



BUY (유지)

목표주가(12M) 30,000원  
현재주가(1.16) 22,650원

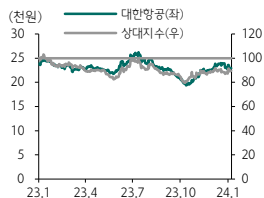
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,497.59
52주 최고/최저(원)	26,250/19,350
시가총액(십억원)	8,340.2
시가총액비중(%)	0.41
발행주식수(천주)	368,220.7
60일 평균 거래량(천주)	828.5
60일 평균 거래대금(십억원)	18.5
외국인지분율(%)	16.50
주요주주 지분율(%)	
한진칼 외 22 인	27.04
국민연금공단	7.32

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	16,006.0	17,194.0
영업이익(십억원)	1,947.0	1,797.7
순이익(십억원)	1,277.5	1,176.8
EPS(원)	3,355	3,094
BPS(원)	26,952	29,494

Stock Price



Financial Data

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	9,016.8	14,096.1	15,929.2	16,877.4
영업이익	1,418.0	2,830.6	1,896.2	1,549.8
세전이익	843.1	2,562.1	1,949.6	1,082.3
순이익	577.7	1,728.4	1,377.2	796.9
EPS	1,905	4,798	3,729	2,158
증감율	흑전	151.86	(22.28)	(42.13)
PER	15.41	4.78	6.41	10.63
PBR	1.52	0.94	0.88	0.80
EV/EBITDA	5.98	3.10	3.79	4.11
ROE	11.60	21.95	14.44	7.71
BPS	19,356	24,353	27,296	28,703
DPS	0	750	750	750



Analyst 박성룡 sbpark@hanafn.com  
RA 도승환 shdo5568@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 01월 17일 | 기업분석\_ Earnings Preview

## 대한항공 (003490)

### 4분기는 다소 아쉽겠지만 우호적인 영업환경 긍정적

#### 4분기 장거리 수요 둔화와 비용 확대로 영업이익 시장기대치 하회 전망

2023년 4분기 대한항공의 매출액과 영업이익은 각각 4.2조원(YoY +8.5%, QoQ -0.9%)과 3,904억원(YoY -24.4%, QoQ -28.1%)으로 영업이익 시장컨센서스인 4,438억원을 하회할 것으로 예상된다.

미주 노선 탑승율은 80% 후반으로 양호했지만 3분기대비로는 수요가 소폭 감소했고 구주 노선의 경우에도 11월부터 수요가 둔화되었다. 1) 대한항공의 국제선 수송(RPK)은 2019년 4분기의 89.6% 수준까지 회복했는데 2) 중국 노선을 중심으로 공급을 확대한 결과 3분기대비 국제선 공급(ASK)이 4.8%나 증가한데 반해, 기대 이하의 중국 및 장거리 노선 수요 영향으로 탑승율은 3분기(85.2%)대비 하락한 82.3%가 예상된다. 그에 반해 3) 화물의 경우 전분기대비 수송량(FTK)과 운임(Yield, Cent 기준)이 각각 +4.4%와 +11.3%를 기록하면서 화물 매출액은 1,496억원 증가할 전망이다. 하지만 4) 국제유가는 하락했지만 유류비 반영 시차와 평균 원/달러 환율 상승으로 3분기대비 유류비가 대략 10% 증가한 것으로 추정됨과 동시에 인건비(성과급, 안전장려금) 확대로 시장기대치를 하회하는 영업이익이 예상된다.

#### 1분기 화물 매출은 감소하겠으나 비용 축소로 수익성 개선 전망

12월 인천공항의 여객 수송 실적은 560만명으로 코로나19 발생 이전인 2019년 12월의 92% 수준까지 회복했는데 특히 일본 노선의 경우 2019년 12월의 185%를 기록하며 5개월 연속 역대 최대치를 경신했다. 1분기의 경우 분기말에 가까워질수록 비수기로 접어들기 때문에 대한항공의 국제선 수요는 소폭 감소할 것으로 예상되는데 항공화물의 경우에도 4분기 성수기 이후 수요 감소와 운임 하락이 전망된다. 다만 최근 홍해 지역의 긴장감 고조 영향으로 컨테이너선 운임이 단기간에 급등했는데 사태가 장기화될 경우 화물 수요 확대 및 운임 상승을 견인할 가능성도 배제할 수 없다. 동시에 1분기는 국제유가 하락이 시차를 두고 반영되어 4분기대비 대략 10% 수준의 유류비 감소가 예상된다. 종합적으로 1분기 대한항공의 영업이익은 4,444억원(YoY -8.5%, QoQ +13.8%)을 기록할 전망이다.

