

대한항공 (003490)

확연히 갈라진 여객과 화물의 분위기

4분기 국제선 회복 vs. 화물 매출 감소

2022년 4분기 대한항공의 매출액과 영업이익은 각각 3.8조 원(YoY +29.3%, QoQ -3.9%)과 5,347억원(YoY -24.0%, QoQ -33.2%)으로 영업이익 시장컨센서스인 6,864억원을 하회할 것으로 예상된다.

일본을 비롯한 아시아 국가들의 본격적인 방역 완화와 한국의 해외 입국자 대상 코로나 검사 전격 해제로 해외여행 수요가 회복되면서 1) 대한항공의 국제선 수송(RPK)은 2019년 4분기의 57.8% 수준까지 회복함과 동시에 2) 국제선 탑승률(L/F)도 79.6%까지 상승한 것으로 추정된다. 3) 화물의 경우 수송량(FTK)이 전분기대비 3.8% 감소, 운임(Yield, Cent 기준)은 13.6% 하락하면서 화물 매출액이 3분기대비 2,922억원 감소할 것으로 예상된다.

국제선 회복과 화물 매출 감소 추세 4분기에도 지속될 전망

일본의 본격적인 무비자 입국 허용으로 지난 12월 인천공항의 일본노선 여객 수송이 2019년 12월을 상회할 정도로 큰 폭으로 회복했고 12월에는 중국 정부가 해외 입국 여행객 시설 격리를 폐지하며 본격적인 리오프닝으로 전환한 바 있다. 최근 중국 코로나 확진자 폭증으로 한국과 일본을 포함한 15개 국가가 중국발 입국자에 대한 PCR 검사를 의무화했으나 춘절 전후 코로나 확산 정점 가능성 높기 때문에 중국 노선도 본격적으로 회복될 것으로 예상된다. 그에 반해 항공 화물의 경우 수요 둔화와 벨리카고 공급 확대 영향에 따른 수급 악화로 운임 하락과 더불어 매출 감소세가 지속될 전망이다.

투자 의견 'BUY' 유지, 목표주가는 34,000원으로 하향

대한항공에 대해 투자 의견 BUY를 유지하나 화물 매출 감소 가속화에 따른 실적추정치 조정으로 목표주가를 기존 37,000원에서 34,000원으로 하향한다. 그래도 하반기로 갈수록 화물 매출 감소세 둔화와 국제선 여객 회복으로 이익 증가가 가능할 전망이다. 현재 주가는 PBR 1.0배 수준으로 밸류에이션 부담도 제한적이라 판단된다.

Earnings Preview

BUY

| TP(12M): 34,000원(하향) | CP(1월13일): 24,400원

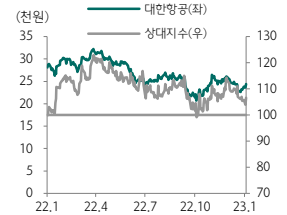
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,386.09
52주 최고/최저(원)	32,200/20,700
시가총액(십억원)	8,984.6
시가총액비중(%)	0.48
발행주식수(천주)	368,220.7
60일 평균 거래량(천주)	1,319.6
60일 평균 거래대금(십억원)	32.2
22년 배당금(예상, 원)	0
22년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	16.16
주요주주 지분율(%)	
한진칼 외 21 인	27.04
국민연금공단	6.29
추가상승률	1M 6M 12M
절대	(4.5) (1.4) (15.3)
상대	(5.0) (3.8) 5.2

Consensus Data

	2022	2023
매출액(십억원)	14,131.6	15,732.7
영업이익(십억원)	2,984.4	1,942.5
순이익(십억원)	1,836.7	1,405.9
EPS(원)	5,152	3,786
BPS(원)	23,112	26,991

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	십억원	7,610.5	9,016.8	13,974.8	14,230.2	14,708.8
영업이익	십억원	107.3	1,418.0	2,848.8	1,658.7	1,498.8
세전이익	십억원	(935.7)	843.1	2,326.6	983.1	991.3
순이익	십억원	(211.5)	577.7	1,698.1	995.5	792.3
EPS	원	(1,181)	1,905	4,714	2,696	2,145
증감율	%	적지	흑전	147.45	(42.81)	(20.44)
PER	배	(17.86)	15.41	4.87	8.75	11.00
PBR	배	1.49	1.52	1.01	0.93	0.86
EV/EBITDA	배	8.96	5.98	3.12	4.05	4.25
ROE	%	(7.22)	11.60	22.48	11.25	8.13
BPS	원	14,148	19,356	22,611	25,306	27,451



Analyst 박성봉

02-3771-7774

sbpark@hanafn.com

RA 도승환

02-3771-8545

shdo5568@hanafn.com

4분기 국제선 회복 vs. 화물 운임 하락

4Q22 영업이익 5,347억원(YoY - 24.0%, QoQ -33.2%)으로 시장컨센서스 하회 예상

2022년 4분기 대한항공의 매출액과 영업이익은 각각 3,8조원(YoY +29.3%, QoQ - 3.9%)과 5,347억원(YoY -24.0%, QoQ -33.2%)으로 영업이익 시장컨센서스인 6,864 억원을 하회할 것으로 예상된다.

