

(Analyst) 류제현 jay.ryu@miraeasset.com

MIRAE ASSET
미래에셋증권

003490 · 항공

대한항공

저평가 매력 부각 기대

(유지)

매수

목표주가

30,000원 ▼

상승여력

33.6%

현재주가(24/1/30)

22,450원

KOSPI	2,498.81	시가총액(십억원)	8,267	발행주식수(백만주)	368	외국인 보유비중(%)	16.6
-------	----------	-----------	-------	------------	-----	-------------	------

Report summary

4Q23 Review: 긍정적 여객 지표에도 보너스 지급으로 시장 기대치 하회

4Q23 동사의 별도 매출액은 3조 9,801억원(10.3% YoY)을 기록했다. 여객 노선 매출 호조(2조 4,568억원, 47.6%)가 화물 매출 부진(1조 1,021억원, -28.8% YoY)을 상쇄했다. 별도 영업이익은 1,836억원(연결 2,236억원 추정)으로 부진했다. 보너스 등 인건비 증가(20% 이상)가 예상보다 컸다.

목표주가 30,000원으로 하향하나 매수의견 유지: 여객 호조 지속과 화물 반등 기대

실적 추정 하향에 따라 목표주가를 32,000원에서 30,000원(PBR 1배 유지)으로 하향하나 매수의견은 유지한다. 2024년 초 국제 여객 선전이 지속되고 화물 역시 반등 시그널이 관찰되고 있는 점은 고무적이다. 여객기 공급 지연에 따른 수급 호조와 이커머스 화물 물량의 확대를 기대한다.

최근 저 PBR주에 대한 관심이 높아지고 있다. 동사가 의미 있는 현금 흐름과 ROE 창출이 기대되는 만큼, 동사 주가에 대한 시장의 기대 역시 커질 것으로 기대한다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	-6.1	-8.6	-7.6
상대주가	-0.2	-4.5	-9.4

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	9,017	14,096	16,088	18,162	19,004
영업이익 (십억원)	1,418	2,831	1,729	1,535	1,676
영업이익률 (%)	15.7	20.1	10.7	8.5	8.8
순이익 (십억원)	578	1,728	975	843	1,035
EPS (원)	1,905	4,798	2,639	2,283	2,802
ROE (%)	11.6	22.0	10.4	8.2	9.1
P/E (배)	15.4	4.8	9.1	9.8	8.0
P/B (배)	1.5	0.9	0.9	0.8	0.7
배당수익률 (%)	0.0	3.3	3.1	3.3	3.3

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

4Q23 Review: 화물 부진과 대규모 인건비 반영으로 기대치 하회

4Q23 동사의 별도 매출액은 3조 9,801억원(10.3% YoY)을 기록했다. 여객 노선 매출 호조(2조 4,568억원, 47.6%)가 화물 매출 부진(1조 1,021억원, -28.8% YoY)을 상쇄했다. 별도 영업이익은 1,836억원(연결 2,236억원 추정)을 기록했다. 연결 기준 시장 기대치(4,114억원)를 크게 하회했다.

국내선 매출은 공급 축소로 4.1% YoY 감소했으나, 국제 노선의 매출액은 51.7% YoY 증가했다. 수송량 증가(56.3% YoY)가 공급 증가(46.8% YoY)를 앞지르며 탑승률이 84.9%로 개선되었다. 공급 증가에도 불구하고 단가 하락은 3% YoY에 그쳤다. 화물은 당초 기대를 소폭 하회했다. 공급 증가(4.6% YoY)가 나타나면서 탑재율 하락(72.5%, -3.1%p YoY)과 단가 하락(29.1% YoY) 폭이 예상을 넘어섰다.

영업이익 부진은 비용이 크게 증가한 데 기인한다. 연료비(1조 3022억원, 12.3% YoY)에 더해 인건비가 크게 증가했다. 인건비는 별도 기준 7,100억원 수준으로 추정된다. 전년 동기비 20% 이상 상승한 것이다. 경영성과급, 인건비 인상 및 안전 장려금이 일시에 반영되었다. 만일 이를 1Q부터 배분했을 경우 영업이익은 약 3,700억원(연결 기준 4,100억원)으로 추정된다.

