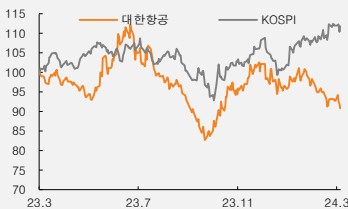


|              |         |
|--------------|---------|
| 투자 의견(유지)    | 매수      |
| 목표주가(유지)     | 30,000원 |
| 현재주가(24/4/4) | 21,250원 |
| 상승여력         | 41.2%   |

|                          |          |
|--------------------------|----------|
| 영업이익(24F, 십억원)           | 1,837    |
| Consensus 영업이익(24F, 십억원) | 1,724    |
| EPS 성장률(24F, %)          | -2.4     |
| MKT EPS 성장률(24F, %)      | 65.6     |
| P/E(24F, x)              | 7.6      |
| MKT P/E(24F, x)          | 11.6     |
| KOSPI                    | 2,742.00 |
| 시가총액(십억원)                | 7,825    |
| 발행주식수(백만주)               | 368      |
| 유동주식비율(%)                | 65.5     |
| 외국인 보유비중(%)              | 16.7     |
| 베타(12M) 일간수익률            | 0.58     |
| 52주 최저가(원)               | 19,350   |
| 52주 최고가(원)               | 26,250   |

| (%)  | 1M   | 6M    | 12M   |
|------|------|-------|-------|
| 절대주가 | -6.0 | 1.2   | -8.2  |
| 상대주가 | -8.3 | -11.2 | -17.0 |



[운송플랫폼/에너지]

류제현

jay.ryu@miraeasset.com

003490 · 항공

## 대한항공

## 탄탄한 여객, 버티는 화물

## 1Q24 Preview: 당초 우려보다 높은 운임

대한항공의 1Q24 매출액은 4조 2,389억원(18.0% YoY, -3.5% QoQ)으로 추정된다. 국제 여객 노선의 공급은 33.6% YoY 증가(전분기 대비 -0.1% 감소)할 전망이다. 탑승률(83%)도 비교적 높은 수준을 유지할 것으로 예상된다. 화물은 계절적으로 공급(5.2% QoQ) 및 탑재율(72%)이 전분기비 둔화될 것으로 보인다.

연결기준 영업이익은 5,091억원(컨센서스 5,119억원)을 기록할 것으로 전망된다. 유가와 환율이 모두 반등했으나, 비용 압력은 크지 않을 것으로 보인다. 항공유가는 유가 상승에도 불구하고 안정세를 유지하고 있다.

여객 및 화물 단가 모두 견조세를 유지할 것으로 보인다. 여객은 동남아, 일본 노선 위주의 강세가 예상된다. 화물 역시 중국발 이커머스 물량 증가로 인해 급격히 상승했던 4Q23 요율 수준을 감안하면 선방(-7.2% QoQ)할 것으로 보인다. 기말 환율이 상승했지만 외화환산손실은 과거 대비 축소될 전망이다. 외화 부채가 감소 속에 달러 순부채의 비중이 낮아졌기 때문이다.

## 호의적인 수급 환경에 다가오는 M&amp;A 모멘텀

동사는 2024년 B787 9~10대를 도입하는 등 장거리용 항공기 위주의 기재 확대가 이어진다. 티웨이항공으로 투입되는 A330 기단(5대)을 대체할 전망이다. 다만, 최근 보잉의 인도 지연의 영향으로 787의 본격 도입은 하반기부터 가능할 것이다. 당분간 호의적인 수급을 기대할 수 있다.

대한항공의 아시아나항공 인수도 빠르면 상반기 안에 결론이 날 것으로 예상된다. 유럽에 이어 일본, 미주 노선의 경쟁 제한이 완화될 전망이고 아시아나항공의 화물 사업부의 매각 절차 역시 진행중이다.