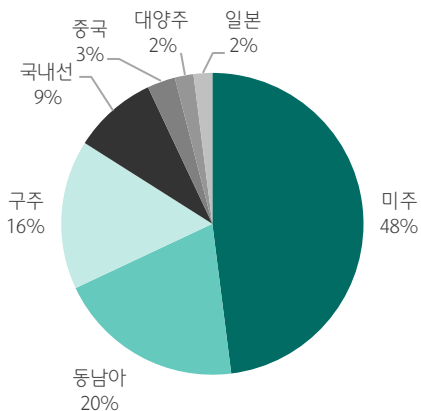
일본을 비롯한 아시아 국가들의 방역 완화 본격화와 한국의 해외 입국자 대상 코로나 검사 전격 해제로 해외여행 수요가 회복되면서 1) 대한항공의 국제선 수송(RPK)은 2019년 4분기의 57.8% 수준까지 회복함과 동시에 2) 국제선 탑승률(L/F)도 79.6%까지 상승한 것으로 추정된다. 3) 화물의 경우 수송량(FTK)이 전분기대비 3.8% 감소, 운임(Yield, Cent 기준)은 13.6% 하락하면서 화물 매출액이 3분기대비 2,922억원 감소할 것으로 예상된다.

표 1. 대한항공 실적 추이 및 전망

		1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	2021	2022F	2023F
국제여객												
RPK	백만 Km	1,383	1,797	2,573	2,881	2,769	6,186	10,320	12,402	8,634	31,677	66,243
L/F	%	24.9	32.5	42.5	40.6	39.8	79.1	79.8	79.6	32.1	73.8	79.8
화물												
RPK	백만 Km	2,446	2,697	2,738	2,801	2,572	2,535	2,300	2,213	10,682	9,620	7,680
L/F	%	84.8	86.0	84.4	84.3	83.0	82.7	78.8	75.2	84.9	80.0	74.5
매출액	십억원	1,793.2	2,012.6	2,303.5	2,907.5	2,884.3	3,421.4	3,910.8	3,758.3	9,016.8	13,974.8	14,230.2
여객	십억원	158.0	214.6	331.8	379.5	359.8	874.3	1,454.2	1,609.4	1,083.9	4,297.7	8,225.1
화물	십억원	1,353.0	1,510.8	1,650.3	2,148.6	2,148.6	2,171.2	1,856.4	1,564.2	6,662.7	7,740.4	3,466.4
기타	십억원	282.2	287.2	321.4	379.4	375.9	375.9	600.2	584.7	1,270.2	1,936.7	2,538.7
영업이익	십억원	100.5	193.6	420.2	703.7	773.1	740.3	800.7	534.7	1,418.0	2,848.8	1,658.7
순이익	십억원	(56.6)	116.8	106.3	411.8	531.1	449.3	374.3	307.8	577.7	1,698.1	995.5
영업이익률	(%)	5.6	9.6	18.2	24.2	26.8	21.6	20.5	14.2	15.7	20.4	11.7
순이익률	(%)	(3.2)	5.8	4.6	14.2	18.4	13.1	9.6	8.2	6.4	12.2	7.0

