



대한항공 (003490)

BUY (유지)

견조한 실적, 낙폭과대!

목표주가(12M) 30,000원
현재주가(11.14) 21,400원

Key Data

KOSPI 지수(p)	2,433.25
52주최고/최저(원)	26,250/19,350
시가총액(십억원)	7,879.9
시가총액비중(%)	0.41
발행주식수(천주)	368,220.7
60일 평균거래량(천주)	758.1
60일 평균거래대금(십억원)	16.4
외국인 지분율(%)	16.00
주요주주 지분율(%)	
한진칼 외 22 인	27.04
국민연금공단	7.32

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	15,870.9	16,854.2
영업이익(십억원)	1,863.3	1,633.6
순이익(십억원)	1,148.6	1,149.6
EPS(원)	3,014	3,013
BPS(원)	26,510	29,013

Financial Data

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	9,016.8	14,096.1	16,044.0	17,061.8
영업이익	1,418.0	2,830.6	2,030.6	1,732.3
세전이익	843.1	2,562.1	1,809.7	1,226.5
순이익	577.7	1,728.4	1,285.3	917.7
EPS	1,905	4,798	3,480	2,485
증감률	폭전	151.86	(27.47)	(28.59)
PER	15.41	4.78	6.15	8.61
PBR	1.52	0.94	0.79	0.74
EV/EBITDA	5.98	3.10	3.28	3.63
ROE	11.60	21.95	13.55	8.91
BPS	19,356	24,353	27,013	28,747
DPS	0	750	750	750

3Q23 영업이익 시장컨센서스 상회

2023년 3분기 대한항공의 매출액과 영업이익은 각각 4.3조원(YoY +8.7%, QoQ +9.6%)과 5,430억원(YoY -32.2%, QoQ +13.8%)을 기록하면서 영업이익은 시장컨센서스인 5,102억원을 상회했다.

미주와 구주를 중심으로 한 장거리 노선 뿐만 아니라 일본과 동남아 단거리 노선 모두 높은 수요 영향으로 1) 대한항공의 국제선 수송은 2019년 3분기의 85.4% 수준까지 회복했고 2) 탑승률(L/F)도 85.2%를 기록했다. 3) 화물의 경우 6개 분기 연속으로 감소했던 수송(FTK)이 드디어 소폭이나마 증가세로 전환되었지만 운임(Yield) 하락이 지속되었는데 특히 전년동기와 비교 시, 절반 수준으로 하락한 결과 매출이 전분기대비 485억원 감소했다.

4분기에도 국제선 수요 호조 지속, 화물 매출 드디어 증가세 전환 전망

10월 인천공항의 여객 수송 실적은 537만명으로 코로나19 발생 이전인 2019년 10월의 91% 수준까지 회복했다. 특히 일본 노선의 경우 2019년 10월의 192%를 기록하며 역대 최대치를 기록했고 중국 노선 또한 코로나19 이전대비 절반 수준까지 회복했다. 3분기 성수기 이후 대한항공의 장거리 노선은 수요가 소폭 감소할 것으로 예상되는 반면, 일본과 중국을 중심으로 하는 단거리 노선은 4분기에도 증가세를 지속할 것으로 예상된다. 이에 대한항공은 4분기 국제선 공급을 2019년의 90% 수준까지 확대하겠다는 계획을 발표한 바 있다.

화물의 경우 연말 특수 효과가 기대되는 가운데 이미 수요 회복과 운임 상승이 동시에 확인되고 있는 상황에서 4분기에는 화물 매출이 드디어 증가세로 전환될 것으로 예상된다. 한편, 국제유가(WTI)가 10월 중순 고점 이후 약세를 기록 중으로 11월 중순 현재 배럴당 80불을 하회하는 등 유류비 부담도 축소되고 있다. 종합적으로 4분기 대한항공의 영업이익은 5,248억원(YoY +1.6%, QoQ -3.4%)을 기록할 전망이다.

투자의견 'BUY'와 목표주가 30,000원 유지

대한항공에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 30,000원을 유지한다. 지난해 사상최고치 영업 실적을 기록한 이후 올해 하반기 들어 실적 Peak-out 우려가 확대되었고 원/달러 환율 및 유가 상승 등의 대외 영업환경 악화로 대한항공의 주가는 하락세를 지속했다. 그 결과 현재 주가는 PBR 0.8배로 밴드 최하단 수준까지 하락한 상황으로 밸류에이션 부담이 제한적이다. 최근 유가를 비롯한 대외환경도 항공사들에게 점차 유리한 방향으로 진행되고 있다는 점도 긍정적이다.



