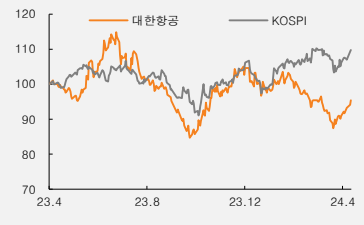


투자 의견(유지)	<b>매수</b>
목표주가(유지)	<b>30,000원</b>
현재주가(24/5/8)	21,800원
상승여력	37.6%

영업이익(24F, 십억원)	1,914
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	1,826
EPS 성장률(24F, %)	20.7
MKT EPS 성장률(24F, %)	76.2
P/E(24F, x)	6.3
MKT P/E(24F, x)	11.2
KOSPI	2,745.05
시가총액(십억원)	8,027
발행주식수(백만주)	368
유동주식비율(%)	65.5
외국인 보유비중(%)	16.5
베타(12M) 일간수익률	0.62
52주 최저가(원)	19,350
52주 최고가(원)	26,250

(%)	1M	6M	12M
절대주가	3.1	4.8	-4.6
상대주가	2.0	-7.5	-12.7



[운송플랫폼/에너지]

류제현

jay.ryu@miraeasset.com

# 대한항공

## 재개된 증익 모멘텀

### 1Q24 Review: 높은 운임을 바탕으로 증익 시현

대한항공의 1Q24 별도 기준 매출액은 3조 8,225억원(19.6% YoY)을 기록했다. 진에어 실적(4,303억원)을 합산한 매출액은 4조 2,528억원으로 당사 연결 추정치를 상회했다. 여객 노선의 수송량은 34.8% YoY 증가하며 당사 기대치를 충족했고 탑승률(83%)도 당사 추정치와 유사했다. 화물 수송량 증가율은 7.4% YoY로 당사 기대치를 상회했다.

별도 기준 영업이익은 4,361억원(5.1% YoY)을 기록했다. 연결 기준 3Q23 이후 1년 반 만의 증익을 시현했다. 진에어와 합산 시 영업이익 5,396억원으로 역시 연결 기준 당사 추정치를 감안 시 호실적을 거두었다. 유가와 환율 부담으로 연료비가 16% YoY 증가하고 사업량 증가로 공항화객비(42% YoY)와 및 인건비(21% YoY)가 크게 증가했으나, 높은 단가와 탑승률이 유지되며 증익을 시현한 것으로 보인다.

다만, 순이자비용(494억원, 전년동기 326억원) 증가 등으로 인해 순이익은 3,452억원으로 소폭 감익했다. 환율 상승에도 불구하고 외화차입 감소로 외환차손익(-656억원)이 최소화되었다.

### 당분간 이어질 호의적인 수급: 여객, 화물 고단가 유지된다

동사는 2024년 B787을 지속 도입할 전망이다. 하지만, 타 항공사와 마찬가지로 인도 일정도 하반기로 지연되고 있다. 티웨이항공으로 A330이 투입되는 점을 감안하면, 실질 공급은 제한적일 전망이다. 실제로 동사의 1Q24 여객 객단가(Yield)가 126원/km로 2019년 대비 30% 높은 상황이다.

높은 단가는 화물 부문에서도 나타나고 있다. BAI 기준 화물 단가는 1Q24 -19.9% YoY 하락했으나 동사의 화물 단가는 -7.4% YoY 하락에 그쳤다.

### 목표주가 30,000원 및 매수 의견 유지

동사에 대한 목표주가 30,000원(PBR 1.0배) 및 매수 의견을 유지한다. 최근 저점을 재확인한 주가는 PBR 0.7배에 머물러 있다. 과거 5년 간 저점에 가깝다. 이는 아시아나항공 인수 관련 불확실성 및 단가 하락 우려에 기인한다. 하지만, 대한항공의 아시아나항공 인수 관련 허가는 상반기 안에 결론이 날 것으로 예상된다. 여객과 화물 모두 수급 안정 속 단가 유지가 가능하다. 빠르면 상반기 내에 불확실성 제거가 예상되며 증익 모멘텀 본격화가 기대된다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	14,096	16,112	18,700	19,182	19,966
영업이익 (십억원)	2,831	1,790	1,914	1,935	1,912
영업이익률 (%)	20.1	11.1	10.2	10.1	9.6
순이익 (십억원)	1,728	1,061	1,281	1,311	1,505
EPS (원)	4,798	2,873	3,468	3,551	4,074
ROE (%)	22.0	11.5	12.4	11.1	11.2
P/E (배)	4.8	8.3	6.3	6.1	5.4
P/B (배)	0.9	0.9	0.7	0.6	0.6
배당수익률 (%)	3.3	3.1	3.4	3.4	3.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 1Q24 실적 비교표 (십억원, %, %p)