## 목표주가 30,000원 및 매수 의견 유지

동사에 대한 목표주가 30,000원(PBR 1.0배) 및 매수 의견을 유지한다. 현재 주가는 PBR 0.75배로 과거 5개년 밴드 상 저점에 가깝다. 화물 시장 운임 회복지연을 반영한 것으로 보인다. 하지만, 중국의 이커머스 물량을 바탕으로 비교적 고운임을 유지하고 있어 우려는 과도하다. 여객기 공급 지연으로 여객 단가의 하락 역시 제한적이다. M&A 불확실성 제거 시 주가 반등을 기대할 수 있다.

| 결산기 (12월)  | 2022   | 2023   | 2024F  | 2025F  | 2026F  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 (십억원)  | 14,096 | 16,112 | 18,630 | 19,135 | 20,232 |
| 영업이익 (십억원) | 2,831  | 1,790  | 1,837  | 1,680  | 1,928  |
| 영업이익률 (%)  | 20.1   | 11.1   | 9.9    | 8.8    | 9.5    |
| 순이익 (십억원)  | 1,728  | 1,061  | 1,036  | 1,020  | 1,384  |
| EPS (원)    | 4,798  | 2,873  | 2,804  | 2,760  | 3,748  |
| ROE (%)    | 22.0   | 11.5   | 10.2   | 8.9    | 10.8   |
| P/E (배)    | 4.8    | 8.3    | 7.6    | 7.7    | 5.7    |
| P/B (배)    | 0.9    | 0.9    | 0.7    | 0.7    | 0.6    |
| 배당수익률 (%)  | 3.3    | 3.1    | 3.5    | 3.5    | 3.5    |

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 1Q24 실적 비교표 (십억원, %, %p)

|           | 1Q23  | 4Q23P | 1Q24F  |       | 성장률  |       |
|-----------|-------|-------|--------|-------|------|-------|
|           |       |       | 미래에셋증권 | 컨센서스  | YoY  | QoQ   |
| 매출액       | 3,592 | 4,393 | 4,239  | 4,296 | 18.0 | -3.5  |
| 영업이익      | 486   | 284   | 509    | 512   | 4.8  | 79.1  |
| 영업이익률 (%) | 13.5  | 6.5   | 12.0   | 11.9  | -1.5 | 5.5   |
| 세전이익      | 365   | 145   | 350    | 520   | -4.2 | 140.7 |
| 순이익       | 234   | 66    | 240    | 357   | 2.5  | 262.3 |

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     | 18,162 | 19,004 | 18,630 | 19,135 | 2.6  | 0.7  | 여객 단가 조정       |
| 영업이익    | 1,535  | 1,676  | 1,837  | 1,680  | 19.7 | 0.3  | 여객 단가, 국제여객 수요 |
| 세전이익    | 1,202  | 1,475  | 1,512  | 1,491  | 25.8 | 1.1  | 금융손익           |
| 순이익     | 843    | 1,035  | 1,036  | 1,020  | 22.8 | -1.5 |                |
| EPS (원) | 2,283  | 2,802  | 2,804  | 2,760  | 22.8 | -1.5 |                |

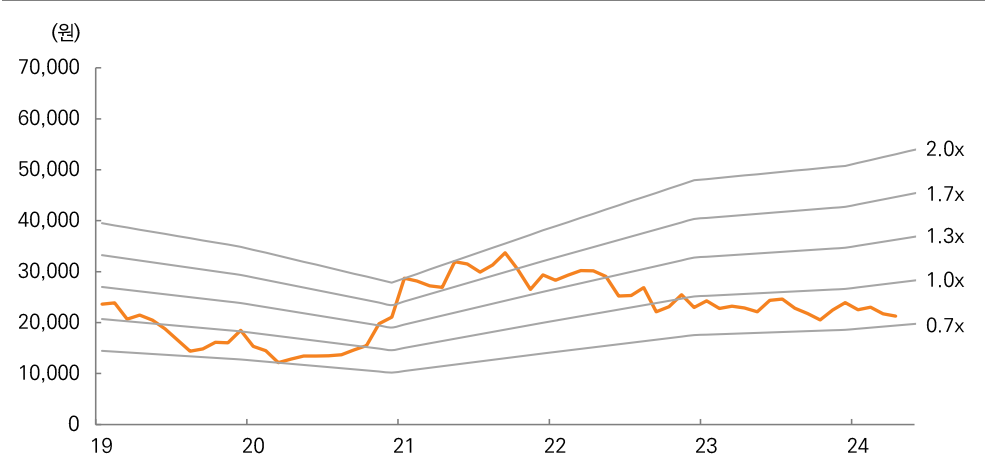
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 분기별 실적 추이 및 전망 (십억원)

