



# 대한항공 (003490)

합병 전이든, 후든 Top Pick

▶ Analyst 박수영 suyong.park.0202@hanwha.com 02-3772-7634

**Buy (유지)**

목표주가(상향): 32,000원

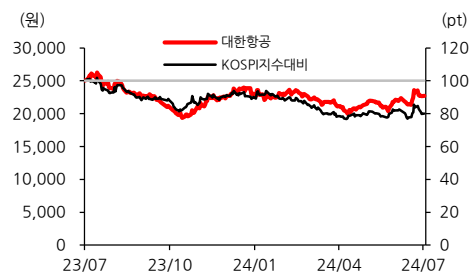
현재 주가(7/8)	22,700 원
상승여력	▲41%
시가총액	83,586 억원
발행주식수	368,221 천주
52 주 최고가 / 최저가	26,250 / 19,350 원
90 일 일평균 거래대금	189.16 억원
외국인 지분율	16.6%
주주 구성	
한진칼 (외 28 인)	30.4%
국민연금공단 (외 1 인)	7.3%
대한항공우리스주 (외 1 인)	4.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	2.5	7.3	0.0	-9.4
상대수익률(KOSPI)	-2.5	2.2	-11.3	-22.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	14,096	16,112	17,040	16,707
영업이익	2,831	1,790	2,000	1,729
EBITDA	4,480	3,513	3,703	3,363
지배주주순이익	1,728	1,061	1,060	1,034
EPS	4,691	2,879	2,877	2,805
순차입금	5,102	4,736	4,066	2,271
PER	4.9	8.3	7.9	8.1
PBR	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	3.0	3.9	3.4	3.2
배당수익률	3.3	3.1	3.3	3.3
ROE	22.0	11.5	10.7	9.7

## 주가 추이



대한항공의 2분기 실적은 시장 기대치를 상회한 것으로 추정됩니다. 업종 내에서 올해 연간 증익이 가능한 유일한 회사입니다. 합병이라는 호재까지 보지 않더라도 개선된 영업 전략, 이익 체력이 돋보입니다. Top Pick 으로 제시, 목표주가를 32,000 원으로 상향합니다.

## 2Q24 Preview: 여객도 화물도 모두 선방

우리는 동사의 지난 2분기 별도 기준 매출액과 영업이익을 각각 3조 7,765억원, 5,073억원(연결 매출액 4조 1,071억원, 영업이익 5,124억원)으로 추정한다. 여객은 경우 통상 2분기는 1분기보다 비수기임에도 불구하고, 운임의 방어가 잘 됐다. 국제선 기준 1분기 평균 yield는 124.2원/RPK였는데, 2분기 평균 운임 수준도 약 121원/RPK로 추정된다. 비수기임에도 불구하고, 2019년보다 강한 미주 노선 수요 및 매분기 개선되는 중국 노선 L/F 등이 운임의 견조한 흐름을 지지했다. 한편, 중국발 전자 상거래 물량 강세에 따라 화물 운임도 QoQ 약 5% 상승한 483원/FTK를 기록한 것으로 추정된다.

## 합병 전이든, 후든 Top Pick

동사는 업종 내 기업들 중 올해 기준 연간 증익의 가시성이 가장 높은 회사다. LCC의 경우 엔데믹 직후에 한정해 실적 턴어라운드가 강하게 나왔다면, 동사는 팬데믹 기간 화물 영업 호조 덕에 개선된 재무구조나 이익 체력이 꾸준히 빛나고 있다. 여객의 경우 노선 불문 강력한 프리미엄 수요나 상용 수요 타겟팅을 통한 수익성 제고 전략으로 강한 운임 방어력을 보여준다. 화물에서도 중국발 이커머스 물량이나 시즌성 신선화물 유치로 호실적을 이어가고 있다. **합병까지 생각하지 않아도 업종 내 Top Pick이다.** 굳이, 미국 경쟁당국의 합병 승인 이후를 고려한다면 내용은 더 좋다. 와닿지 않는다면, 소비자 입장에서 일본의 ANA-JAL의 합병 혹은 미국의 Delta Airlines-United Airlines의 합병을 생각해보면 될 것 같다. 차 떼고 포 떼는 것 같지만 장기적으로 동사의 영업력은 더욱 상승할 수밖에 없다. 한편, 미국 경쟁당국의 승인 시점의 윤곽이 조금 더 뚜렷해졌을 때 재무제표는 반영할 예정이다.

