

대한항공 (003490)

4Q23 Review: 일시적인 부진일 뿐

투자의견 Buy, 목표주가 31,000원 유지

대한항공에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 31,000원을 유지한다. 목표주가는 12개월 선행 EV에 Target Multiple 4.8배를 적용하고 순차입금을 차감해 산정했다. 목표주가는 12개월 선행 P/E 10.0배, P/B 1.10배에 해당한다. 현재 주가는 12개월 선행 P/E 7.3배, P/B 0.80배로 역사적 하단 수준으로 높아진 재무 건전성과 영업이익 체력에도 저평가 국면이다. 합병 관련 부정적 요인(슬롯 반납, 여객기 타사 임대)을 감안해도 2024년 영업이익 수준과 밸류에이션을 감안하면 현재 주가 수준에서는 매수가 유효하다고 판단한다.

4Q23 영업이익 2,843억원(-45.0% YoY) 기록, 기존 추정치 대폭 하회

4Q23 연결 기준 대한항공의 매출액은 4.4조원(+13.2% YoY, +3.4% QoQ), 영업이익은 2,843억원(-45.0% YoY, -47.6% QoQ, OPM 6.5%)을 기록했다. 영업이익은 기존 추정치 4,400억원을 대폭 하회하는 것이다. 별도 기준 영업이익은 1,836억원(-64.7% YoY, -64.7% QoQ)로 건조한 운임과 수송에도 일회성 인건비가 대폭 반영되며 부진한 실적을 기록했다.

별도 국제 여객 매출액은 2.3조원(+51.7% YoY, -4.0% QoQ)을 기록했다. 4Q23 국제선 RPK(수송)은 +56.3% YoY, +2.1% QoQ, 국제 여객 운임(원화 기준)은 -3.0% YoY, -6.0% QoQ, L/F는 84.9%(+5.2%p YoY, -0.3%p QoQ)를 기록했다. 화물 매출액은 1.1조원(-28.8% YoY, +20.4% QoQ)을 기록했다. FTK(수송)은 전년과 비슷한 수준(+0.3% YoY, +3.6% QoQ)을 기록했지만, 운임 하락세는 이어졌다(-29.1% YoY, +16.2% QoQ).

별도 영업비용은 3.8조원(+23.0% YoY, +13.6% QoQ)을 기록했다. 4Q23 인건비는 9,112억원(+20.2% YoY, +27.2% QoQ)을 기록했는데, 안전장려금, 성과급 등으로 경상적인 수준 대비 2,000억원 이상의 인건비 증가가 있었다. 또한 4Q23 제트유가 하락(-9.3% YoY, -4.9% QoQ)에도 3Q23 높았던 유가 분이 반영되며, 급유단가는 전분기대비 상승(-8.8% YoY, +7.4% QoQ)하며 유류비 증가를 이끌었다.

2024년 실적은 여전히 기대감 유효

높아진 인건비 베이스를 감안해도 2024년 대한항공의 호실적이 기대된다. 당사는 2024년 연결 기준 대한항공의 영업이익으로 1.7조원(-4.4% YoY, OPM +10.3%)을 예상한다. 2024년 국제여객 RPK는 전년대비 15% 이상 늘어날 것으로 보이나, 운임의 하락 폭은 크지 않을 것으로 전망(-6.1% YoY)한다. 2024년 화물 운임은 전년대비 3.6% 하락을 전망하지만, 수에즈 운하 이슈로 운임의 단기 급등 가능성도 배제할 수 없는 상황이다. 특히 1Q24 영업이익으로 5,410억원(+11.4% YoY)가 예상되는데, 해외여행 성수기와 낮아진 급유단가가 반영되며 호실적이 기대된다.

iM하이

하이투자증권 DGB

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	31,000원(유지)
증가(2024.01.30)	22,450원
상승여력	38.1%

Stock Indicator

자본금	1,847십억원
발행주식수	36,822만주
시가총액	8,267십억원
외국인지분율	16.6%
52주 주가	19,350~26,250원
60일평균거래량	809,600주
60일평균거래대금	18.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.1	12.8	-8.6	-7.6
상대수익률	-0.2	4.7	-4.4	-9.6