	1Q23	4Q23	1Q24P			성장률	
			잠정치	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	3,592	4,393	4,340	4,239	4,296	20.8	-1.2
영업이익	486	284	534	509	512	10.0	87.8
영업이익률 (%)	13.5	6.5	12.3	12.0	11.9	-1.2	5.8
세전이익	365	145	456	350	520	25.0	214.0
순이익	234	66	376	240	357	60.8	468.0

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
	24F	25F	24F	25F	24F	25F	
매출액	18,630	19,135	18,700	19,182	0.4	0.2	여객/화물 단가
영업이익	1,837	1,680	1,914	1,935	4.2	15.2	자회사 실적 개선, 원가 개선
세전이익	1,512	1,491	1,698	1,767	12.3	18.5	금융손익
순이익	1,036	1,020	1,281	1,311	23.6	28.6	
EPS (원)	2,804	2,760	3,468	3,551	23.7	28.6	

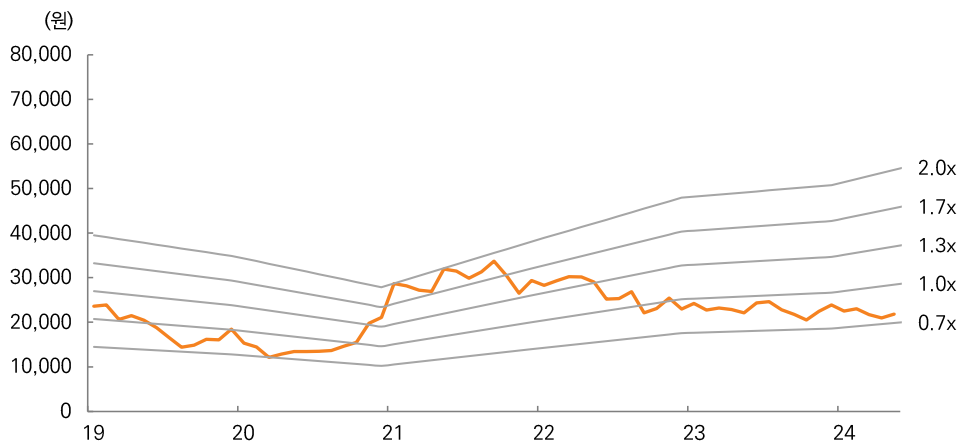
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 분기별 실적 추이 및 전망 (십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	3,592	3,877	4,249	4,393	4,340	4,654	4,884	4,821	16,112	18,700	19,182
영업이익	486	477	543	284	534	464	593	322	1,790	1,914	1,935
세전이익	365	489	577	145	456	422	544	276	1,576	1,698	1,767
순이익(지배)	234	354	407	66	376	306	396	203	1,061	1,281	1,311
영업이익률 (%)	13.5	12.3	12.8	6.5	12.3	10.0	12.1	6.7	11.1	10.2	10.1
세전순이익률 (%)	10.2	12.6	13.6	3.3	10.5	9.1	11.1	5.7	9.8	9.1	9.2
순이익률 (지배, %)	7.0	9.3	9.9	2.2	8.9	6.8	8.4	4.3	6.6	6.8	6.8
국제여객 RPK 증감률(%)	485.2	195.4	85.6	56.3	36.6	21.2	20.0	15.7	125.4	22.4	-0.4
국제여객 L/F(%)	82.3	83.8	85.2	84.9	83.3	83.0	85.2	83.2	84.2	83.7	81.3
국제화물 RFTK 증감률(%)	-21.6	-18.7	-7.0	0.3	7.4	9.7	4.8	2.7	-12.3	6.1	3.3
국제화물 L/F(%)	73.5	70.2	70.8	72.5	72.2	73.0	72.0	73.0	71.7	72.6	72.8

