

감익 사이클에 확인될 이익 체력

매수
(유지)

목표가: 32,000원
상승여력: 31.4%

류제현 jay.ryu@miraeasset.com

이창민 changmin.lee@miraeasset.com

4Q22 Review

별도 영업이익 5,201억원: 일회성 보너스 등 반영

- 별도 매출액 3조 6,068억원(28% YoY): 화물 시황 하락 여객 노선으로 방어
 - 여객 1조 6,648억원(339% YoY): 구주(683% YoY), 동남아(903%) 호조
 - 화물 1조 5,483억원(-29% YoY): 미주(-34% YoY) vs. 구주(-3% YoY)
- 별도 영업이익 5,201억원(-26% YoY): 연결 영업이익 5,435억원으로 추정
 - 시장 컨센서스 하회: 전년 동기비 연료비 5,704억원, 인건비 1,361억원 증가
 - 일회성 인건비는 600~700억원 수준으로 이를 감안시 컨센서스 충족

실적 전망

침체 우려 속에서도 방어되고 있는 탑라인: 여객 실적 회복과 제한적 화물 하락

- 4Q22 국제 여객 원화 단가 4~5% 증가한 것으로 추정
 - 공급 급증에도 불구하고 빠른 수요 개선으로 탑승률 호조(4Q22 80%)
 - 2Q23 리오프닝 효과 확대 기대: 중장거리(동남아, 미/구주) 노선 지속 회복
- 화물 원화 단가 약 -10% YoY: 벤치마크 하락 추세(-31% YoY)에 비해 선방
 - 고수익 화물 유지, 제한적 공급 증가로 단가 인하 최소화 중
- 2022년 3조원에 가까운 영업이익 거둔 가운데 2023년 실적 감익은 필연적
 - 하지만 여객 실적 회복으로 과거 대비 높은 수준에서 이익 방어 가능 기대
 - 화물 비수기인 1Q23(4,481억원)을 저점으로 실적 안정 전망

투자이견

목표주가 32,000원 및 매수 의견 유지: 장기적인 경쟁력에 주목

- 사상 최고 실적에도 불구하고 여전히 PBR 1.0배의 저평가 상태
- 아시아나항공 인수 가시화시 구조적 경쟁력 강화: 리레이팅 기대
- 1Q23 실적 저점 확인과 함께 본격적인 반등 기대

Key data



현재주가(23/2/1, 원)	24,350	시가총액(십억원)	8,966
영업이익(22P, 십억원)	2,858	발행주식수(백만주)	368
Consensus 영업이익(22P, 십억원)	2,922	유동주식비율(%)	64.9
EPS 성장률(22P, %)	157.1	외국인 보유비중(%)	16.2
P/E(22P, x)	4.7	베타(12M) 일간수익률	1.11
MKT P/E(22P, x)	11.5	52주 최저가(원)	20,700
KOSPI	2,449.80	52주 최고가(원)	32,200

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.1	-3.0	-14.0
상대주가	-3.1	-2.9	-6.5

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2019	2020	2021	2022P	2023F	2024F
매출액 (십억원)	12,384	7,611	9,017	14,113	14,494	15,841
영업이익 (십억원)	176	107	1,418	2,858	1,861	1,889
영업이익률 (%)	1.4	1.4	15.7	20.3	12.8	11.9
순이익 (십억원)	-629	-212	578	1,763	867	1,070
EPS (원)	-4,197	-1,181	1,905	4,896	2,349	2,897
ROE (%)	-22.1	-7.2	11.6	23.2	9.5	10.2
P/E (배)	-	-	15.4	4.7	10.4	8.4
P/B (배)	1.0	1.5	1.5	1.0	0.9	0.8
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

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

표 1. 4Q22 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	4Q21	3Q22	4Q22P			성장률	
			잠정치	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	2,908	3,911	3,897	4,104	3,800	34.0	-0.4
영업이익	704	801	544	818	628	-22.8	-32.1
영업이익률 (%)	24.2	20.5	13.9	19.9	16.5	-10.3	-6.5
세전이익	591	559	649	692	772	9.8	16.0
순이익	410	394	389	518	516	-5.1	-1.2