별도 기준 영업외에서는 4,949억원의 손실이 있었다. 외화환산차익이 크게(-3,244억원) 감소했다. 이자비용 증가 역시 지속되며 당기순이익은 2,346억원 적자 전환했다. 연결 시 손실은 이보다는 축소될 것으로 추정된다. 별도에서는 미주 법인에서의 손실이 추가 반영되었으나, 연결 시에는 상쇄되기 때문이다.

표 1. 4Q23 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	4Q22	3Q23	4Q23P			성장률	
			잠정치	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	3,880	4,249	4,370	4,325	4,302	12.6	2.8
영업이익	516	543	224	460	411	-56.7	-58.8
영업이익률 (%)	13.3	12.8	5.1	10.6	9.6	-8.2	-7.7
세전이익	646	577	-29	549	380	적전	적전
순이익	354	407	-20	386	289	적전	적전

주: K-IFRS 연결 기준, 4Q23 수치는 별도 실적을 바탕으로 추정, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 대한항공, WiseFn, 미래에셋증권 리서치센터 예상

표 2. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	23F	24F	23F	24F	23F	24F	
매출액	16,044	17,775	16,088	18,162	0.3	2.2	진에어 실적, 화물 탑재율 하락
영업이익	1,966	1,622	1,729	1,535	-12.0	-5.4	4Q23 실적 반영, 유류비 상승
세전이익	1,980	1,401	1,401	1,202	-29.2	-14.2	영업이익 하락, 금융손익
순이익	1,381	982	975	843	-29.4	-14.2	
EPS (원)	3,739	2,660	2,639	2,283	-29.4	-14.2	

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

높은 수준의 여객 운임과 화물 반등에 기대

4Q23 영업이익 자체는 예상을 크게 하회했으나, 국제 여객이 선전하고 있는 것은 고무적이다. 이에 따라 단가도 크게 하락하지 않고 있다. 향후 중국 외 전 노선의 수요가 지속적으로 회복하고, 특히 미주 등 장거리 노선에서 수요 강세가 유지되면서 실적 호조가 예상된다. 동남아, 일본 노선도 강세를 유지할 것으로 기대된다.

수요 개선에 따라 기재를 16~17기 도입할 계획이다. 중형기 4~5기, 소형기 12~13기 수준이다. 하지만, 보잉의 인도 지연이 지속되면서 공급의 증가 속도 역시 생각보다 느려질 전망이다. 이에 따라 화물 부문의 이익 감소 속도를 완화해 줄 것으로 기대된다.

화물 단가의 반등도 기대한다. 화물 운임은 연초 이후 하락세를 보인 바 있다. 하지만 해운 물류 상황이 악화되면서 수급이 재차 개선될 전망이다. 실제로 1월 마지막 주에 들어 전반적인 운임 반등이 관찰되고 있다. 최근 이커머스(전자상거래) 물량의 비중이 크게 증가하고 있는 것도 고무적이다. 이커머스 관련 화물 수익의 비중은 19년 4%에서 2023년(11월 누계)에 13%로 증가한 상황이다. 고성장하고 있는 시장인 만큼, 화물 부문의 계절성을 완화해 줄 것으로 기대한다.