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

그림 1. PBR 밴드차트



자료: Quantivise, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 운영 항공기 기단

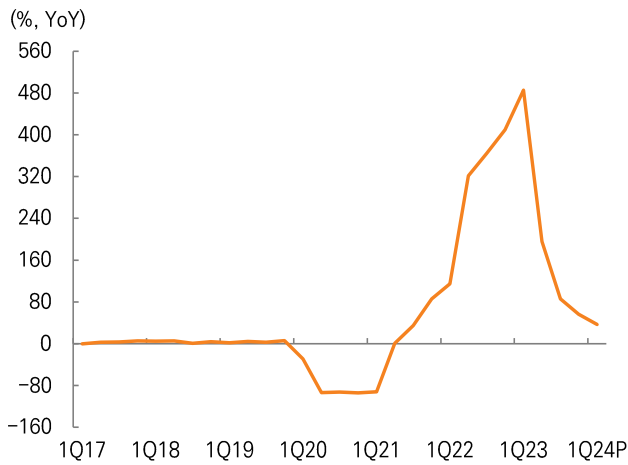
(대)

구분	기종	대한항공	아시아나항공	합산
중대형기	A380	10	6	16
	A330	27	15	42
	B747-400	-	-	-
	B747-8I	9	-	9
	B747	-	1	1
	B767	-	1	1
	A350	-	15	15
	B777	37	9	46
	B787-9	13	-	13
소형기	A320/321	-	14	14
	A321NEO	9	9	18
	B737-800/900	17	-	17
	A220 (CS300)	10	-	10
	B737-8	5	-	5
여객기 계		137	70	207
화물기	B747F	4	10	14
	B767F	-	1	1
	A350F	-	-	-
	B747-8F	7	-	7
	B777F	12	-	12
	A330F	-	-	-
화물기 계		23	11	34
총계		160	81	241

주: 대한항공 기단은 1Q24, 아시아나 기단은 4Q23 기준

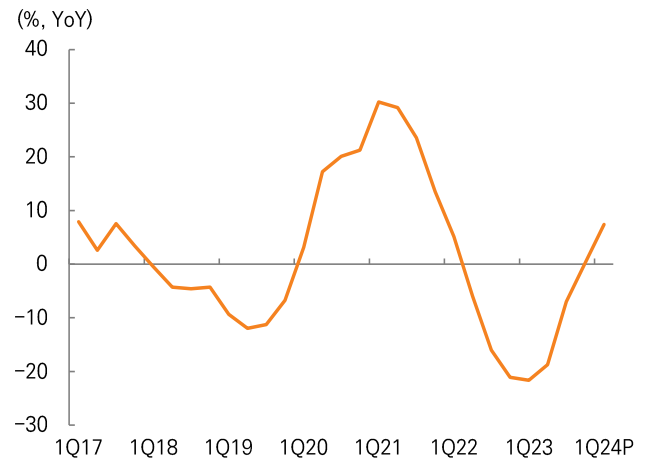
자료: 회사자료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 대한항공 국제여객 수송 증감률



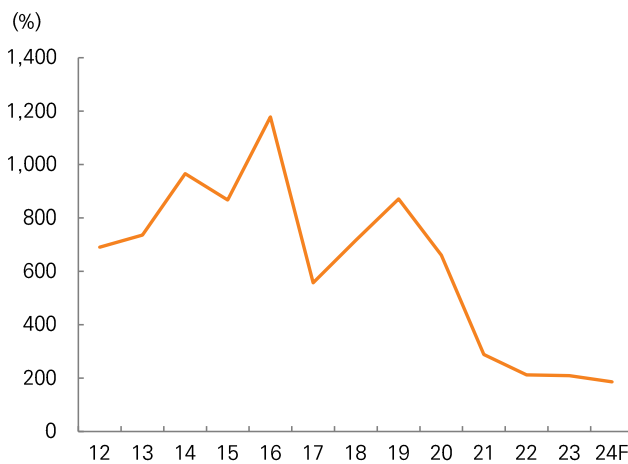
자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 대한항공 화물 수송 증감률



