,450

(24.01.30)

운송업종

KOSPI	2498.81
시가총액	8,294십억원
시가총액비중	0.43%
자본금(보통주)	1,841십억원
52주 최고/최저	26,250원 / 19,350원
120일 평균거래대금	188억원
외국인지분율	16.58%
주요주주	한진칼 외 22 인 27.04% 국민연금공단 7.32%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.1	12.8	-8.6	-7.6
상대수익률	-0.2	4.3	-4.5	-9.4



성과급 파티로 기대치 하회

- 경영성과급과 안전장려금 지급에 따른 인건비 증가로 컨센서스 크게 하회
- 24년 1분기 23년 4분기 대비 인건비와 유류비 등 감소만 약 4천억원 예상
- 2024년 연결 매출액 17.4조원(+8% yoy), 영업이익 1.87조원(+4.5% yoy)

투자의견 매수, 목표주가 30,000원 유지

2023년 4분기 대한항공의 (연결)영업이익은 2,843억원, (별도)영업이익은 1,836억원으로 컨센서스를 크게 하회. 부진한 실적은 1)경영성과급과 안전장려금 등 지급으로 인건비가 약 8,600억원(당사 추정 7,580억원)으로 크게 증가, 2)인플레이션 영향으로 변동비(화객비, 공항관련비 등)가 예상보다 1천억원 이상 증가하였기 때문임. 하지만 2024년 1분기에는 일회성 인건비 감소와 유가하락에 따른 연료비 감소분만 약 4천억원 이상으로 추정되어 컨센서스(연결기준 약 5,300억원)를 상회하는 영업이익 달성이 가능할 전망. 조정 시 적극 매수할 것을 추천함

2023년 4분기 실적 겉보기로는 부진, 내용면에서 나쁜 게 없었다

4Q23 매출액 4.39조원, 영업이익 2,843억원, (별도)매출액 3.98조원, 영업이익 1,836억원으로 컨센서스 크게 하회했지만, 내용면으로는 나쁘지 않았다고 판단. 부문별로(증감은 yoy) [국제선] 매출액 2조 3,393억원(+51.7%), 공급 216억 Km(+46.8%), 수송 183억Km(+56.3%), L/F 84.9%(+5.2%), Yield 127.6원/Km(-2.0%), [항공화물] 매출액 1.1조원(-28.8%), 공급 30억Km(+4.6%), 수송 22억 Km(+0.3%), L/F 72.5%(-3.1%p), Yield 497.3원(-29%)을 기록

2024년 별도 매출액 15.8조원(+8.4% yoy), 영업이익 1.65조원(+3.7% yoy)

2024년 항공화물부문은 Yield하락에 따른 매출 감소(약 2,570억원)에도 국제여객 부문 사업량 증가에 따른 매출액 증가(약 1.3조원)예상. 24년 CAPEX는 약 1.5조

(단위: 십억원 %)

구분	4Q22	3Q23	4Q23				1Q24			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	3,880	4,249	4,482	4,393	13.2	3.4	4,302	4,370	21.6	-0.5
영업이익	516	543	434	284	-44.9	-47.6	411	579	19.2	103.6
순이익	354	407	198	114	-67.7	-71.9	289	427	82.8	274.3

자료: 대한항공, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	9,017	14,096	16,112	17,402	16,989
영업이익	1,418	2,831	1,790	1,870	1,433
세전순이익	843	2,562	1,576	1,984	1,461
총당기순이익	579	1,730	1,132	1,425	1,050
지배지분순이익	578	1,728	1,109	1,397	1,029
EPS	1,905	4,798	3,003	3,782	2,785
PER	15.4	4.8	8.0	5.9	8.0
BPS	22,266	24,969	26,606	29,637	31,672
PBR	1.3	0.9	0.8	0.8	0.7
ROE	11.6	22.0	11.8	13.4	9.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 대한항공, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경 (단위: 십억원 원 %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	16,200	17,598	16,112	17,402	-0.5	-1.1
판매비와 관리비	1,434	1,666	1,397	1,621	-2.6	-2.7
영업이익	1,940	1,996	1,790	1,870	-7.7	-6.3
영업이익률	12.0	11.3	11.1	10.7	-0.9	-0.6
영업외손익	-136	124	-214	114	적자유지	-8.1
세전순이익	1,804	2,120	1,576	1,984	-12.6	-6.4
지배지분순이익	1,193	1,402	1,109	1,397	-7.0	-0.4
순이익률	7.5	8.1	7.0	8.2	-0.5	0.1
EPS(지배지분순이익)	3,230	3,796	3,003	3,782	-7.0	-0.4