|                  | 1Q23  | 2Q23  | 3Q23  | 4Q23P | 1Q24F | 2Q24F | 3Q24F | 4Q24F | 2023P  | 2024F  | 2025F  |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 매출액              | 3,592 | 3,877 | 4,249 | 4,393 | 4,239 | 4,514 | 5,008 | 4,870 | 16,112 | 18,630 | 19,135 |
| 영업이익             | 486   | 477   | 543   | 284   | 509   | 394   | 476   | 457   | 1,790  | 1,837  | 1,680  |
| 세전이익             | 365   | 489   | 577   | 145   | 350   | 329   | 424   | 410   | 1,576  | 1,512  | 1,491  |
| 순이익(지배)          | 234   | 354   | 407   | 66    | 240   | 227   | 290   | 278   | 1,061  | 1,036  | 1,020  |
| 영업이익률 (%)        | 13.5  | 12.3  | 12.8  | 6.5   | 12.0  | 8.7   | 9.5   | 9.4   | 11.1   | 9.9    | 8.8    |
| 세전순이익률 (%)       | 10.2  | 12.6  | 13.6  | 3.3   | 8.2   | 7.3   | 8.5   | 8.4   | 9.8    | 8.1    | 7.8    |
| 순이익률 (지배, %)     | 7.0   | 9.3   | 9.9   | 2.2   | 5.8   | 5.2   | 6.0   | 5.9   | 6.6    | 5.6    | 5.3    |
| 국제여객 RPK 증감률(%)  | 485.2 | 195.4 | 85.6  | 56.3  | 34.8  | 17.3  | 18.7  | 9.7   | 125.4  | 19.1   | -1.4   |
| 국제여객 L/F(%)      | 82.3  | 83.8  | 85.2  | 84.9  | 83.0  | 82.0  | 84.3  | 81.2  | 84.2   | 82.6   | 79.1   |
| 국제화물 RFTK 증감률(%) | -21.6 | -18.7 | -7.0  | 0.3   | 3.5   | 7.1   | 3.8   | 5.1   | -12.3  | 4.9    | 3.0    |
| 국제화물 L/F(%)      | 73.5  | 70.2  | 70.8  | 72.5  | 72.0  | 73.0  | 72.0  | 74.0  | 71.7   | 72.8   | 72.8   |

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

그림 1. PBR 밴드차트



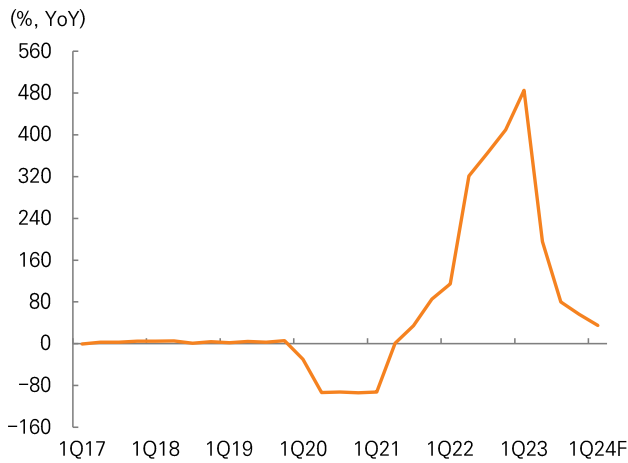
자료: Quantivise, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 운영 항공기 기단 (대)

| 구분    | 기종           | 대한항공 | 아시아나항공 | 합산  |
|-------|--------------|------|--------|-----|
| 중대형기  | A380         | 10   | 6      | 16  |
|       | A330         | 27   | 15     | 42  |
|       | B7470400     | -    | -      | -   |
|       | B747-8I      | 9    | -      | 9   |
|       | B747         | -    | 1      | 1   |
|       | B767         | -    | 1      | 1   |
|       | A350         | -    | 15     | 15  |
|       | B777         | 37   | 9      | 46  |
|       | B787-9       | 12   | -      | 12  |
| 소형기   | A320/321     | -    | 14     | 14  |
|       | A321NEO      | 9    | 9      | 18  |
|       | B737-800/900 | 17   | -      | 17  |
|       | A220 (CS300) | 10   | -      | 10  |
|       | B737-8       | 5    | -      | 5   |
| 여객기 계 |              | 136  | 70     | 206 |
| 화물기   | B747F        | 4    | 10     | 14  |
|       | B767F        | -    | 1      | 1   |
|       | A350F        | -    | -      | -   |
|       | B747-8F      | 7    | -      | 7   |
|       | B777F        | 12   | -      | 12  |
|       | A330F        | -    | -      | -   |
| 화물기 계 |              | 23   | 11     | 34  |
| 총계    |              | 159  | 81     | 240 |