표 3. 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	2022	2023F	2024F
매출액	2,884	3,421	3,911	3,880	3,592	3,877	4,249	4,370	14,096	16,088	18,162
영업이익	773	740	801	516	486	477	543	223.6	2,831	1,729	1,535
세전이익	735	622	559	646	365	489	577	-29	2,562	1,401	1,202
순이익(지배)	533	448	394	354	234	354	407	-20	1,728	975	843
영업이익률 (%)	26.8	21.6	20.5	13.3	13.5	12.3	12.8	5.1	20.1	10.7	8.5
세전순이익률 (%)	25.5	18.2	14.3	16.7	10.2	12.6	13.6	-0.7	18.2	8.7	6.6
순이익률 (지배, %)	18.4	13.1	9.6	9.7	7.0	9.3	9.9	-0.5	12.3	6.1	4.6
국제여객 RPK 증감률(%)	114.7	321.2	364.5	409.6	485.2	195.4	85.6	56.3	332.6	125.4	13.9
국제여객 L/F(%)	39.8	79.1	79.8	79.7	82.3	83.8	85.2	84.9	73.9	84.2	79.1
국제화물 RFTK 증감률(%)	5.2	-6.0	-16.0	-21.1	-21.6	-18.7	-7.0	0.3	-10.0	-12.3	4.3
국제화물 L/F(%)	83.0	82.7	78.8	75.6	73.5	70.2	70.8	72.5	80.1	71.7	72.8

주: K-IFRS 연결 기준, 4Q23 수치는 별도 실적을 바탕으로 추정, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

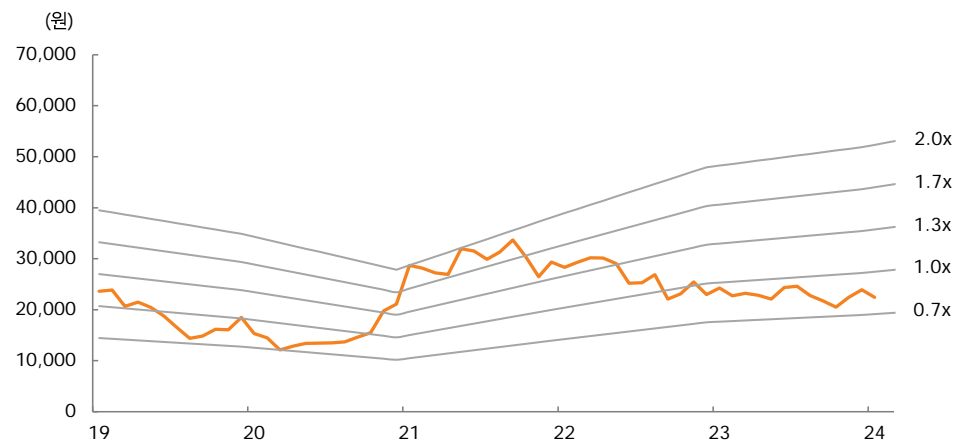
자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

목표주가 30,000원으로 하향하나 및 매수 의견 유지

실적 추정치 하향(2024년 순이익 14.2% 하향)과 함께 대한항공에 대한 목표주가를 기존 32,000원에서 30,000원으로 하향한다. 2024년 예상 실적 기준 PBR 1.0배에 해당하는 것이다. 33.6%의 상승여력으로 매수 의견은 유지한다. 연초 화물 운임의 하락으로 주가는 다소 조정을 받았다. 하지만, 1월 이후 해운 물류 적체에 따른 항공 화물 시황의 반사 이익을 기대한다.

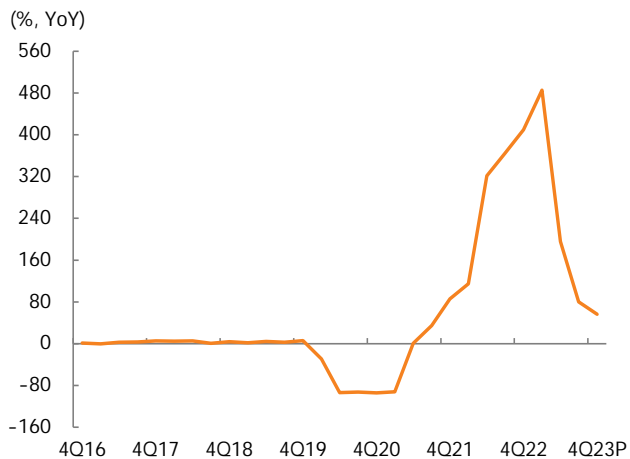
동사의 주가는 2024년 실적 기준 PBR 0.75배에 머물고 있다. 급락하는 화물 시황 속에서도 의미 있는 현금이 창출되고 있다. 10%에 가까운 ROE 창출도 지속될 전망이다. 저 PBR 주에 대한 관심이 커지는 상황에서 동사 주가에 대한 긍정적 기대감도 커질 것으로 기대한다.