자료: 대한항공, 대신증권 Research Center

표 1. 대한항공 분기 및 연간 별도 실적 추정표 (단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F
환율평균 (원/달러)	1,276.8	1,315.0	1,311.7	1,321.0	1,320.0	1,280.0	1,250.0	1,230.0	1,294.1	1,306.1	1,289.7
Jet Fuel Mops (\$/bbl)	106.0	92.0	110.3	115.0	105.0	110.0	110.0	110.0	124.8	105.8	107.5
매출액	3,196	3,535	3,864	3,980	3,944	3,801	4,093	3,963	13,413	14,575	15,800
% yoy	13.9	6.1	5.3	10.3	23.4	7.5	5.9	-0.4	53.2	8.7	8.4
국내여객	111	128	123	118	111	126	127	119	475	479	483
국제여객	1,667	2,093	2,436	2,339	2,489	2,404	2,636	2,320	3,879	8,535	9,850
화물	1,049	964	915	1,102	940	884	893	1,057	7,725	4,030	3,773
항공우주	118	122	139	163	147	146	174	195	491	541	662
기타	252	229	251	258	257	240	264	271	844	991	1,033
영업비용	2,781	3,067	3,344	3,796	3,451	3,447	3,534	3,723	10,529	12,988	14,155
% yoy	37.9	18.1	18.2	23.0	24.1	12.4	5.7	-1.9	44.5	23.4	9.0
영업이익	415	468	520	184	493	354	560	240	2,884	1,587	1,646
OPM	13.0	13.2	13.5	4.6	12.5	9.3	13.7	6.0	21.5	10.9	10.4
% yoy	-47.4	-36.4	-38.0	-64.7	18.7	-24.4	7.5	30.5	96.9	-45.0	3.7
ASK (백만 km)											
국제여객	16,034	19,351	21,067	21,600	22,448	22,834	23,595	22,896	39,450	78,052	91,773
%yoy	182.8	178.6	73.9	46.8	40.0	18.0	12.0	6.0	87.9	97.9	17.6
RPK (백만 km)											
국제여객	13,191	16,223	17,950	18,331	18,863	19,143	20,284	19,431	29,142	65,695	77,721
%yoy	485.2	195.4	85.6	56.3	43.0	18.0	13.0	6.0	332.6	125.4	18.3
화물 (백만 km)											
AFTK	2,744	2,935	3,022	3,056	2,799	2,997	3,082	3,117	12,004	11,757	11,995
%yoy	-11.4	-4.2	3.5	4.6	2.0	2.1	2.0	2.0	-4.6	-2.1	2.0
RFTK	2,016	2,060	2,139	2,216	2,056	2,132	2,212	2,282	9,617	8,431	8,683
%yoy	-21.6	-18.7	-7.0	0.3	2.0	3.5	3.4	3.0	-10.0	-12.3	3.0
Load Factor (%)											
국내여객	86.6	87.9	86.1	86.2	86.6	87.4	87.4	84.5	84.8	86.7	86.6
국제여객	82.3	83.8	85.2	84.9	84.0	83.8	86.0	84.9	73.9	84.2	84.7
화물	73.5	70.2	70.8	72.5	73.5	71.1	71.8	73.2	80.1	71.7	72.4
Yield (cent)											
국내여객	15.1	15.6	15.6	15.8	15.1	15.9	16.7	17.2	14.6	15.5	16.2
% yoy	21.3	6.2	3.8	-2.4	-0.4	1.7	7.0	8.5	16.1	6.5	4.3
국제여객	9.9	9.8	10.3	9.7	10.0	9.8	10.4	9.7	10.2	9.9	10.0
% yoy	-4.8	-8.9	1.3	1.6	1.0	0.0	0.5	0.5	-0.5	-2.9	0.4
화물	40.7	35.6	32.6	37.6	34.6	32.4	32.3	37.6	62.1	36.6	34.1
% yoy	-41.2	-47.6	-45.8	-26.4	-15.0	-9.0	-1.0	0.0	14.3	-41.0	-6.9
Yield (원)											
국내여객	193.2	205.0	204.7	209.1	199.0	202.9	208.8	211.2	189.7	203.0	205.5
% yoy	28.5	10.8	1.6	-5.8	3.0	-1.0	2.0	1.0	31.6	7.0	1.2
국제여객	126.4	129.0	135.7	127.6	132.0	125.6	130.0	119.4	133.1	129.9	126.7
% yoy	0.9	-5.0	-0.9	-2.0	4.4	-2.7	-4.2	-6.4	11.4	-2.4	-2.5
화물	520.1	467.9	427.9	497.3	457.0	414.4	403.7	463.1	803.2	478.0	434.6
% yoy	-37.7	-45.4	-47.0	-29.0	-12.1	-11.4	-5.7	-6.9	28.2	-40.5	-9.1