종전 추정치 대비 yield 등을 상향 조정했으며, 적용 EV/EBITDA 배수도 4.3배(미국 FSC 평균 멀티플)로 상향했다. **목표주가 32,000원을 제시한다.**

[표1] 대한항공 EV/EBITDA Valuation

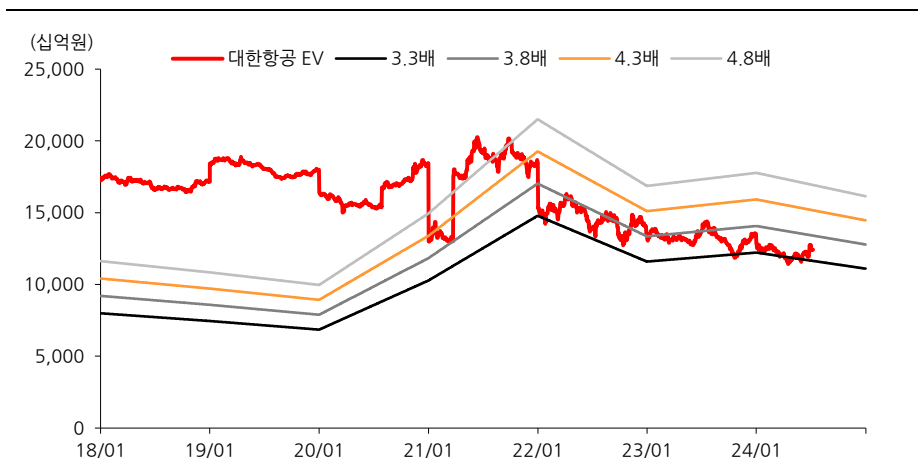
(단위: 십억원, 천주, 원, %, 배)

EV/EBITDA Valuation		2024E	2025E	12mth fwd
EBITDA	E	3,703	3,363	3,505
Target EV/EBITDA	r			4.3
적정 EV	$EV=E*r$			15,096
신종자본증권				0
순차입금	ND	4,066	2,271	3,019
우선주시가총액		30	30	30
보통주 적정 시가총액	$C=EV-B-ND$			12,048
보통주발행주식수(천주)	s	368,221	368,221	368,221
적정주가	$p=C/s$			32,718
최종 목표주가				32,000
현재주가				22,700
상승여력				41.0%

주: 7/8일 종가 기준

자료: 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림1] 대한항공 12mth Fwd EV/EBITDA 밴드 차트



자료: Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터 추정

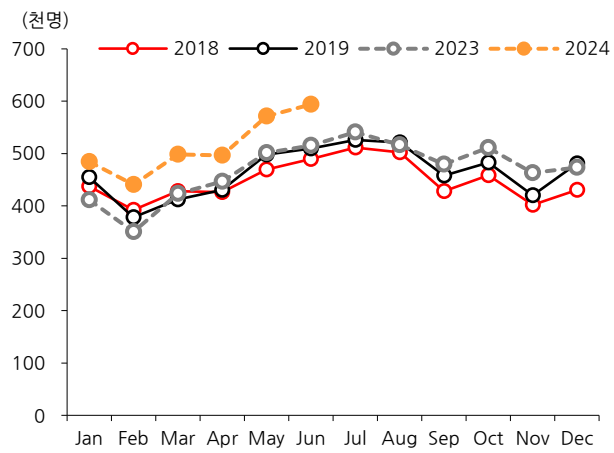
[표2] 대한항공 실적 추정치 비교

(단위: 십억원, %)

2Q24E	한화추정치	컨센서스	차이(% , %p)	2024E	한화추정치	컨센서스	차이(% , %p)
매출액	4,107.1	4,419.1	-7.1	매출액	17,039.7	18,062.2	-5.7
영업이익	512.4	460.8	11.2	영업이익	2,000.2	2,009.5	-0.5
영업이익률(%)	12.5	10.4	2.0	영업이익률(%)	11.7	11.1	0.6