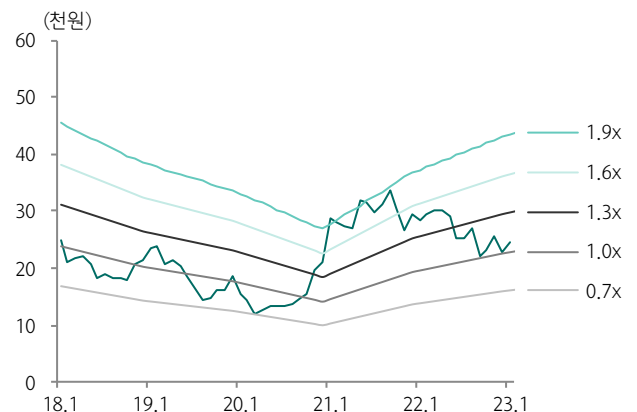
주: IFRS 연결 기준
자료: 하나증권

그림 1. 대한항공 여객 노선별 매출비중



주: 2022년 3분기 기준
자료: 대한항공, 하나증권

그림 2. 대한항공 PBR밴드



주: IFRS 연결 기준
자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	7,610.5	9,016.8	13,974.8	14,230.2	14,708.8
매출원가	6,850.1	6,912.0	10,080.1	11,342.8	11,940.7
매출총이익	760.4	2,104.8	3,894.7	2,887.4	2,768.1
판매비	653.1	686.8	1,045.8	1,228.8	1,269.2
영업이익	107.3	1,418.0	2,848.8	1,658.7	1,498.8
금융손익	(667.9)	(76.7)	50.8	(553.6)	(189.5)
중속/관계기업손익	(0.9)	(0.0)	0.2	0.0	0.0
기타영업외손익	(374.3)	(498.2)	(573.2)	(122.0)	(318.0)
세전이익	(935.7)	843.1	2,326.6	983.1	991.3
법인세	(112.2)	264.3	664.1	36.4	237.9
계속사업이익	(823.5)	578.8	1,662.4	946.7	753.4
중단사업이익	593.4	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(230.0)	578.8	1,662.4	946.7	753.4
비지배주주지분 손익	(18.5)	1.1	(35.7)	(48.8)	(38.9)
지배주주순이익	(211.5)	577.7	1,698.1	995.5	792.3
지배주주지분포괄이익	(113.9)	644.4	1,627.4	1,000.6	796.3
NOPAT	94.5	973.4	2,035.6	1,597.3	1,139.1
EBITDA	2,076.4	3,113.3	4,480.5	3,322.6	3,230.5
성장성(%)					
매출액증가율	(38.55)	18.48	54.99	1.83	3.36
NOPAT증가율	(36.53)	930.05	109.12	(21.53)	(28.69)
EBITDA증가율	(8.07)	49.94	43.91	(25.84)	(2.77)
영업이익증가율	(39.07)	1,221.53	100.90	(41.78)	(9.64)
(지배주주)순이익증가율	적지	흑전	193.94	(41.38)	(20.41)
EPS증가율	적지	흑전	147.45	(42.81)	(20.44)
수익성(%)					
매출총이익률	9.99	23.34	27.87	20.29	18.82
EBITDA이익률	27.28	34.53	32.06	23.35	21.96
영업이익률	1.41	15.73	20.39	11.66	10.19
계속사업이익률	(10.82)	6.42	11.90	6.65	5.12

투자지표

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	(1,181)	1,905	4,714	2,696	2,145
BPS	14,148	19,356	22,611	25,306	27,451
CFPS	12,671	11,239	13,135	7,916	7,629
EBITDAPS	11,593	10,264	12,438	8,996	8,747
SPS	42,489	29,727	38,795	38,530	39,825
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	(17.86)	15.41	4.87	8.75	11.00
PBR	1.49	1.52	1.01	0.93	0.86
PCR	1.66	2.61	1.75	2.98	3.09
EV/EBITDA	8.96	5.98	3.12	4.05	4.25
PSR	0.50	0.99	0.59	0.61	0.59
재무비율(%)					
ROE	(7.22)	11.60	22.48	11.25	8.13
ROA	(0.81)	2.23	6.14	3.43	2.66
ROIC	0.50	5.57	12.70	9.89	6.61
부채비율	660.63	288.48	239.10	212.81	197.84
순부채비율	414.09	120.23	63.82	52.35	51.53
이자보상배율(배)	0.21	3.63	7.42	3.70	5.47