#### 투자의견 'BUY'와 목표주가 30,000원 유지

대한항공에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 30,000원을 유지한다. 국제선 여객 수요 회복 지속에도 불구하고, 지난해 3분기까지는 원/달러 환율 및 유가 상승 등의 대외 영업환경 악화로 대한항공의 주가가 하락세를 지속했으나 4분기 들어서는 유가를 비롯한 대외 환경이 항공사들에게 유리한 방향으로 전환되면서 수익성 개선에 대한 기대감이 확대되고 있다. 화물 수요의 경우에도 지난해 여름 바닥 확인 이후 회복 중이고 최근 컨테이너선발 긍정적인 파급 효과도 기대해 볼만하다고 판단된다.

## 4분기 장거리 수요 둔화와 비용 확대로 영업이익 시장기대치 하회 전망

4Q23 영업이익 3,904억원  
(YoY -24.4%, QoQ -28.1%)  
시장컨센서스 하회 예상

2023년 4분기 대한항공의 매출액과 영업이익은 각각 4.2조원(YoY +8.5%, QoQ -0.9%)과 3,904억원(YoY -24.4%, QoQ -28.1%)으로 영업이익 시장컨센서스인 4,438억원을 하회할 것으로 예상된다.

미주 노선 탑승율은 80% 후반으로 양호했지만 3분기대비로는 수요가 소폭 감소했고 구주 노선의 경우에도 11월부터 수요가 둔화되었다. 1) 대한항공의 국제선 수송(RPK)은 2019년 4분기의 89.6% 수준까지 회복했는데 2) 중국 노선을 중심으로 공급을 확대한 결과 3분기대비 국제선 공급(ASK)이 4.8%나 증가한데 반해, 기대 이하의 중국 노선 및 장거리 수요 영향으로 탑승율은 3분기(85.2%)대비 하락한 82.3%가 예상된다. 그에 반해 3) 화물의 경우 전분기대비 수송량(FTK)과 운임(Yield, Cent 기준)이 각각 +4.4%와 +11.3%를 기록하면서 화물 매출액은 1,496억원 증가할 전망이다. 하지만 4) 국제유가 하락에도 불구하고, 적용 시차와 분기 평균 원/달러 환율 상승으로 3분기대비 유류비가 대략 10% 증가한 것으로 추정됨과 동시에 인건비(성과급, 안전장려금) 확대로 시장기대치를 하회하는 영업이익이 예상된다.

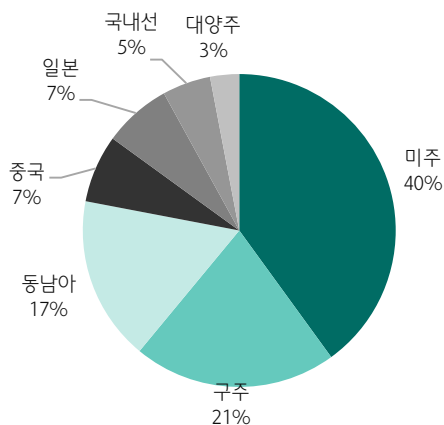
도표 1. 대한항공 실적 추이 및 전망

		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F
국제여객												
RPK	백만 Km	13,764	16,846	18,551	18,809	18,392	19,279	20,346	21,535	31,622	67,970	79,553
L/F	%	82.3	83.8	85.2	82.3	82.9	83.8	84.4	82.3	73.9	83.5	83.4
화물												
RPK	백만 Km	2,016	2,060	2,139	2,232	2,117	2,163	2,096	2,254	9,617	8,447	8,630
L/F	%	73.5	70.2	70.8	72.7	72.1	71.6	73.0	73.5	80.1	71.8	72.5
매출액	십억원	3,592.0	3,877.3	4,249.0	4,210.8	4,015.9	4,180.7	4,274.2	4,406.6	14,096.1	15,929.2	16,877.4
여객	십억원	1,777.7	2,221.0	2,558.4	2,329.0	2,290.5	2,416.6	2,580.2	2,547.1	4,353.1	8,886.1	9,834.5
화물	십억원	1,048.5	963.8	915.3	1,064.9	944.7	973.5	862.6	979.1	7,724.4	3,992.5	3,759.8
기타	십억원	765.8	692.5	775.3	816.8	780.7	790.6	831.4	880.4	2,018.6	3,050.5	3,283.1
영업이익	십억원	485.6	477.2	543.0	390.4	444.4	393.6	337.6	374.2	2,830.6	1,896.2	1,549.8
순이익	십억원	251.0	360.0	419.8	394.5	201.7	189.3	229.3	202.2	1,728.4	1,377.2	796.9
영업이익률	(%)	13.5	12.3	12.8	9.3	11.1	9.4	7.9	8.5	20.1	11.9	9.2
순이익률	(%)	7.0	9.3	9.9	9.4	5.0	4.5	5.4	4.6	12.3	8.6	4.7