그림 1. PBR 밴드차트



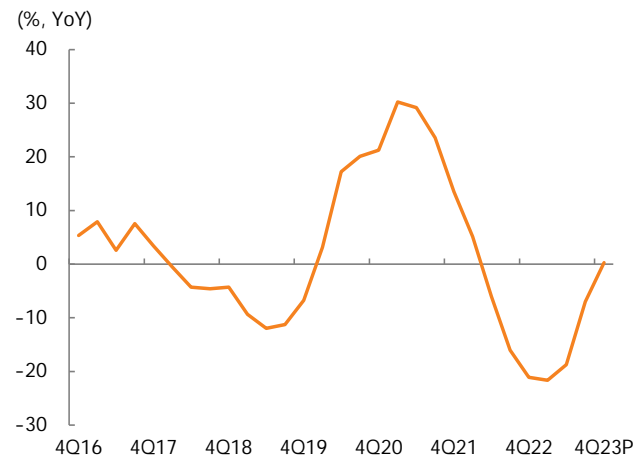
자료: Quantivise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 대한항공 국제여객 수송 증감률



자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 대한항공 화물 수송 증감률



자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

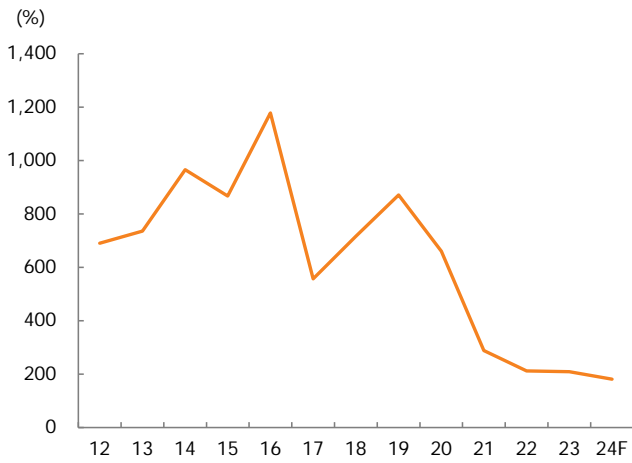
표 4. 운영 항공기 기단

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	12	-	12
소형기	A320/321	-	15	15
	A321NEO	9	7	16
	B737-800/900	17	-	17
	A220 (CS300)	10	-	10
	B737-8	5	-	5
여객기 계		136	69	205
화물기	B747F	4	10	14
	B767F	-	1	1
	A350F	-	-	-
	B747-8F	7	-	7
	B777F	12	-	12
	A330F	-	-	-
화물기 계		23	11	34
총계		159	80	239

주: 대한항공 4Q23, 아시아나항공 3Q23 기준

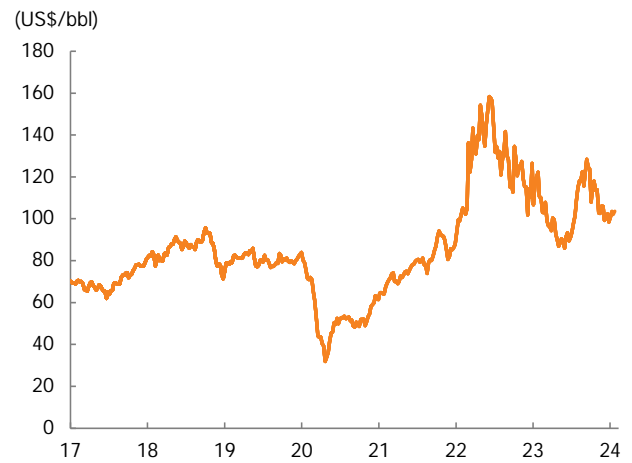
자료: 회사자료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 대한항공 부채비율 추이