자료: 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

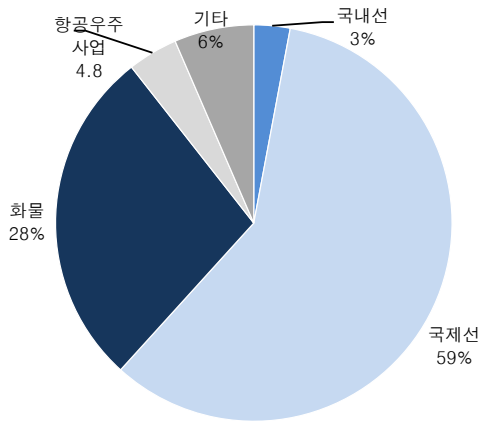
- 대한항공은 1962년 대한항공공사 설립 및 1966년 3월 상정된 후 1969년 3월 국영에서 민영으로 전환
- 주요사업은 1)항공운송서비스, 2)항공우주사업, 3)가내식 제조사업, 4)가내서비스 판매사업 등을 영위함
- 주력사업인 항공운송서비스 사업은 국내13개도시 및 해외 42개국 110개 도시에 여객 및 화물 노선을 개설하여 여객 및 화물을 운송

주가 변동요인

- 항공운송업은 국내 및 글로벌 경기에 연동되는 대표적인 경기 민감업종으로 국내 및 전세계 GDP 성장률 및 화물 물동량의 영향
- 항공운송업의 주요 영업비용은 유류비, 인건비, 가차비 등이며, 유가상승이 수익성에 절대적인 영향을 미치는 요인임
- 원/달러환율 또한 항공사의 수익성에 영향을 미치는 요인임