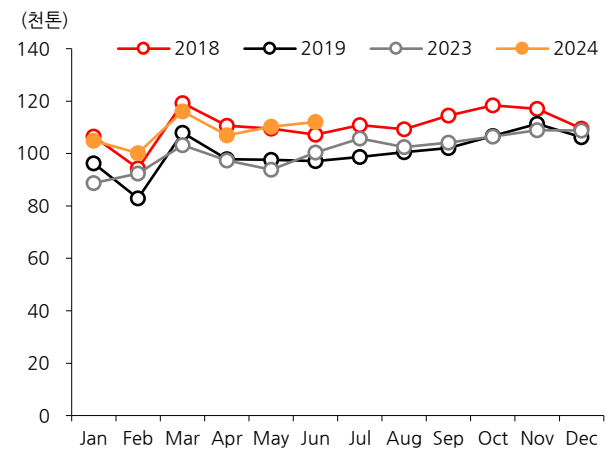
자료: Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림2] 미주노선 월별 수송 실적



자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 대한항공 월별 화물 수송 실적



자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 대한항공 세부 영업 실적 전망

(단위: 십억 원, %)

영업실적 및 사업량	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E
매출액	12,018	7,405	8,753	13,413	14,575	15,509	15,268	3,196	3,535	3,864	3,980	3,823	3,777	3,991	3,918
국내선	486	243	269	464	479	437	419	111	128	123	118	104	114	114	105
ASK(mn)	3,316	2,152	2,523	2,925	2,724	2,787	2,806	662	709	697	656	629	735	736	687
RPK(mn)	2,713	1,530	1,897	2,479	2,358	2,379	2,396	573	623	600	562	531	628	626	594
L/F(%)	81.8	71.1	75.2	84.8	86.6	85.4	85.4	86.6	87.9	86.1	85.7	84.4	85.5	85.0	86.5
Yield(원/RPK)	179.2	158.9	141.7	187.0	203.0	183.7	174.9	193.1	205.1	204.6	209.1	196.8	181.3	182.0	176.4
국제선	7,281	1,762	815	3,890	8,535	8,805	8,599	1,667	2,093	2,436	2,339	2,238	2,115	2,278	2,174
ASK(mn)	97,792	32,708	20,997	39,449	78,053	89,643	93,476	16,034	19,351	21,067	21,601	21,631	20,778	23,229	24,005
RPK(mn)	80,559	17,549	6,737	29,142	65,695	75,411	79,181	13,191	16,223	17,950	18,331	18,022	17,480	19,745	20,164
L/F(%)	82.4	53.7	32.1	73.9	84.2	84.1	84.7	82.3	83.8	85.2	84.9	83.3	84.1	85.0	84.0
Yield(원/RPK)	90.4	100.4	121.0	133.5	129.9	116.8	108.6	126.4	129.0	135.7	127.6	124.2	121.0	115.4	107.8
화물	2,557	4,251	6,695	7,724	4,030	4,351	4,303	1,049	964	915	1,102	997	1,086	1,113	1,155
AFTK(mn)	10,480	10,741	12,587	12,004	11,757	12,339	12,924	2,744	2,935	3,022	3,056	2,999	3,015	3,060	3,266
FTK(mn)	7,482	8,649	10,682	9,616	8,431	9,205	9,665	2,016	2,060	2,139	2,216	2,165	2,247	2,310	2,482
L/F(%)	71.4	80.5	84.9	80.1	71.7	74.6	74.8	73.5	70.2	70.8	72.5	72.2	74.5	75.5	76.0
Yield(원/RPK)	341.8	491.5	626.7	803.3	478.0	472.7	445.2	520.1	467.8	427.9	497.3	460.3	483.1	481.9	465.5
기타	1,693	1,149	975	1,335	1,532	1,915	1,947	370	351	390	421	484	462	486	484
영업비용	11,813	7,167	7,289	10,529	12,988	13,655	13,611	2,781	3,067	3,343	3,796	3,386	3,269	3,447	3,552
연료유류비	3,183	1,247	1,800	4,008	4,457	4,542	4,240	1,005	981	1,170	1,302	1,168	1,072	1,137	1,165
항공유단가(\$/bbl)	80.4	54.0	77.8	126.0	105.0	99.8	95.6	107.7	92.0	112.6	107.8	102.6	97.1	99.9	99.7
항공유사용량(kbb)	32,746	19,991	19,421	21,891	29,567	33,276	34,861	6,462	7,020	8,156	7,929	7,941	7,952	8,504	8,879
인건비	2,122	1,647	1,693	2,099	2,587	2,653	2,878	513	602	622	851	632	632	663	726
영업이익	205	238	1,464	2,884	1,587	1,854	1,657	415.0	468.0	520	184	436	507	544	366
영업이익률(%)	1.7	3.2	16.7	21.5	10.9	12.0	10.9	13.0	13.2	13.5	4.6	11.4	13.4	13.6	9.3