Price Trend



FY	2022	2023E	2024E	2025E
매출액(십억원)	14,096	16,112	16,643	16,619
영업이익(십억원)	2,831	1,733	1,712	1,559
순이익(십억원)	1,728	1,082	1,152	1,074
EPS(원)	4,813	2,939	3,127	2,917
BPS(원)	24,426	26,427	28,425	30,840
PER(배)	4.8	7.6	7.2	7.7
PBR(배)	0.9	0.8	0.8	0.7
ROE(%)	22.0	11.6	11.3	9.7
배당수익률(%)	3.3	3.3	3.3	3.3
EV/EBITDA(배)	3.3	3.5	3.4	3.4

[건설/운송]

배세호 2122-9178 seho.bae@hi-ib.com

표1. 대한항공 4Q23E 영업실적 및 컨센서스 비교

(십억원, %)	4Q23E	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		4Q22	YoY %	4Q23E	Diff %	4Q23E	Diff %
매출액	4,393	3,880	13.2	4,282	2.6	4,407	-0.3
영업이익	284	516	-45.0	443.8	-35.9	440	-35.4
세전이익	145	646	-77.5	418	-65.3	348	-58.3
지배주주순이익	87	354	-75.4	305	-71.4	302	-71.1

자료: Dart, Quantwise, 하이투자증권

표1. 대한항공 2024E 영업실적 및 컨센서스 비교

(십억원, %)	2024E	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		2023P	YoY %	2024E	Diff %	2024E	Diff %
매출액	16,643	16,112	3.3	17,271	-3.6	15,357	8.4
영업이익	1,712	1,790	-4.4	1,782	-3.9	1,901	-9.9
세전이익	1,688	1,576	7.1	1,631	3.5	1,802	-6.3
지배주주순이익	1,152	1,082	6.4	1,156	-0.4	1,267	-9.1

자료: Dart, Quantwise, 하이투자증권

표2. 대한항공 연간 실적추정 변경(연결 기준)

(단위: 십억원, %)	신규추정		기존추정		변동률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	16,643	16,619	16,744	16,647	-0.6	-0.2
영업이익	1,712	1,559	1,824	1,645	-6.1	-5.2
영업이익률	10.3	9.4	14.1	12.4	-3.8	-3.0
EBITDA	3,422	3,326	3,567	3,456	-4.1	-3.8
세전이익	1,544	1,468	1,700	1,596	-9.2	-8.0
지배주주순이익	1,152	1,074	1,159	1,080	-0.6	-0.6
지배주주순이익률	6.9	6.5	9.9	8.3	-3.0	-1.8
EPS	3,127	2,917	3,148	2,932	-0.7	-0.5
BPS	28,425	30,840	29,028	32,023	-2.1	-3.7

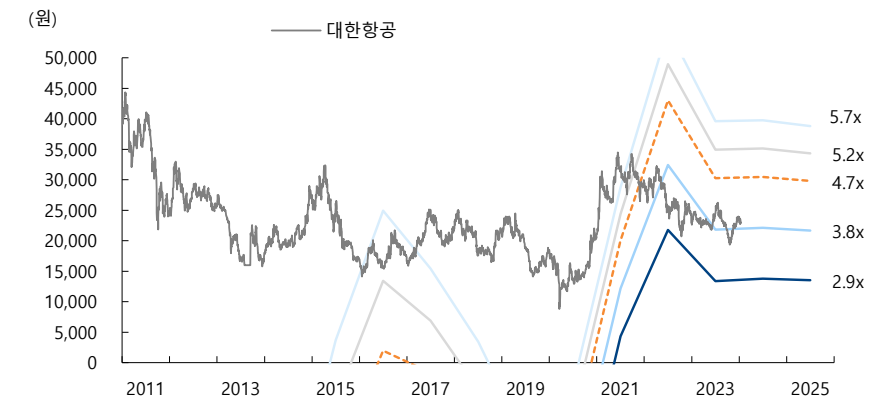
자료: 하이투자증권

표3. 목표주가 산정

(원, 배, %)	Valuation	비고
12M fwd EBITDA (a)	3,414	
Target EV/EBITDA (d)	4.79	2020~2023년 EV/EBITDA 평균에 5% 할인
목표 EV	16,352	
순차입금	4,800	2024년말 예상 순차입금
주식 가치	11,552	
발행 주식수(백만주)	368.2	
목표 주가	31,000	Target P/B 1.10배
현재주가	22,950	
상승여력	36.8	