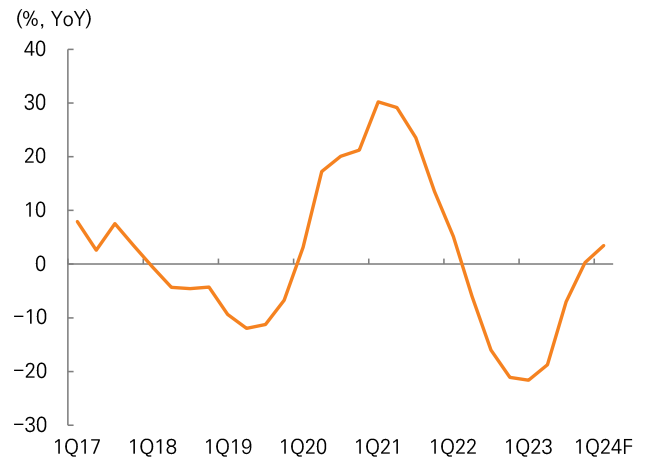
자료: 회사자료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 대한항공 국제여객 수송 증감률



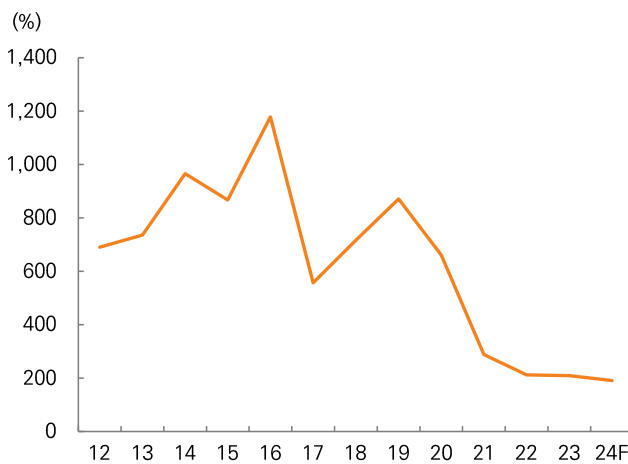
자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 대한항공 화물 수송 증감률



자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 대한항공 부채비율 추이



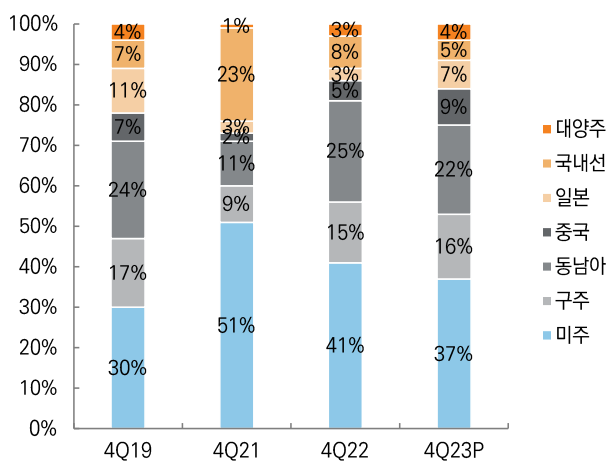
자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 항공유 가격



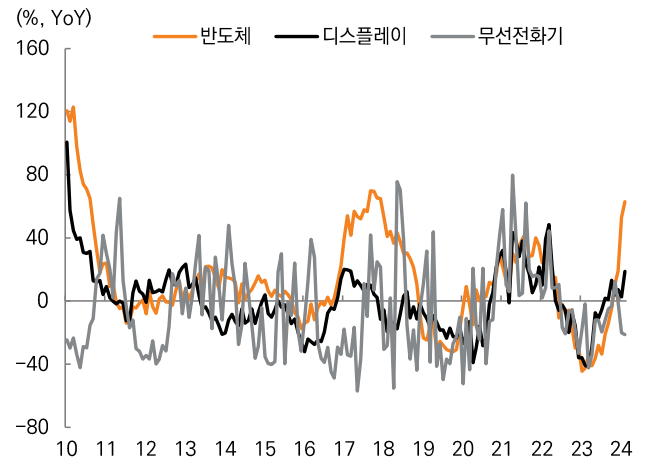
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