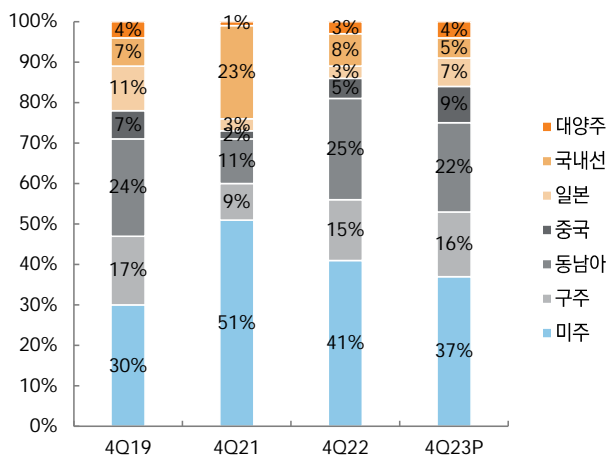
자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 항공유 가격



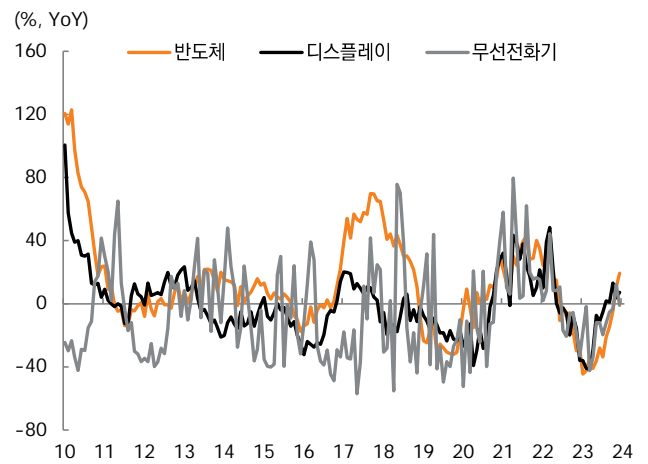
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

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)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	14,096	16,088	18,162	19,004
매출원가	10,245	12,982	15,290	15,914
매출총이익	3,851	3,106	2,872	3,090
판매비와관리비	1,020	1,378	1,336	1,414
조정영업이익	2,831	1,729	1,535	1,676
영업이익	2,831	1,729	1,535	1,676
비영업손익	-269	-328	-333	-201
금융손익	-245	-229	-168	-86
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	2,562	1,401	1,202	1,475
계속사업법인세비용	833	392	332	407
계속사업이익	1,730	1,010	870	1,068
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	1,730	1,010	870	1,068
지배주주	1,728	975	843	1,035
비지배주주	1	35	27	33
총포괄이익	2,286	999	870	1,068
지배주주	2,269	966	844	1,036
비지배주주	17	33	26	32
EBITDA	4,480	3,430	3,227	3,525
FCF	4,811	1,511	2,473	2,174
EBITDA 마진율 (%)	31.8	21.3	17.8	18.5
영업이익률 (%)	20.1	10.7	8.5	8.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	12.3	6.1	4.6	5.4

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	5,572	3,157	3,693	3,774
당기순이익	1,730	1,010	870	1,068
비현금수익비용가감	3,074	2,404	2,281	2,342
유형자산감가상각비	1,606	1,644	1,641	1,806
무형자산상각비	44	56	50	43
기타	1,424	704	590	493
영업활동으로인한자산및부채의변동	1,019	384	549	378
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	28	-33	-94	-64
재고자산 감소(증가)	-124	-64	-71	-49
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	194	106	25	17
법인세납부	-381	-929	-332	-407
투자활동으로 인한 현금흐름	-2,976	-1,186	-1,819	-1,910
유형자산처분(취득)	-725	-1,643	-1,220	-1,600
무형자산감소(증가)	-2	-8	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-1,980	117	-509	-310
기타투자활동	-269	348	-90	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-2,698	-2,176	-596	-583
장단기금융부채의 증가(감소)	-1,371	-590	-284	-285
자본의 증가(감소)	299	0	458	458
배당금의 지급	-5	-281	-277	-277
기타재무활동	-1,621	-1,305	-493	-479
현금의 증가	-128	-173	1,278	1,281
기초현금	1,185	1,057	884	2,162
기말현금	1,057	884	2,162	3,444