주: IFRS 연결 기준

자료: 하나증권

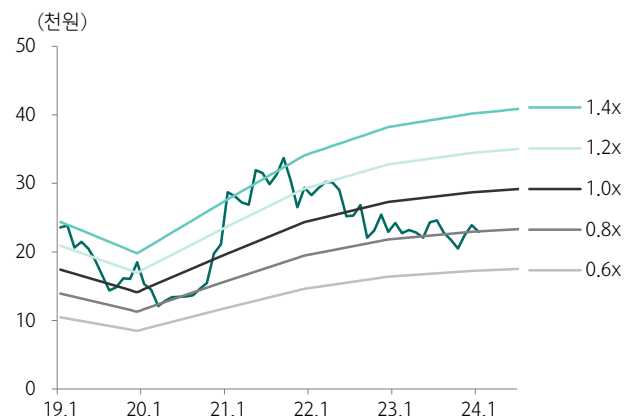
도표 2. 대한항공 여객 노선별 매출비중



주: 2023년 3분기 기준

자료: 대한항공, 하나증권

도표 3. 대한항공 PBR밴드



주: IFRS 연결 기준

자료: 하나증권

## 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	9,016.8	14,096.1	15,929.2	16,877.4	16,326.1
매출원가	6,912.0	10,245.4	12,603.6	13,895.3	13,660.0
매출총이익	2,104.8	3,850.7	3,325.6	2,982.1	2,666.1
판매비	686.8	1,020.1	1,429.4	1,432.2	1,429.9
영업이익	1,418.0	2,830.6	1,896.2	1,549.8	1,236.1
금융손익	(76.7)	(50.0)	(29.7)	(148.2)	(154.6)
중속/관계기업손익	(0.0)	0.2	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(498.2)	(218.6)	83.1	(319.3)	(272.8)
세전이익	843.1	2,562.1	1,949.6	1,082.3	808.7
법인세	264.3	832.6	524.2	259.7	194.1
계속사업이익	578.8	1,729.5	1,425.4	822.5	614.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	578.8	1,729.5	1,425.4	822.5	614.6
비지배주주지분 순이익	1.1	1.1	48.2	25.7	19.2
지배주주순이익	577.7	1,728.4	1,377.2	796.9	595.4
지배주주지분포괄이익	644.4	2,269.0	1,369.3	797.5	595.9
NOPAT	973.4	1,910.7	1,386.3	1,177.9	939.5
EBITDA	3,113.3	4,480.3	3,623.0	3,169.6	2,912.3
성장성(%)					
매출액증가율	18.48	56.33	13.00	5.95	(3.27)
NOPAT증가율	930.05	96.29	(27.45)	(15.03)	(20.24)
EBITDA증가율	49.94	43.91	(19.13)	(12.51)	(8.12)
영업이익증가율	1,221.53	99.62	(33.01)	(18.27)	(20.24)
(지배주주)순이익증가율	흑전	199.19	(20.32)	(42.14)	(25.29)
EPS증가율	흑전	151.86	(22.28)	(42.13)	(25.30)
수익성(%)					
매출총이익률	23.34	27.32	20.88	17.67	16.33
EBITDA이익률	34.53	31.78	22.74	18.78	17.84
영업이익률	15.73	20.08	11.90	9.18	7.57
계속사업이익률	6.42	12.27	8.95	4.87	3.76

투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	1,905	4,798	3,729	2,158	1,612
BPS	19,356	24,353	27,296	28,703	29,566
CFPS	11,239	13,336	10,956	7,718	7,147
EBITDAPS	10,264	12,438	9,810	8,582	7,885
SPS	29,727	39,132	43,130	45,697	44,204
DPS	0	750	750	750	750
주가지표(배)					
PER	15.41	4.78	6.41	10.63	14.24
PBR	1.52	0.94	0.88	0.80	0.78
PCFR	2.61	1.72	2.18	2.97	3.21
EV/EBITDA	5.98	3.10	3.79	4.11	4.76
PSR	0.99	0.59	0.55	0.50	0.52
재무비율(%)					
ROE	11.60	21.95	14.44	7.71	5.53
ROA	2.23	6.21	4.71	2.65	1.93
ROIC	5.57	11.51	8.26	6.90	5.31
부채비율	288.48	212.06	183.05	178.45	174.77
순부채비율	120.23	54.90	43.73	37.51	43.54
이자보상배율(배)	3.63	7.06	3.67	3.12	2.45