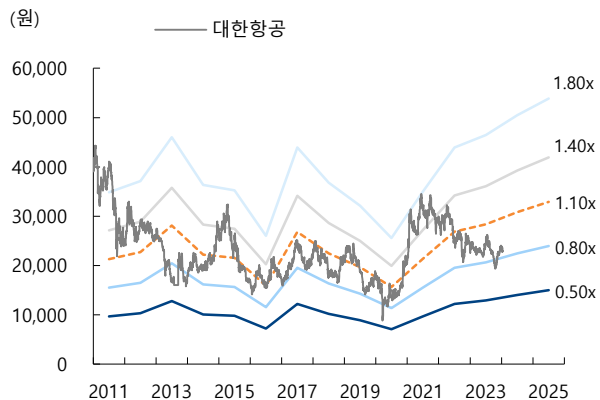
자료: 하이투자증권

그림1. 대한항공 EV/EBITDA Band



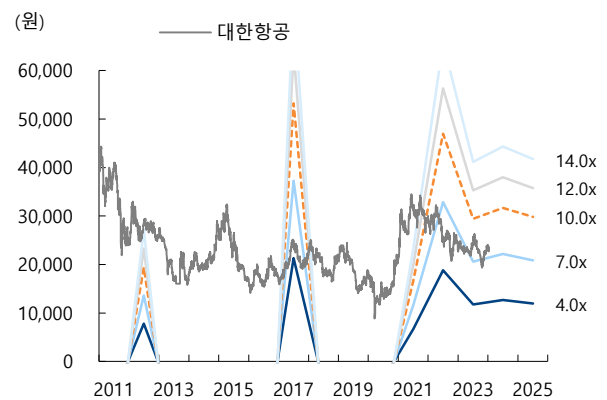
자료: Quantiwise, 하이투자증권 리서치본부

그림1. 대한항공 P/B Band



자료: 자료: Quantiwise, 하이투자증권 리서치본부

그림2. 대한항공 P/E Band



자료: Quantiwise, 하이투자증권 리서치본부

표4. 대한항공(별도) 영업실적 및 추이

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023P	2024E
주요 가정											
평균환율	1,276	1,315	1,313	1,310	1,290	1,285	1,270	1,270	1,291	1,303	1,279
제트유가(달러/배럴)	107	92	113	107	93	94	91	91	127	105	92
국제선											
ASK(백만석km)	16,034	19,351	21,067	21,600	21,558	21,875	22,640	22,862	39,449	78,052	88,934
YoY	182.8	178.6	73.9	46.8	34.4	13.0	7.5	5.8	87.9	97.9	13.9
RPK(백만인km)	13,191	16,223	17,950	18,331	18,294	18,569	19,404	19,598	29,142	65,695	75,866
YoY	485.2	195.4	85.6	56.3	38.7	14.5	8.1	6.9	332.6	125.4	15.5
L/F(%)	82.3	83.8	85.2	84.9	84.9	84.9	85.7	85.7	73.9	84.2	85.3
Yield(원km)	126	129	136	128	126	121	125	115	130	130	122
YoY	0.9	-5.0	-0.5	-3.0	0.0	-5.9	-8.2	-9.9	8.7	-0.6	-6.1
국내선											
ASK(백만석km)	662	709	697	656	643	675	709	695	2,925	2,724	2,721
YoY	-2.4	-9.3	-9.4	-5.7	-2.9	-4.8	1.7	5.9	16.0	-6.9	-0.1
RPK(백만인km)	573	623	600	562	545	583	624	598	2,479	2,358	2,350
YoY	11.3	-10.2	-7.6	-9.5	-4.9	-6.4	4.0	6.4	30.7	-4.9	-0.3
L/F(%)	87	88	86	86	85	86	88	86	85	87	86
Yield(원km)	193	205	205	209	199	205	211	200	187	203	204
YoY	28.5	10.8	-1.7	5.9	2.8	-0.2	3.0	-4.3	32.0	8.6	0.3
화물											