자료: 대한항공, 한화투자증권 리서치센터 추정

## [ 재무제표 ]

## 손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	9,017	14,096	16,112	17,040	16,707
매출총이익	2,105	3,851	3,261	3,647	3,559
영업이익	1,418	2,831	1,790	2,000	1,729
EBITDA	3,113	4,480	3,513	3,703	3,363
순이자손익	-315	-239	-224	-232	-197
외화관련손익	-385	-262	-38	72	43
지분법손익	0	-1	0	0	0
세전계속사업손익	843	2,562	1,576	1,532	1,470
당기순이익	579	1,730	1,129	1,138	1,092
지배주주순이익	578	1,728	1,061	1,060	1,034
증가율(%)					
매출액	-23.9	56.3	14.3	5.8	-2.0
영업이익	흑전	99.6	-36.8	11.7	-13.5
EBITDA	89.5	43.9	-21.6	5.4	-9.2
순이익	흑전	198.8	-34.7	0.8	-4.1
이익률(%)					
매출총이익률	23.3	27.3	20.2	21.4	21.3
영업이익률	15.7	20.1	11.1	11.7	10.4
EBITDA 이익률	34.5	31.8	21.8	21.7	20.1
세전이익률	9.4	18.2	9.8	9.0	8.8
순이익률	6.4	12.3	7.0	6.7	6.5

## 현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	3,514	5,572	4,092	2,687	3,109
당기순이익	579	1,730	1,129	1,138	1,092
자산상각비	1,695	1,650	1,723	1,702	1,634
운전자본증감	48	1,019	969	-655	239
매출채권 감소(증가)	-305	28	90	-153	-40
재고자산 감소(증가)	-38	-124	-118	-2	-26
매입채무 증가(감소)	43	194	88	-4	56
투자현금흐름	-2,445	-2,976	-2,410	-1,617	-1,099
유형자산처분(취득)	-304	-725	-1,901	-1,329	-993
무형자산 감소(증가)	-5	-2	-8	-12	-13
투자자산 감소(증가)	-2,402	-1,971	-532	-242	0
재무현금흐름	-1,211	-2,698	-2,085	-1,267	-565
차입금의 증가(감소)	-2,945	-2,277	-1,201	-1,120	-288
자본의 증가(감소)	2,535	-5	-282	-277	-277
배당금의 지급	-18	-5	-282	-277	-277
총현금흐름	3,409	4,804	3,781	3,285	2,870
(-)운전자본증가(감소)	-624	-2,065	-529	418	-239
(-)설비투자	343	762	1,909	1,352	993
(+)자산매각	34	35	-1	11	-13
Free Cash Flow	3,724	6,143	2,401	1,526	2,103
(-)기타투자	310	1,325	-472	271	93
잉여현금	3,414	4,818	2,873	1,255	2,010
NOPLAT	973	1,911	1,283	1,486	1,285
(+) Dep	1,695	1,650	1,723	1,702	1,634
(-)운전자본투자	-624	-2,065	-529	418	-239
(-)Capex	343	762	1,909	1,352	993
OpFCF	2,950	4,864	1,627	1,418	2,165

주: IFRS 연결 기준

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	6,641	8,091	8,595	8,958	10,484
현금성자산	4,261	6,043	6,238	6,416	7,861
매출채권	1,127	1,143	1,138	1,307	1,346
재고자산	597	730	854	852	878
비유동자산	20,031	20,907	21,797	21,185	20,650
투자자산	2,841	2,954	2,798	2,291	2,384
유형자산	16,914	17,079	18,175	18,098	17,489
무형자산	276	874	824	797	778
자산총계	26,672	28,998	30,392	30,144	31,134
유동부채	8,445	8,475	9,410	9,345	8,401
매입채무	949	1,393	1,814	1,831	1,886
유동성이자부채	5,365	3,662	3,758	3,926	2,662
비유동부채	11,361	11,230	11,167	10,170	11,348
비유동이자부채	7,151	7,483	7,217	6,557	7,471
부채총계	19,806	19,705	20,577	19,515	19,749
자본금	1,745	1,847	1,847	1,847	1,847
자본잉여금	3,948	4,146	4,145	4,145	4,145
이익잉여금	110	2,054	2,592	3,375	4,132
자본조정	951	948	942	942	942
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	6,866	9,292	9,815	10,629	11,385