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 | 18,630 | 19,135 | 20,232 |
| 매출원가            | 12,850 | 15,424 | 16,042 | 16,768 |
| 매출총이익           | 3,262  | 3,206  | 3,093  | 3,464  |
| 판매비와관리비         | 1,471  | 1,369  | 1,413  | 1,536  |
| 조정영업이익          | 1,790  | 1,837  | 1,680  | 1,928  |
| 영업이익            | 1,790  | 1,837  | 1,680  | 1,928  |
| 비영업손익           | -214   | -325   | -189   | 96     |
| 금융손익            | -230   | -150   | -75    | 190    |
| 관계기업등 투자손익      | 0      | 0      | 0      | 20     |
| 세전계속사업손익        | 1,576  | 1,512  | 1,491  | 2,024  |
| 계속사업법인세비용       | 447    | 445    | 440    | 597    |
| 계속사업이익          | 1,129  | 1,068  | 1,051  | 1,427  |
| 중단사업이익          | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 당기순이익           | 1,129  | 1,068  | 1,051  | 1,427  |
| 지배주주            | 1,061  | 1,036  | 1,020  | 1,384  |
| 비지배주주           | 68     | 32     | 32     | 43     |
| 총포괄이익           | 866    | 1,068  | 1,051  | 1,427  |
| 지배주주            | 815    | 1,191  | 1,173  | 1,592  |
| 비지배주주           | 51     | -123   | -122   | -165   |
| EBITDA          | 3,513  | 3,500  | 3,497  | 3,916  |
| FCF             | 2,184  | 2,758  | 1,930  | 2,250  |
| EBITDA 마진율 (%)  | 21.8   | 18.8   | 18.3   | 19.4   |
| 영업이익률 (%)       | 11.1   | 9.9    | 8.8    | 9.5    |
| 지배주주귀속 순이익률 (%) | 6.6    | 5.6    | 5.3    | 6.8    |

## 예상 재무상태표 (요약)

| (십억원)       | 2023   | 2024F  | 2025F  | 2026F  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산        | 8,595  | 10,945 | 12,381 | 14,401 |
| 현금 및 현금성자산  | 623    | 2,156  | 3,193  | 4,615  |
| 매출채권 및 기타채권 | 973    | 1,079  | 1,127  | 1,201  |
| 재고자산        | 854    | 946    | 989    | 1,053  |
| 기타유동자산      | 6,145  | 6,764  | 7,072  | 7,532  |
| 비유동자산       | 21,797 | 21,526 | 21,520 | 21,548 |
| 관계기업투자등     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 유형자산        | 18,175 | 17,935 | 17,963 | 18,015 |
| 무형자산        | 824    | 771    | 725    | 686    |
| 자산총계        | 30,392 | 32,471 | 33,901 | 35,950 |
| 유동부채        | 9,410  | 10,025 | 10,309 | 10,737 |
| 매입채무 및 기타채무 | 365    | 405    | 423    | 451    |
| 단기금융부채      | 3,758  | 3,760  | 3,760  | 3,762  |
| 기타유동부채      | 5,287  | 5,860  | 6,126  | 6,524  |
| 비유동부채       | 11,167 | 11,310 | 11,223 | 11,236 |
| 장기금융부채      | 7,217  | 6,932  | 6,647  | 6,362  |
| 기타비유동부채     | 3,950  | 4,378  | 4,576  | 4,874  |
| 부채총계        | 20,577 | 21,334 | 21,532 | 21,974 |
| 지배주주지분      | 9,526  | 10,816 | 12,015 | 13,580 |
| 자본금         | 1,847  | 1,957  | 2,067  | 2,177  |
| 자본잉여금       | 4,145  | 4,493  | 4,841  | 5,188  |
| 이익잉여금       | 2,592  | 3,351  | 4,093  | 5,200  |
| 비지배주주지분     | 289    | 321    | 353    | 396    |
| 자본총계        | 9,815  | 11,137 | 12,368 | 13,976 |