자료: 하나증권

대차대조표

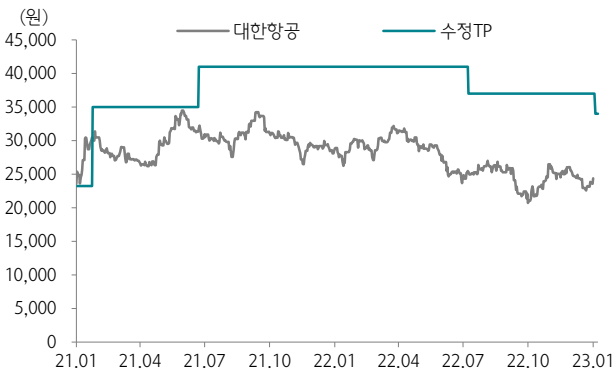
	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	4,002.5	6,641.0	7,739.8	7,937.9	8,017.3
금융자산	1,961.7	4,261.2	5,213.8	5,388.3	5,577.1
현금성자산	1,314.6	1,185.4	1,237.9	1,372.9	1,744.6
매출채권	675.1	959.9	1,240.8	1,253.2	1,196.1
채고자산	551.2	597.1	771.8	779.4	744.0
기타유동자산	814.5	822.8	513.4	517.0	500.1
비유동자산	21,187.5	20,030.9	20,945.5	21,484.2	22,240.9
투자자산	619.0	825.8	849.8	852.4	840.7
금융자산	612.6	819.6	841.8	844.2	832.9
유형자산	18,482.1	16,914.1	16,913.3	17,476.3	18,268.5
무형자산	268.1	276.0	817.5	790.5	766.7
기타비유동자산	1,818.3	2,015.0	2,364.9	2,365.0	2,365.0
자산총계	25,190.1	26,671.9	28,685.4	29,422.1	30,258.2
유동부채	7,987.8	8,444.9	7,763.7	7,799.8	8,332.8
금융부채	5,870.8	5,364.8	3,592.5	3,592.5	4,292.1
매입채무	86.4	139.2	179.9	181.7	173.4
기타유동부채	2,030.6	2,940.9	3,991.3	4,025.6	3,867.3
비유동부채	13,890.6	11,361.3	12,462.4	12,216.5	11,766.2
금융부채	9,804.5	7,151.0	7,020.1	6,720.1	6,520.1
기타비유동부채	4,086.1	4,210.3	5,442.3	5,496.4	5,246.1
부채총계	21,878.3	19,806.2	20,226.1	20,016.3	20,099.1
지배주주지분	3,206.5	6,753.9	8,350.8	9,346.4	10,138.6
자본금	876.6	1,744.7	1,846.7	1,846.7	1,846.7
자본잉여금	1,518.6	3,948.4	4,145.6	4,145.6	4,145.6
자본조정	678.2	300.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
기타포괄이익누계액	655.7	650.8	515.7	515.7	515.7
이익잉여금	(522.5)	110.1	1,842.9	2,838.4	3,630.7
비지배주주지분	105.2	111.8	108.4	59.4	20.5
자본총계	3,311.7	6,865.7	8,459.2	9,405.8	10,159.1
순금융부채	13,713.7	8,254.6	5,398.7	4,924.4	5,235.1

현금흐름표

	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	1,376.7	3,514.2	6,372.3	3,135.4	2,402.9
당기순이익	(230.0)	578.8	1,662.4	946.7	753.4
조정	2,546.9	2,887.6	2,704.3	2,111.8	2,005.6
감가상각비	1,969.1	1,695.4	1,631.6	1,663.9	1,731.6
외환거래손익	(393.5)	426.3	773.3	0.0	0.0
지분법손익	0.9	0.0	(0.2)	0.0	0.0
기타	970.4	765.9	299.6	447.9	274.0
영업활동 자산부채 변동	(940.2)	47.8	2,005.6	76.9	(356.1)
투자활동 현금흐름	(2.7)	(2,444.8)	(2,087.7)	(2,242.1)	(2,305.7)
투자자산감소(증가)	(260.2)	(206.8)	(23.9)	(2.5)	11.6
자본증가(감소)	(571.3)	(304.1)	(1,077.5)	(2,200.0)	(2,500.0)
기타	828.8	(1,933.9)	(986.3)	(39.6)	182.7
재무활동 현금흐름	(858.1)	(1,211.2)	(4,014.2)	(747.7)	225.6
금융부채증가(감소)	(1,380.5)	(3,159.5)	(1,903.3)	(299.9)	499.6
자본증가(감소)	1,123.0	3,297.9	299.1	0.0	0.0
기타재무활동	(539.6)	(1,331.4)	(2,410.0)	(447.8)	(274.0)
배당지급	(61.0)	(18.2)	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	498.3	(129.2)	31.7	135.0	371.6
Unlevered CFO	2,269.6	3,409.1	4,731.4	2,923.8	2,817.7
Free Cash Flow	765.7	3,171.2	5,263.4	935.4	(97.1)

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

대한항공



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.1.16	BUY	34,000		
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%
21.2.5	BUY	35,000	-16.41%	-1.43%
20.11.26	BUY	23,262	0.61%	31.12%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
 BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 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% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.54%	5.46%	0.00%	100%

* 기준일: 2023년 01월 13일

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 1월 16일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 2023년 1월 16일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.