자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 대한항공 부채비율 추이



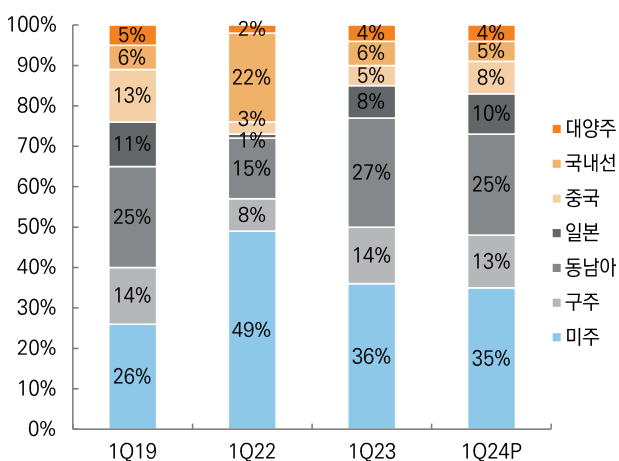
자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 항공유 가격



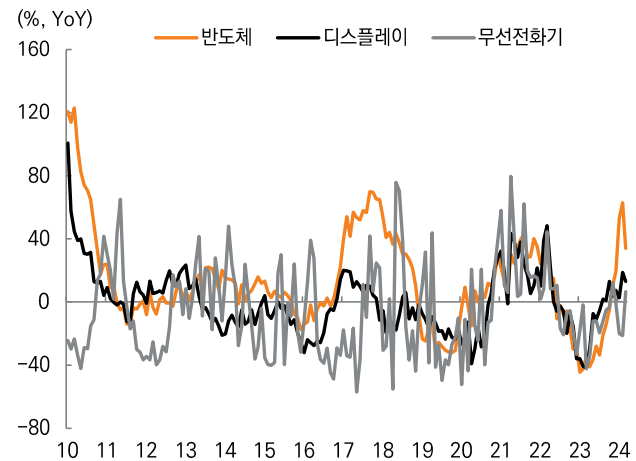
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 대한항공 여객 노선별 매출 비중



자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. IT제품 수출 증가율



자료: 산업통상자원부, 미래에셋증권 리서치센터

## 대한항공 (003490)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	16,112	18,700	19,182	19,966
매출원가	12,850	15,430	15,850	16,558
매출총이익	3,262	3,270	3,332	3,408
판매비와관리비	1,471	1,356	1,397	1,495
조정영업이익	1,790	1,914	1,935	1,912
영업이익	1,790	1,914	1,935	1,912
비영업손익	-214	-216	-168	122
금융손익	-230	-141	-53	217
관계기업등 투자손익	0	50	0	20
세전계속사업손익	1,576	1,698	1,767	2,034
계속사업법인세비용	447	378	415	483
계속사업이익	1,129	1,320	1,352	1,551
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	1,129	1,320	1,352	1,551
지배주주	1,061	1,281	1,311	1,505
비지배주주	68	40	41	47
총포괄이익	866	1,320	1,352	1,551
지배주주	815	1,473	1,508	1,731
비지배주주	51	-153	-156	-179
EBITDA	3,513	3,547	3,718	3,863
FCF	2,184	2,889	2,128	2,147
EBITDA 마진율 (%)	21.8	19.0	19.4	19.3
영업이익률 (%)	11.1	10.2	10.1	9.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	6.6	6.9	6.8	7.5

## 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	8,595	11,063	12,677	14,538
현금 및 현금성자산	623	2,300	3,588	5,056
매출채권 및 기타채권	973	1,068	1,107	1,155
재고자산	854	937	971	1,014
기타유동자산	6,145	6,758	7,011	7,313
비유동자산	21,797	21,555	21,580	21,639
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	18,175	17,965	18,028	18,116
무형자산	824	771	725	686
자산총계	30,392	32,617	34,257	36,178
유동부채	9,410	9,962	10,193	10,472
매입채무 및 기타채무	365	401	416	434
단기금융부채	3,758	3,759	3,760	3,761
기타유동부채	5,287	5,802	6,017	6,277
비유동부채	11,167	11,266	11,142	11,052
장기금융부채	7,217	6,932	6,647	6,362
기타비유동부채	3,950	4,334	4,495	4,690
부채총계	20,577	21,228	21,335	21,524
지배주주지분	9,526	11,060	12,553	14,238
자본금	1,847	1,957	2,067	2,177
자본잉여금	4,145	4,493	4,841	5,188
이익잉여금	2,592	3,596	4,630	5,858
비지배주주지분	289	329	369	416
자본총계	9,815	11,389	12,922	14,654