자료: 대한항공, 대신증권 Research Center

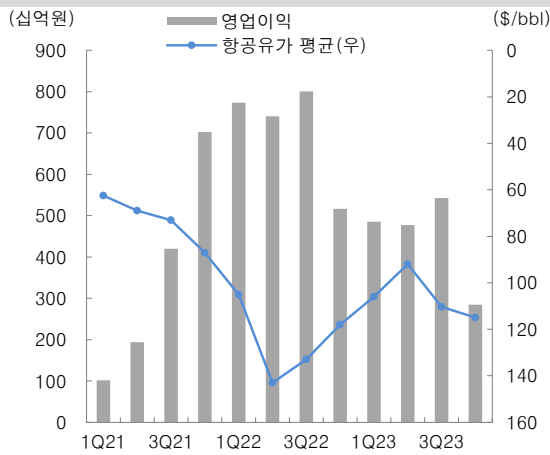
대한항공의 사업부문별 매출 비중



주: 2023년 4분기 기준
자료: 대한항공, 대신증권 Research Center

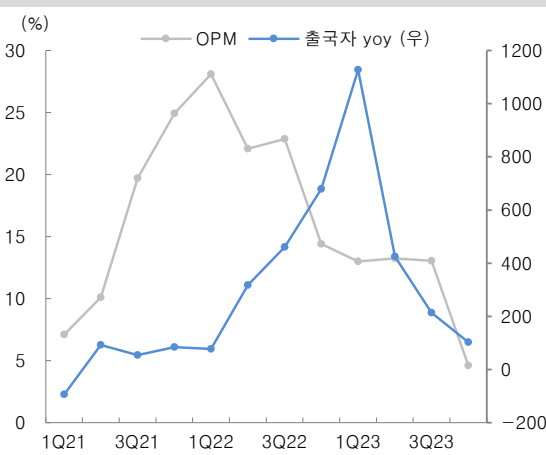
Earnings Driver

대한항공 영업이익과 유가 추이



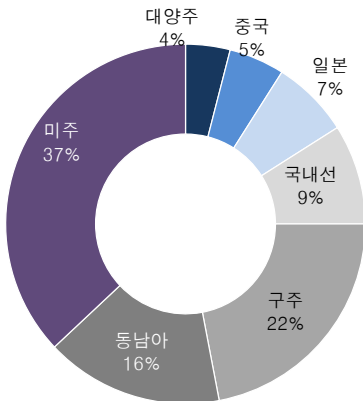
자료: 대한항공, 대신증권 Research Center

대한항공 OPM 과 출국자수 증가율 추이



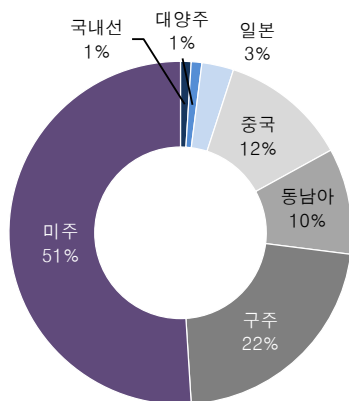
자료: 대한항공, 인천공항, 대신증권 Research Center

대한항공의 국제여객 노선별 매출 비중



주: 2023년 4분기 기준
자료: 대한항공, 대신증권 Research Center

대한항공 화물 노선별 매출 비중



주: 2023년 4분기 기준
자료: 대한항공, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	9,017	14,036	16,112	17,402	16,989
매출원가	6,912	10,245	12,924	13,911	13,891
매출총이익	2,105	3,851	3,188	3,491	3,098
판매비와관리비	687	1,020	1,397	1,621	1,666
영업이익	1,418	2,831	1,790	1,870	1,433
영업외수익	15.7	20.1	11.1	10.7	8.4
EBITDA	3,113	4,480	3,223	3,274	2,844
영업외손익	-575	-268	-214	114	28
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	361	383	263	284	308
외환관련이익	375	723	474	754	578
금융비용	-438	-433	-413	-382	-369
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-498	-219	-65	212	89
법인세비용차감전순이익	843	2,562	1,576	1,984	1,461
법인세비용	-264	-833	-444	-559	-412
계속사업순이익	579	1,730	1,132	1,425	1,050
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	579	1,730	1,132	1,425	1,050
당기순이익률	6.4	12.3	7.0	8.2	6.2
비재계분순이익	1	1	23	29	21
재계분순이익	578	1,728	1,109	1,397	1,029
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	7	56	56	56	56
포괄순이익	651	2,286	1,688	1,981	1,606
비재계분포괄이익	7	17	34	40	32
재계분포괄이익	644	2,269	1,654	1,942	1,574

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	1,905	4,798	3,003	3,782	2,785
PER	15.4	4.8	8.0	5.9	8.0
BPS	22,266	24,969	26,606	29,637	31,672
PBR	1.3	0.9	0.8	0.8	0.7
EBITDAPS	10,264	12,438	8,726	8,864	7,699
EV/EBITDA	6.0	3.1	3.9	3.4	3.7
SPS	29,727	39,132	43,624	47,117	46,000
PSR	1.0	0.6	0.5	0.5	0.5
CFPS	11,239	13,336	9,145	9,461	8,286
DPS	0	750	750	750	750

재무비율	(단위 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증/감	185	56.3	14.3	8.0	-2.4
영업이익 증/감	1,221.2	99.6	-36.8	4.5	-23.4
순이익 증/감	흑전	198.8	-34.6	25.9	-26.4
수익성					
ROIC	5.3	11.5	8.1	8.7	6.8
ROA	5.5	10.2	6.1	6.3	4.8
ROE	11.6	22.0	11.8	13.4	9.1
안정성					
부채비율	288.5	212.1	188.1	163.1	149.8
순차입금비율	120.2	54.9	38.1	21.6	14.1
이자보상비율	3.6	7.1	4.7	5.4	4.3