## 주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	1,661	4,691	2,879	2,877	2,805
BPS	19,356	24,353	25,793	27,913	29,961
DPS	0	750	750	750	750
CFPS	9,770	13,007	10,238	8,895	7,771
ROA(%)	2.2	6.2	3.6	3.5	3.4
ROE(%)	11.6	22.0	11.5	10.7	9.7
ROIC(%)	6.3	13.5	9.2	10.4	9.1
Multiples(x, %)					
PER	17.7	4.9	8.3	7.9	8.1
PBR	1.5	0.9	0.9	0.8	0.8
PSR	1.1	0.6	0.5	0.5	0.5
PCR	3.0	1.8	2.3	2.6	2.9
EV/EBITDA	5.9	3.0	3.9	3.4	3.2
배당수익률	n/a	3.3	3.1	3.3	3.3
안정성(%)					
부채비율	288.5	212.1	209.6	183.6	173.5
Net debt/Equity	120.2	54.9	48.3	38.3	19.9
Net debt/EBITDA	265.1	113.9	134.8	109.8	67.5
유동비율	78.6	95.5	91.3	95.9	124.8
이자보상배율(배)	3.6	7.1	3.4	3.8	3.5
자산구조(%)					
투하자본	67.1	60.7	60.8	62.8	57.1
현금+투자자산	32.9	39.3	39.2	37.2	42.9
자본구조(%)					
차입금	64.6	54.5	52.8	49.7	47.1
자기자본	35.4	45.5	47.2	50.3	52.9

[ Compliance Notice ]

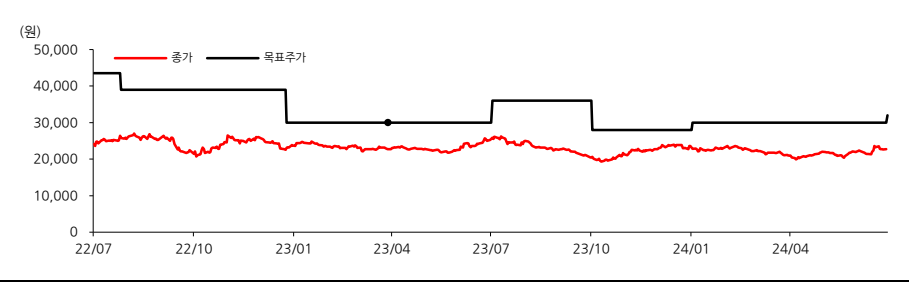
(공표일: 2024 년 07 월 09 일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (박수영)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[ 대한항공 주가와 목표주가 추이 ]



[ 투자의견 변동 내역 ]

일 시	2016.08.12	2022.08.05	2022.09.08	2022.10.21	2022.11.04	2022.12.08
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		39,000	39,000	39,000	39,000	39,000
일 시	2023.01.04	2023.02.01	2023.02.08	2023.02.28	2023.03.09	2023.04.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000
일 시	2023.06.09	2023.07.12	2023.07.20	2023.10.12	2023.11.29	2023.12.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	30,000	36,000	36,000	28,000	28,000	28,000
일 시	2024.01.12	2024.06.28	2024.07.09			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	30,000	30,000	32,000			

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.08.05	Buy	39,000	-37.14	-30.77
2023.01.04	Buy	30,000	-22.27	-14.33
2023.07.12	Buy	36,000	-34.65	-27.08
2023.10.12	Buy	28,000	-21.68	-14.29
2024.01.12	Buy	30,000	-26.73	-21.17
2024.07.09	Buy	32,000		

**[종목 투자등급]**

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~-+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

**[산업 투자의견]**

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

**[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]**

(기준일: 2024년 06월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.4%	4.6%	0.6%	100.0%