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

하나증권 리서치센터

3Q23 영업이익의 시장컨센서스 상회

3Q23 영업이익 5,430억원
(YoY -32.2%, QoQ +13.8%)
시장컨센서스 상회

2023년 3분기 대한항공의 매출액과 영업이익은 각각 4.3조원(YoY +8.7%, QoQ +9.6%)과 5,430억원(YoY -32.2%, QoQ +13.8%)을 기록하면서 영업이익은 시장컨센서스인 5,102억원을 상회했다.

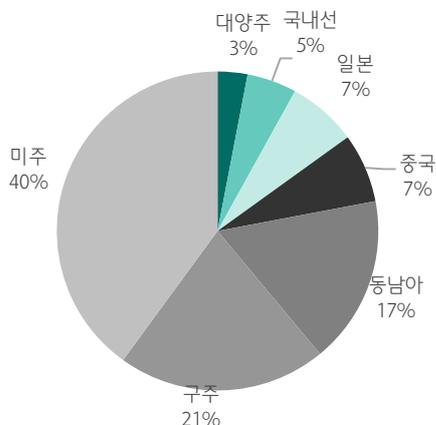
미주와 구주를 중심으로 한 장거리 노선과 일본과 동남아 단거리 노선 가릴 것 없이 높은 수요 영향으로 1) 대한항공의 국제선 수송은 2019년 3분기의 85.4% 수준까지 회복했고 2) 탑승률(L/F)도 85.2%를 기록했다. 3) 화물의 경우 전분기대비 6개 분기 연속으로 감소했던 수송(FTK)이 드디어 소폭이나마 증가세로 전환되었지만 운임(Yield) 하락이 지속되었는데 특히 전년동기와 비교 시, 절반 수준으로 하락한 결과 매출이 전분기대비 485억원 감소했다.

도표 1. 대한항공 실적 추이 및 전망

		1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2022	2023F	2024F	
국제여객	RPK	백만 Km	2,769	6,186	10,320	12,347	13,764	16,846	18,551	18,105	31,622	67,266	79,793
	L/F	%	39.8	79.1	79.8	79.7	82.3	83.8	85.2	82.4	73.9	83.5	83.2
화물	RPK	백만 Km	2,572	2,535	2,300	2,210	2,016	2,060	2,139	2,232	9,617	8,447	8,239
	L/F	%	83.0	82.7	78.8	75.6	73.5	70.2	70.8	72.7	80.1	71.8	73.6
매출액	십억원	2,884.3	3,421.4	3,910.8	3,879.7	3,592.0	3,877.3	4,249.0	4,325.6	14,096.1	16,044.0	17,061.8	
여객	십억원	359.8	874.3	1,454.2	1,664.8	1,777.7	2,221.0	2,558.4	2,453.2	4,353.1	9,010.3	10,235.5	
화물	십억원	2,148.6	2,171.2	1,856.4	1,548.2	1,048.5	963.8	915.3	1,023.8	7,724.4	3,951.4	3,505.0	
기타	십억원	375.9	375.9	600.2	666.7	765.8	692.5	775.3	848.7	2,018.6	3,082.4	3,321.3	
영업이익	십억원	773.1	740.3	800.7	516.5	485.6	477.2	543.0	524.8	2,830.6	2,030.6	1,732.3	
순이익	십억원	531.1	449.3	374.3	374.9	251.0	360.0	419.8	288.2	1,728.4	1,285.3	917.7	
영업이익률	(%)	26.8	21.6	20.5	13.3	13.5	12.3	12.8	12.1	20.1	12.7	10.2	
순이익률	(%)	18.4	13.1	9.6	9.7	7.0	9.3	9.9	6.7	12.3	8.0	5.4	