## 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	4,092	4,259	3,928	4,147
당기순이익	1,129	1,320	1,352	1,551
비현금수익비용가감	2,652	2,241	2,251	2,197
유형자산감가상각비	1,666	1,580	1,738	1,911
무형자산상각비	57	53	46	39
기타	929	608	467	247
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	969	705	295	357
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	90	-90	-38	-46
재고자산 감소(증가)	-118	-83	-35	-42
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	88	23	10	12
법인세납부	-948	-378	-415	-483
투자활동으로 인한 현금흐름	-2,410	-2,042	-2,038	-2,288
유형자산처분(취득)	-1,901	-1,370	-1,800	-2,000
무형자산감소(증가)	-8	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-582	-582	-238	-288
기타투자활동	81	-90	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-2,085	-614	-602	-411
장단기금융부채의 증가(감소)	-171	-283	-284	-284
자본의 증가(감소)	0	458	458	458
배당금의 지급	-282	-277	-277	-277
기타재무활동	-1,632	-512	-499	-308
현금의 증가	-434	1,677	1,289	1,468
기초현금	1,057	623	2,300	3,588
기말현금	623	2,300	3,588	5,056

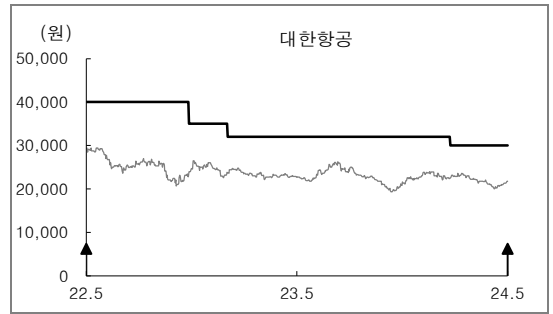
자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	8.3	6.3	6.1	5.4
P/CF (x)	2.3	2.3	2.2	2.1
P/B (x)	0.9	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA (x)	3.9	3.0	2.4	1.8
EPS (원)	2,873	3,468	3,551	4,074
CFPS (원)	10,238	9,643	9,755	10,148
BPS (원)	25,793	29,948	33,987	38,550
DPS (원)	750	750	750	750
배당성향 (%)	24.5	20.9	20.4	17.8
배당수익률 (%)	3.1	3.4	3.4	3.4
매출액증가율 (%)	14.3	16.1	2.6	4.1
EBITDA증가율 (%)	-21.6	1.0	4.8	3.9
조정영업이익증가율 (%)	-36.8	6.9	1.1	-1.2
EPS증가율 (%)	-40.1	20.7	2.4	14.7
매출채권 회전율 (회)	17.1	19.2	18.5	18.5
재고자산 회전율 (회)	20.3	20.9	20.1	20.1
매입채무 회전율 (회)	51.9	61.3	59.0	59.3
ROA (%)	3.8	4.2	4.0	4.4
ROE (%)	11.5	12.4	11.1	11.2
ROIC (%)	7.7	9.0	9.2	9.1
부채비율 (%)	209.6	186.4	165.1	146.9
유동비율 (%)	91.3	111.1	124.4	138.8
순차입금/자기자본 (%)	48.3	19.4	3.2	-11.0
조정영업이익/금융비용 (x)	3.4	3.7	3.9	6.2

### 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
대한항공 (003490)				
2024.01.31	매수	30,000	-	-
2024.01.10	1년 경과 이후	32,000	-29.42	-27.66
2023.01.10	매수	32,000	-28.09	-17.97
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
85.36%	9.15%	5.49%	0%

\* 2024년 03월 31일 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.