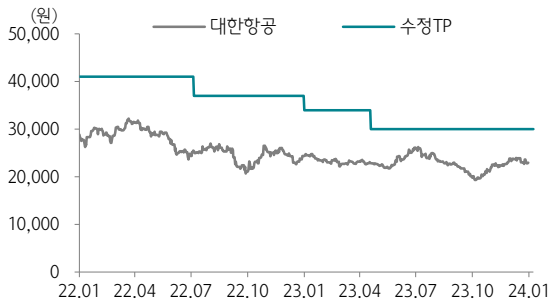
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	6,641.0	8,090.9	8,120.1	8,766.8	8,376.4
금융자산	4,261.2	6,043.4	5,897.6	6,441.0	6,132.8
현금성자산	1,185.4	1,056.9	485.4	777.3	669.7
매출채권	959.9	958.2	1,040.0	1,088.4	1,049.8
재고자산	597.1	730.1	792.4	829.2	799.9
기타유동자산	822.8	359.2	390.1	408.2	393.9
비유동자산	20,030.9	20,906.8	21,382.5	21,775.8	22,689.2
투자자산	825.8	761.1	782.6	795.7	785.3
금융자산	819.6	761.1	782.6	795.7	785.3
유형자산	16,914.1	17,079.1	17,725.3	18,155.6	19,122.8
무형자산	276.0	873.8	826.0	775.9	732.5
기타비유동자산	2,015.0	2,192.8	2,048.6	2,048.6	2,048.6
자산총계	26,671.9	28,997.7	29,502.7	30,542.6	31,065.6
유동부채	8,444.9	8,475.2	8,309.9	8,815.4	9,151.6
금융부채	5,364.8	3,661.9	3,752.3	4,052.6	4,552.3
매입채무	139.2	255.3	277.1	290.0	279.7
기타유동부채	2,940.9	4,558.0	4,280.5	4,472.8	4,319.6
비유동부채	11,361.3	11,230.1	10,769.5	10,758.6	10,607.9
금융부채	7,151.0	7,483.3	6,703.0	6,503.0	6,503.0
기타비유동부채	4,210.3	3,746.8	4,066.5	4,255.6	4,104.9
부채총계	19,806.2	19,705.2	19,079.4	19,573.9	19,759.5
지배주주지분	6,753.9	8,994.2	10,081.3	10,601.1	10,919.5
자본금	1,744.7	1,846.7	1,846.7	1,846.7	1,846.7
자본잉여금	3,948.4	4,145.6	4,145.6	4,145.6	4,145.6
자본조정	300.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
기타포괄이익누계액	650.8	948.3	942.3	942.3	942.3
이익잉여금	110.1	2,053.7	3,146.7	3,666.5	3,984.9
비지배주주지분	111.8	298.3	342.0	367.6	386.7
자본총계	6,865.7	9,292.5	10,423.3	10,968.7	11,306.2
순금융부채	8,254.6	5,101.8	4,557.7	4,114.5	4,922.5

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	3,514.2	5,572.4	3,778.3	3,266.0	2,534.8
당기순이익	578.8	1,729.5	1,425.4	822.5	614.6
조정	2,887.6	2,824.1	1,847.1	2,117.0	2,180.4
감가상각비	1,695.4	1,649.7	1,726.8	1,619.8	1,676.1
외환거래손익	426.3	309.8	145.3	0.0	0.0
지분법손익	0.0	(0.2)	0.0	0.0	0.0
기타	765.9	864.8	(25.0)	497.2	504.3
영업활동 자산부채변동	47.8	1,018.8	505.8	326.5	(260.2)
투자활동 현금흐름	(2,444.8)	(2,975.9)	(2,020.5)	(2,264.8)	(2,389.1)
투자자산감소(증가)	(206.8)	64.9	(21.6)	(13.1)	10.4
자본증가(감소)	(304.1)	(725.2)	(1,843.2)	(2,000.0)	(2,600.0)
기타	(1,933.9)	(2,315.6)	(155.7)	(251.7)	200.5
재무활동 현금흐름	(1,211.2)	(2,698.0)	(2,263.8)	(673.9)	(281.5)
금융부채증가(감소)	(3,159.5)	(1,370.6)	(690.0)	100.3	499.8
자본증가(감소)	3,297.9	299.1	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1,331.4)	(1,621.9)	(1,296.7)	(497.1)	(504.2)
배당지급	(18.2)	(4.6)	(277.1)	(277.1)	(277.1)
현금의 증감	(129.2)	(128.5)	(619.3)	291.8	(107.6)
Unlevered CFO	3,409.1	4,803.9	4,046.5	2,850.3	2,639.5
Free Cash Flow	3,171.2	4,810.7	1,931.4	1,266.0	(65.2)

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

## 대한항공



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.5.4	BUY	30,000		
23.1.16	BUY	34,000	-31.44%	-27.06%
22.7.21	BUY	37,000	-33.75%	-27.03%
22.7.5	1년 경과		-	-
21.7.5	BUY	41,000	-27.65%	-16.46%

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2024년 1월 17일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 2024년 1월 17일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

## 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(비중축소)\_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능

## 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.44%	5.09%	0.46%	100%

\* 기준일: 2024년 01월 14일