AFTK(백만톤km)	2,744	2,935	3,022	3,056	2,915	2,962	2,829	2,883	12,004	11,757	11,589
YoY	-11.4	-4.2	3.5	4.6	6.2	0.9	-6.4	-5.7	-4.6	-2.1	-1.4
FTK(백만톤km)	2,016	2,060	2,139	2,216	2,103	2,160	2,052	2,113	9,616	8,431	8,428
YoY	-21.6	-18.8	-7.0	0.3	4.3	4.8	-4.1	-4.6	-10.0	-12.3	0.0
L/F(%)	73	70	71	73	72	73	73	73	80	72	73
Yield(원km)	520	468	428	497	481	467	439	456	810	478	461
YoY	-37.7	-45.4	-47.0	-29.0	-7.5	-0.1	2.5	-8.3	29.7	-40.9	-3.6
실적 추정											
매출액	3,196	3,535	3,864	3,980	3,803	3,736	3,841	3,737	13,413	14,575	15,117
YoY	13.9	6.1	5.3	10.4	19.0	5.7	-0.6	-6.1	53.2	8.7	3.7
국제 여객	1,667	2,093	2,436	2,339	2,311	2,255	2,418	2,254	3,890	8,535	9,238
국내 여객	111	128	123	118	108	119	132	120	464	479	479
화물	1,049	964	915	1,102	1,012	1,009	900	964	7,724	4,030	3,885
기타	370	351	390	398	372	352	392	400	1,335	1,508	1,516
영업비용	2,781	3,067	3,343	3,796	3,300	3,368	3,386	3,439	10,529	12,988	13,493
유류비	1,005	981	1,170	1,291	1,022	1,050	1,010	1,022	4,008	4,446	4,104
감가상각비	390	394	363	380	384	396	397	404	1,503	1,527	1,581
인건비	590	696	716	911	730	740	741	860	2,447	2,914	3,071
공항관련비	389	491	568	569	578	587	602	608	1,232	2,018	2,375
영업이익	415	468	520	184	502	368	455	298	2,884	1,587	1,624
YoY	-47.4	-36.4	-38.0	-64.7	21.0	-21.4	-12.5	62.6	96.9	-45.0	2.3
영업이익률	13.0	13.2	13.5	4.6	13.2	9.8	11.8	8.0	21.5	10.9	10.7
영업외손익	29	28	53	-394	-36	-11	4	-37	-266	-284	-80
세전이익	444	496	573	-211	466	357	460	261	2,618	1,302	1,544
지배주주순이익	355	371	424	-235	338	259	333	189	1,780	917	1,119