자료: 대한항공, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	6,641	8,091	8,558	9,205	9,482
현금및현금성자산	1,185	1,057	1,717	2,524	3,039
매출채권 및 기타채권	1,127	1,143	1,089	1,094	1,096
재고자산	597	730	834	901	880
기타유동자산	3,731	5,161	4,917	4,686	4,466
비유동자산	20,031	20,907	20,687	20,547	20,703
유형자산	16,914	17,079	16,748	16,543	16,628
관계기업투자지급	6	0	24	48	72
기타비유동자산	3,111	3,828	3,915	3,956	4,003
자산총계	26,672	28,998	29,245	29,752	30,185
유동부채	8,445	8,475	8,282	8,482	8,295
매입채무 및 기타채무	949	1,393	1,430	1,453	1,446
차입금	986	906	906	806	856
유동상채무	4,372	2,750	2,350	2,443	2,100
기타유동부채	2,138	3,426	3,597	3,780	3,893
비유동부채	11,361	11,230	10,811	9,961	9,805
차입금	1,977	3,440	3,268	2,427	2,327
전환증권	0	15	15	15	15
기타비유동부채	9,384	7,776	7,528	7,520	7,463
부채총계	19,806	19,705	19,093	18,443	18,100
자본부분	6,754	8,994	9,826	10,946	11,697
자본금	1,745	1,847	1,847	1,847	1,847
자본잉여금	3,948	4,146	4,146	4,146	4,146
이익잉여금	110	2,054	2,886	4,005	4,757
기타자본변동	951	948	948	948	948
비재계부분	112	298	326	363	388
자본총계	6,866	9,292	10,152	11,309	12,085
순차입금	8,255	5,102	3,872	2,445	1,705

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	3,514	5,572	3,703	3,727	3,541
당기순이익	579	1,730	1,132	1,425	1,050
비현금항목의 기입	2,830	3,074	2,246	2,069	2,011
감가상각비	1,695	1,650	1,433	1,404	1,411
외환손익	426	310	12	-197	-77
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	709	1,115	802	863	677
자산부채의 증감	48	1,019	925	893	955
기타현금흐름	57	-250	-599	-661	-475
투자활동 현금흐름	-2,445	-2,976	-1,235	-1,348	-1,661
투자자산	39	114	-37	-38	-38
유형자산	-304	-725	-1,063	-1,163	-1,463
기타	-2,179	-2,365	-135	-147	-159
재무활동 현금흐름	-1,211	-2,698	-1,564	-1,841	-1,385
단기차입금	-216	-221	0	-100	50
사채	1,016	1,513	-6	-100	-100
장기차입금	297	1,183	-165	-742	0
유상증자	3,300	299	0	0	0
현금배당	-18	-5	-277	-277	-277
기타	-5,591	-5,468	-1,116	-622	-1,058
현금의 증감	-129	-128	660	807	515
기초 현금	1,315	1,185	1,057	1,717	2,524
기말 현금	1,185	1,057	1,717	2,524	3,039
NOPLAT	973	1,911	1,286	1,343	1,029
FCF	2,321	2,797	1,619	1,547	940

[Compliance Notice]

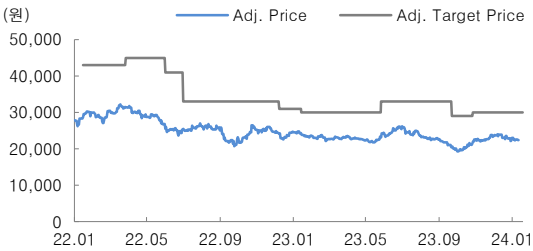
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:양지환)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

대한항공(003490) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	24.01.31	23.11.15	23.10.11	23.06.15	23.02.02	22.12.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	30,000	30,000	29,000	33,000	30,000	31,000
과다율(평균%)		(23.85)	(29.73)	(27.93)	(23.61)	(22.81)
과다율(최대/최소%)		(20.00)	(24.31)	(20.45)	(20.50)	(20.00)
제시일자	22.07.20	22.06.20	22.04.15	22.02.03		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표주가	33,000	41,000	45,000	43,000		
과다율(평균%)	(25.32)	(38.86)	(35.02)	(30.39)		
과다율(최대/최소%)	(18.18)	(36.46)	(29.33)	(25.12)		
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240128)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.3%	9.7%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상