## 예상 현금흐름표 (요약)

| (십억원)               | 2023   | 2024F  | 2025F  | 2026F  |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|
| 영업활동으로 인한 현금흐름      | 4,092  | 4,128  | 3,730  | 4,250  |
| 당기순이익               | 1,129  | 1,068  | 1,051  | 1,427  |
| 비현금수익비용가감           | 2,652  | 2,357  | 2,331  | 2,374  |
| 유형자산감가상각비           | 1,666  | 1,610  | 1,771  | 1,948  |
| 무형자산상각비             | 57     | 53     | 46     | 39     |
| 기타                  | 929    | 694    | 514    | 387    |
| 영업활동으로 인한 자산및부채의 변동 | 969    | 785    | 364    | 547    |
| 매출채권 및 기타채권의 감소(증가) | 90     | -100   | -47    | -70    |
| 재고자산 감소(증가)         | -118   | -93    | -43    | -64    |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | 88     | 26     | 12     | 18     |
| 법인세납부               | -948   | -445   | -440   | -597   |
| 투자활동으로 인한 현금흐름      | -2,410 | -2,055 | -2,090 | -2,437 |
| 유형자산처분(취득)          | -1,901 | -1,370 | -1,800 | -2,000 |
| 무형자산감소(증가)          | -8     | 0      | 0      | 0      |
| 장단기금융자산의 감소(증가)     | -582   | -584   | -290   | -437   |
| 기타투자활동              | 81     | -101   | 0      | 0      |
| 재무활동으로 인한 현금흐름      | -2,085 | -614   | -601   | -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   | -498   | -308   |
| 현금의 증가              | -434   | 1,533  | 1,038  | 1,422  |
| 기초현금                | 1,057  | 623    | 2,156  | 3,193  |
| 기말현금                | 623    | 2,156  | 3,193  | 4,615  |

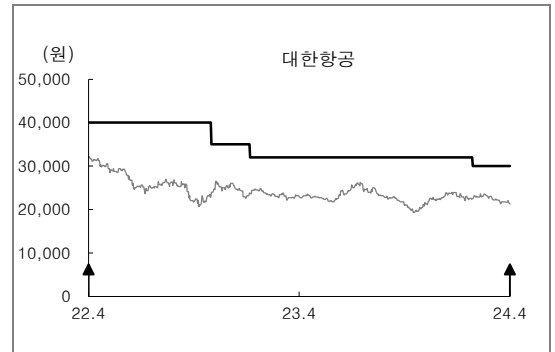
자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

|                 | 2023   | 2024F  | 2025F  | 2026F  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| P/E (x)         | 8.3    | 7.6    | 7.7    | 5.7    |
| P/CF (x)        | 2.3    | 2.3    | 2.3    | 2.1    |
| P/B (x)         | 0.9    | 0.7    | 0.7    | 0.6    |
| EV/EBITDA (x)   | 3.9    | 3.0    | 2.6    | 1.8    |
| EPS (원)         | 2,873  | 2,804  | 2,760  | 3,748  |
| CFPS (원)        | 10,238 | 9,274  | 9,157  | 10,291 |
| BPS (원)         | 25,793 | 29,284 | 32,534 | 36,771 |
| DPS (원)         | 750    | 750    | 750    | 750    |
| 배당성향 (%)        | 24.5   | 25.9   | 26.3   | 19.4   |
| 배당수익률 (%)       | 3.1    | 3.5    | 3.5    | 3.5    |
| 매출액증가율 (%)      | 14.3   | 15.6   | 2.7    | 5.7    |
| EBITDA증가율 (%)   | -21.6  | -0.4   | -0.1   | 12.0   |
| 조정영업이익증가율 (%)   | -36.8  | 2.6    | -8.5   | 14.8   |
| EPS증가율 (%)      | -40.1  | -2.4   | -1.6   | 35.8   |
| 매출채권 회전율 (회)    | 17.1   | 19.1   | 18.2   | 18.2   |
| 재고자산 회전율 (회)    | 20.3   | 20.7   | 19.8   | 19.8   |
| 매입채무 회전율 (회)    | 51.9   | 60.9   | 58.9   | 58.3   |
| ROA (%)         | 3.8    | 3.4    | 3.2    | 4.1    |
| ROE (%)         | 11.5   | 10.2   | 8.9    | 10.8   |
| ROIC (%)        | 7.7    | 7.9    | 7.4    | 8.6    |
| 부채비율 (%)        | 209.6  | 191.6  | 174.1  | 157.2  |
| 유동비율 (%)        | 91.3   | 109.2  | 120.1  | 134.1  |
| 순차입금/자기자본 (%)   | 48.3   | 21.2   | 6.1    | -9.8   |
| 조정영업이익/금융비용 (x) | 3.4    | 3.6    | 3.4    | 6.3    |

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   |
|--------|-----------------|--------|------|
| 88.55% | 6.63%           | 4.22%  | 0.6% |

\* 2023년 12월 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.