자료: Dart, 하이투자증권 리서치본부

표5. 대한항공(연결) 영업실적 및 추이

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023P	2024E
매출액	3,592	3,877	4,249	4,393	4,203	4,094	4,245	4,101	14,096	16,112	16,643
YoY	24.5	13.3	8.6	13.2	17.0	5.6	-0.1	-6.6	56.3	14.3	3.3
대한항공	3,196	3,535	3,864	3,980	3,803	3,736	3,841	3,737	13,413	14,575	15,117
YoY	13.9	6.1	5.3	10.4	19.0	5.7	-0.6	-6.1	53.2	8.7	3.7
진에어	353	259	322	343	328	290	334	294	593	1,277	1,245
YoY	422.0	105.0	84.8	52.5	-7.0	11.8	3.6	-14.3	140.1	115.2	-2.5
기타	44	83	63	70	72	68	70	70	284	259	280
YoY	-44.8	-6.8	-7.5	46.5	65.0	-17.7	11.6	0.0	7.8	-8.6	8.1
영업비용	3,106	3,400	3,706	4,166	3,662	3,732	3,740	3,798	11,266	14,379	14,931
YoY	47.1	26.8	19.2	23.9	17.9	9.7	0.9	-8.9	48.3	27.6	3.8
대한항공	2,781	3,067	3,343	3,796	3,300	3,368	3,386	3,439	10,529	12,988	13,493
YoY	37.9	18.1	18.2	23.0	18.7	9.8	1.3	-9.4	44.5	23.4	3.9
진에어	268	241	290	294	279	274	280	269	661	1,093	1,102
YoY	135.0	70.5	51.0	37.8	4.3	13.7	-3.5	-8.6	52.8	65.4	0.8
기타	326	333	73	76	82	89	74	90	331	807	336
YoY	244.9	293.3	-18.3	20.3	-74.8	-73.2	2.3	18.9	6.8	143.7	-58.4
영업이익	486	477	543	284.3	541.0	362	505	304	2,831	1,790	1,712
YoY	-37.2	-35.5	-32.2	-45.0	11.4	-24.1	-7.0	6.8	99.6	-36.8	-4.4
대한항공	415	468	520	184	502	368	455	298	2,884	1,587	1,624
YoY	-47.4	-36.4	-38.0	-64.7	21.0	-21.4	-12.5	62.6	96.9	-45.0	2.3
진에어	85	18	33	46	59	15	54	25	-67	182	144
YoY	흑전	흑전	흑전	298.3	-42.6	-13.5	66.2	-45.1	-63.7	-369.9	-20.8
기타	-14	-9	-10	54	-20	-21	-4	-20	14	22	-55
YoY	적전	적전	적지	흑전	적지	적지	적지	적전	-89.8	51.9	-356.1
영업이익률(%)	13.5	12.3	12.8	6.5	12.9	8.8	11.9	7.4	20.1	11.1	10.3
대한항공	13.0	13.2	13.5	4.6	13.2	9.8	11.8	8.0	21.5	10.9	10.7
진에어	24.1	6.9	10.1	13.5	17.9	5.3	16.2	8.6	-11.3	14.2	11.5
기타	-32.9	-10.4	-15.7	77.7	-14.0	-30.7	-6.1	-28.7	5.0	8.3	-19.7
영업외손익	-121	11	40	-139	-25	0	22	-21	-268	-208	-24
대한항공	29	28	53	-394	-36	-11	4	-37	-266	-284	-80
진에어	-8	-4	-6	12	2	2	4	1	-23	-6	8
기타	-141	-17	-6	243	9	9	14	16	0	78	48
당기순이익	251	360	420	101	366	252	380	197	1,730	1,132	1,195
지배주주순이익	234	354	407	87	351	250	359	191	1,728	1,082	1,152
대한항공	355	371	424	-235	338	259	333	189	1,780	917	1,119
진에어(54.91%)	33	6	12	47	31	7	24	11	-27	97	62
기타	-155	-17	-29	275	-7	-16	2	-9	-57	74	-30
비지배주주순이익	17	6	7	39	17	5	20	8	1	69	49