자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

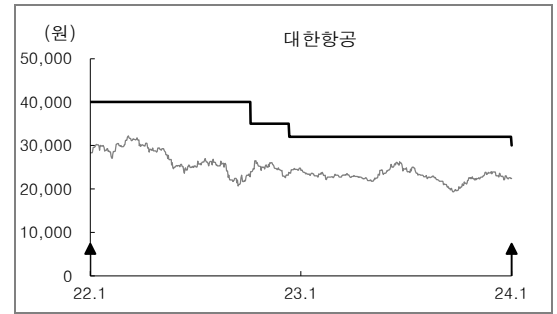
(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	8,091	8,028	9,990	11,701
현금 및 현금성자산	1,057	884	2,162	3,444
매출채권 및 기타채권	1,024	1,154	1,254	1,323
재고자산	730	822	894	943
기타유동자산	5,280	5,168	5,680	5,991
비유동자산	20,907	21,220	20,773	20,542
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	17,079	17,552	17,130	16,925
무형자산	874	826	776	733
자산총계	28,998	29,247	30,763	32,243
유동부채	8,475	8,854	9,298	9,603
매입채무 및 기타채무	343	387	420	443
단기금융부채	3,662	3,753	3,753	3,753
기타유동부채	4,470	4,714	5,125	5,407
비유동부채	11,230	10,332	10,354	10,279
장기금융부채	7,483	6,803	6,518	6,233
기타비유동부채	3,747	3,529	3,836	4,046
부채총계	19,705	19,187	19,651	19,882
지배주주지분	8,994	9,732	10,756	11,971
자본금	1,847	1,847	1,957	2,067
자본잉여금	4,146	4,146	4,493	4,841
이익잉여금	2,054	2,744	3,310	4,068
비지배주주지분	298	329	356	390
자본총계	9,292	10,061	11,112	12,361

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	4.8	9.1	9.8	8.0
P/CF (x)	1.7	2.6	2.6	2.4
P/B (x)	0.9	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA (x)	3.1	4.1	3.5	2.7
EPS (원)	4,798	2,639	2,283	2,802
CFPS (원)	13,336	9,243	8,534	9,234
BPS (원)	24,353	26,349	29,121	32,413
DPS (원)	750	750	750	750
배당성향 (%)	16.0	27.3	31.7	25.8
배당수익률 (%)	3.3	3.1	3.3	3.3
매출액증가율 (%)	56.3	14.1	12.9	4.6
EBITDA증가율 (%)	43.9	-23.4	-5.9	9.3
조정영업이익증가율 (%)	99.6	-38.9	-11.2	9.2
EPS증가율 (%)	151.9	-45.0	-13.5	22.8
매출채권 회전을 (회)	14.7	15.8	16.1	15.8
재고자산 회전을 (회)	21.2	20.7	21.2	20.7
매입채무 회전을 (회)	51.9	47.8	51.0	49.6
ROA (%)	6.2	3.5	2.9	3.4
ROE (%)	22.0	10.4	8.2	9.1
ROIC (%)	11.2	7.8	6.8	7.6
부채비율 (%)	212.1	190.7	176.9	160.8
유동비율 (%)	95.5	90.7	107.4	121.9
순차입금/자기자본 (%)	54.9	48.1	25.1	7.5
조정영업이익/금융비용 (x)	7.1	3.3	3.1	3.5

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	-29.39	-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.