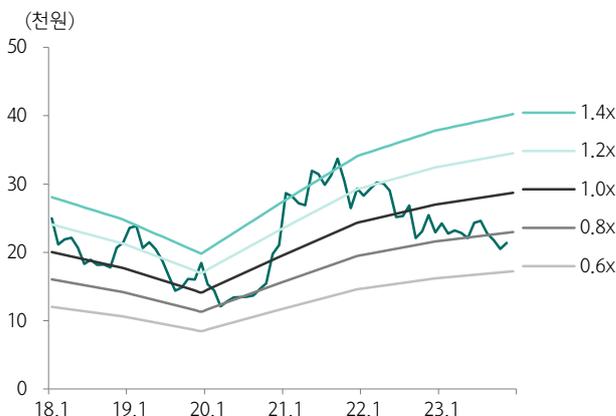
주: IFRS 연결 기준
자료: 하나증권

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	16,044.0	17,061.8	16,083.0
매출원가	6,912.0	10,245.4	12,573.5	13,881.6	13,330.0
매출총이익	2,104.8	3,850.7	3,470.5	3,180.2	2,753.0
판매비	686.8	1,020.1	1,440.0	1,447.9	1,411.0
영업이익	1,418.0	2,830.6	2,030.6	1,732.3	1,342.0
금융손익	(76.7)	(50.0)	(87.0)	(44.6)	65.3
종속/관계기업손익	(0.0)	0.2	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(498.2)	(218.6)	(133.9)	(461.3)	(319.6)
세전이익	843.1	2,562.1	1,809.7	1,226.5	1,087.7
법인세	264.3	832.6	490.6	294.4	261.1
계속사업이익	578.8	1,729.5	1,319.1	932.2	826.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	578.8	1,729.5	1,319.1	932.2	826.7
포괄이익	1.1	1.1	33.7	14.4	12.8
(지분법제외)순이익	577.7	1,728.4	1,285.3	917.7	813.9
지배주주포괄이익	644.4	2,269.0	1,263.4	921.2	816.9
NOPAT	973.4	1,910.7	1,480.1	1,316.6	1,019.9
EBITDA	3,113.3	4,480.3	3,834.5	3,557.5	3,283.6
성장성(%)					
매출액증가율	18.48	56.33	13.82	6.34	(5.74)
NOPAT증가율	930.05	96.29	(22.54)	(11.05)	(22.54)
EBITDA증가율	49.94	43.91	(14.41)	(7.22)	(7.70)
(조정)영업이익증가율	1,221.53	99.62	(28.26)	(14.69)	(22.53)
(지분법제외)순이익증가율	흑전	199.19	(25.64)	(28.60)	(11.31)
(지분법제외)EPS증가율	흑전	151.86	(27.47)	(28.59)	(11.31)
수익성(%)					
매출총이익률	23.34	27.32	21.63	18.64	17.12
EBITDA이익률	34.53	31.78	23.90	20.85	20.42
(조정)영업이익률	15.73	20.08	12.66	10.15	8.34
계속사업이익률	6.42	12.27	8.22	5.46	5.14

투자지표

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	1,905	4,798	3,480	2,485	2,204
BPS	19,356	24,353	27,013	28,747	30,201
CFPS	11,239	13,336	10,949	8,106	8,114
EBITDAPS	10,264	12,438	10,382	9,632	8,891
SPS	29,727	39,132	43,441	46,197	43,546
DPS	0	750	750	750	750
주기지표(배)					
PER	15.41	4.78	6.15	8.61	9.71
PBR	1.52	0.94	0.79	0.74	0.71
PCFR	2.61	1.72	1.95	2.64	2.64
EV/EBITDA	5.98	3.10	3.28	3.63	4.04
PSR	0.99	0.59	0.49	0.46	0.49
재무비율(%)					
ROE	11.60	21.95	13.55	8.91	7.48
ROA	2.23	6.21	4.36	3.00	2.58
ROIC	5.57	11.51	8.85	7.61	5.60
부채비율	288.48	212.06	190.46	184.88	177.78
순부채비율	120.23	54.90	42.88	43.27	43.99
이자보상배율(배)	3.63	7.06	3.91	6.07	4.49

자료: 하나증권

대차대조표

(단위: 십억원)