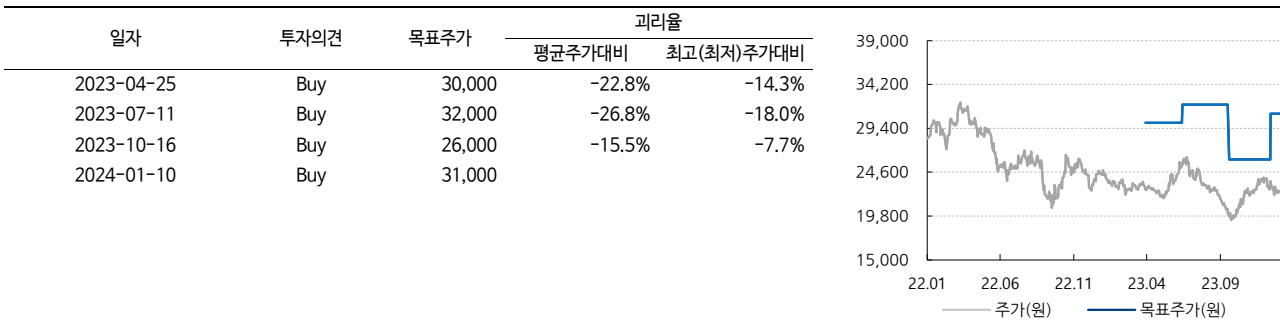
자료: Dart, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E	(십억원, %)	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	8,091	9,000	9,858	10,372	매출액	14,096	16,112	16,643	16,619
현금 및 현금성자산	1,057	1,379	1,496	1,938	증가율(%)	56.3	14.3	3.3	-0.1
단기금융자산	4,986	4,959	5,510	5,510	매출원가	10,245	12,936	13,539	13,642
매출채권	1,143	1,414	1,759	1,808	매출충이익	3,851	3,176	3,104	2,977
재고자산	730	913	853	859	판매비와관리비	1,020	1,443	1,392	1,418
비유동자산	20,907	20,657	20,212	20,246	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	17,079	16,857	16,436	16,492	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	874	822	774	728	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	28,998	29,657	30,070	30,618	영업이익	2,831	1,733	1,712	1,559
유동부채	8,475	7,931	7,333	6,964	증가율(%)	99.6	-38.8	-1.2	-8.9
매입채무	255	217	209	210	영업이익률(%)	20.1	10.8	10.3	9.4
단기차입금	906	1,051	1,073	1,083	이자수익	156	539	440	463
유동성장기부채	2,750	2,171	1,924	1,813	이자비용	401	470	469	469
비유동부채	11,230	11,647	11,659	11,666	지분법이익(손실)	0	0	0	0
사채	1,831	1,861	1,858	1,864	기타영업외손익	-219	138	24	42
장기차입금	1,624	2,011	2,025	2,026	세전계속사업이익	2,562	1,576	1,688	1,573
부채총계	19,705	19,578	18,992	18,630	법인세비용	833	444	493	466
지배주주지분	8,994	9,731	10,686	11,564	세전계속이익률(%)	18.2	9.8	10.1	9.5
자본금	1,847	1,847	1,847	1,847	당기순이익	1,730	1,132	1,195	1,107
자본잉여금	4,146	4,146	4,146	4,146	순이익률(%)	12.3	7.0	7.2	6.7
이익잉여금	2,054	2,859	3,826	4,715	지배주주귀속 순이익	1,728	1,082	1,152	1,074
기타자본항목	0	0	0	0	기타포괄이익	556	164	174	174
비지배주주지분	298	348	391	424	총포괄이익	2,286	1,296	1,369	1,281
자본총계	9,292	10,079	11,078	11,988	지배주주귀속총포괄이익	2,286	1,296	1,369	1,281

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	5,572	2,148	2,374	2,320	주당지표(원)				
당기순이익	1,730	1,132	1,195	1,107	EPS	4,813	2,939	3,127	2,917
유형자산감가상각비	-	1,693	1,604	1,519	BPS	24,426	26,427	28,425	30,840
무형자산상각비	44	55	52	49	CFPS	4,935	7,688	7,624	7,174
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0	DPS	750	750	750	750
투자활동 현금흐름	-2,976	-1,269	-1,712	-1,260	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-762	-817	-685	-787	PER	4.8	7.6	7.2	7.7
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	0	PBR	0.9	0.8	0.8	0.7
금융상품의 증감	-1,911	28	-551	-	PCR	4.7	2.9	2.9	3.1
재무활동 현금흐름	-2,698	-692	-888	-676	EV/EBITDA	3.3	3.5	3.4	3.4
단기금융부채의증감	-	87	-3	-1	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	417	12	7	ROE	22.0	11.6	11.3	9.7
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	20.4	21.6	20.2	18.8
배당금지급	-5	-277	-277	-185	부채비율	212.1	194.3	171.4	155.4
현금및현금성자산의증감	-128	322	118	441	순부채비율	11.5	7.5	-1.1	-5.5
기초현금및현금성자산	1,185	1,057	1,379	1,496	매출채권회전율(x)	12.4	12.6	10.5	9.3
기말현금및현금성자산	1,057	1,379	1,496	1,938	재고자산회전율(x)	21.2	19.6	18.8	19.4

자료 : 대한항공, 하이투자증권 리서치본부

대한항공 투자의견 및 목표주가 변동추이

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]
종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 2023-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
91.1%	8.9%	-