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	6,641.0	8,090.9	8,603.2	8,815.7	8,915.7
금융자산	4,261.2	6,043.4	6,320.4	6,497.1	6,675.9
현금성자산	1,185.4	1,056.9	760.7	850.1	1,221.0
매출채권 등	959.9	958.2	1,068.4	1,085.1	1,048.2
재고자산	597.1	730.1	814.0	826.8	798.6
기타유동자산	822.8	359.2	400.4	406.7	393.0
비유동자산	20,030.9	20,906.8	21,327.4	22,406.7	23,055.2
투자자산	825.8	761.1	781.0	785.5	775.6
금융자산	819.6	761.1	781.0	785.5	775.6
유형자산	16,914.1	17,079.1	17,638.9	18,762.1	19,462.5
무형자산	276.0	873.8	821.5	773.2	731.2
기타비유동자산	2,015.0	2,192.8	2,086.0	2,085.9	2,085.9
자산총계	26,671.9	28,997.7	29,930.6	31,222.4	31,970.9
유동부채	8,444.9	8,475.2	8,508.3	9,279.5	9,622.7
금융부채	5,364.8	3,661.9	3,799.0	4,499.1	4,998.8
매입채무 등	139.2	255.3	284.6	289.1	279.3
기타유동부채	2,940.9	4,558.0	4,424.7	4,491.3	4,344.6
비유동부채	11,361.3	11,230.1	11,117.7	10,983.2	10,838.9
금융부채	7,151.0	7,483.3	6,940.2	6,740.2	6,740.2
기타비유동부채	4,210.3	3,746.8	4,177.5	4,243.0	4,098.7
부채총계	19,806.2	19,705.2	19,626.0	20,262.7	20,461.6
지배주주지분	6,753.9	8,994.2	9,976.6	10,617.3	11,154.1
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)
기타포괄이익누계	650.8	948.3	925.8	925.8	925.8
이익잉여금	110.1	2,053.7	3,058.6	3,699.3	4,236.1
비지배주주지분	111.8	298.3	328.0	342.4	355.2
자본총계	6,865.7	9,292.5	10,304.6	10,959.7	11,509.3
순금융부채	8,254.6	5,101.8	4,418.8	4,742.2	5,063.1

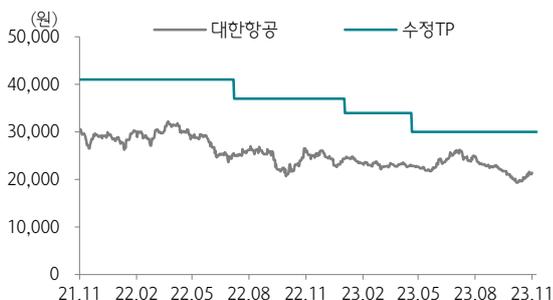
현금흐름표

(단위: 십억원)

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동현금흐름	3,514.2	5,572.4	4,006.4	3,156.0	2,817.8
당기순이익	578.8	1,729.5	1,319.1	932.2	826.7
조정	2,887.6	2,824.1	2,007.0	2,110.6	2,240.3
감가상각비	1,695.4	1,649.7	1,803.9	1,825.1	1,941.6
외환거래손익	426.3	309.8	115.5	0.0	0.0
지분법손익	0.0	(0.2)	0.1	0.0	0.0
기타	765.9	864.8	87.5	285.5	298.7
자산/부채의 변동	47.8	1,018.8	680.3	113.2	(249.2)
투자활동현금흐름	(2,444.8)	(2,975.9)	(2,423.2)	(2,991.7)	(2,397.9)
투자자산감소(증가)	(206.8)	64.9	(19.9)	(4.5)	10.0
유형자산감소(증가)	(304.1)	(725.2)	(1,950.0)	(2,900.0)	(2,600.0)
기타투자활동	(1,933.9)	(2,315.6)	(453.3)	(87.2)	192.1
재무활동현금흐름	(1,211.2)	(2,698.0)	(1,771.4)	(62.5)	(76.0)
금융부채증가(감소)	(3,159.5)	(1,370.6)	(406.1)	500.1	499.8
자본증가(감소)	3,297.9	299.1	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1,331.4)	(1,621.9)	(1,088.2)	(285.5)	(298.7)
배당지급	(18.2)	(4.6)	(277.1)	(277.1)	(277.1)
현금의 증감	(129.2)	(128.5)	(344.0)	89.5	370.9
Unlevered CFO	3,409.1	4,803.9	4,043.9	2,993.9	2,996.7
Free Cash Flow	3,171.2	4,810.7	2,053.4	256.0	217.8

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 2023년 11월 15일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 2023년 11월 15일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 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	94.14%	5.41%	0.45%	100%

* 기준일: 2023년 11월 12일