주: K-IFRS 연결 기준, 4Q22 수치는 별도 실적을 바탕으로 추정, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 대한항공, WiseFn, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	22F	23F	22F	23F	22F	23F	
매출액	14,062	13,726	14,113	14,494	0.4	5.6	여객 공급, 화물 일드
영업이익	2,966	1,448	2,858	1,861	-3.7	28.5	일드 호조
세전이익	2,906	899	2,565	1,216	-11.7	35.3	이자수익 전망 변경, 4Q22 반영
순이익	2,137	673	1,763	867	-17.5	29.0	법인세율 조정
EPS (KRW)	5,934	1,821	4,896	2,349	-17.5	29.0	

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

표 3. 분기별 실적 추이 및 전망

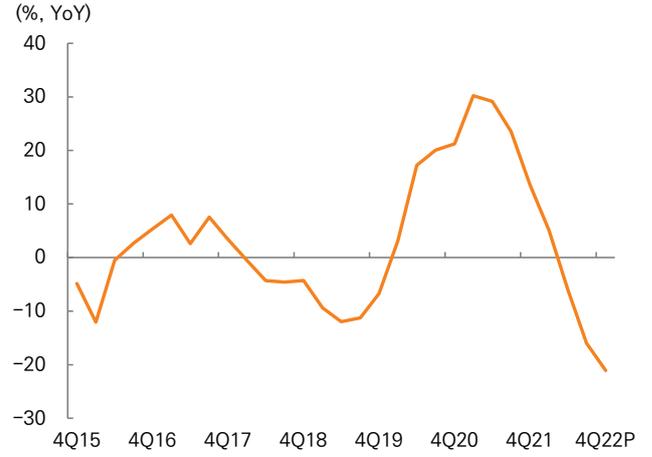
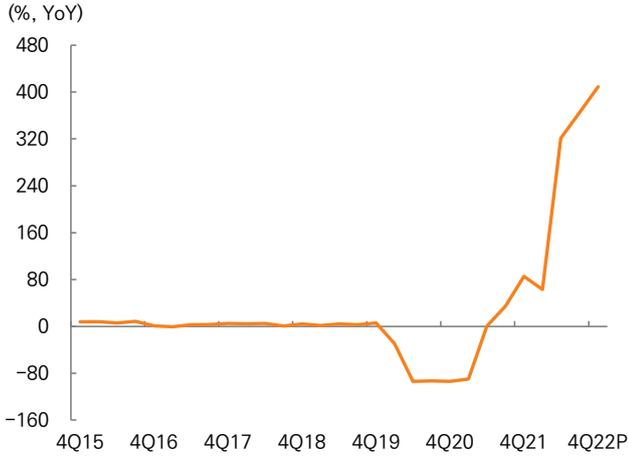
(십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022P	2023F	2024F
매출액	2,884	3,421	3,911	3,897	3,220	3,529	3,871	3,875	14,113	14,494	15,841
영업이익	773	740	801	544	448	479	519	415	2,858	1,861	1,889
세전이익	735	622	559	649	305	307	354	250	2,565	1,216	1,520
순이익(지배)	533	448	394	389	233	217	245	173	1,763	867	1,070
영업이익률 (%)	26.8	21.6	20.5	13.9	13.9	13.6	13.4	10.7	20.3	12.8	11.9
세전순이익률 (%)	25.5	18.2	14.3	16.6	9.5	8.7	9.1	6.5	18.2	8.4	9.6
순이익률 (지배,%)	18.4	13.1	9.6	9.5	6.9	5.8	6.0	4.2	12.5	6.0	6.8
국제여객 RPK 증감률 (%)	114.7	321.2	364.5	409.0	397.1	129.8	70.4	60.1	332.4	102.7	27.6
국제여객 L/F(%)	39.8	79.1	79.8	80.0	76.0	79.0	80.0	80.0	74.0	79.0	77.7
국제화물 RFTK 증감률 (%)	5.2	-6.0	-16.0	-21.1	-23.2	-24.0	-9.5	-2.0	-10.0	-15.3	6.1
국제화물 L/F(%)	83.0	82.7	78.8	75.6	75.0	74.0	75.0	78.0	80.1	75.5	77.8

주: K-IFRS 연결 기준, 4Q22 수치는 별도 실적을 바탕으로 추정, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 대한항공 국제여객 수송 증감률

그림 2. 대한항공 화물 수송 증감률



자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

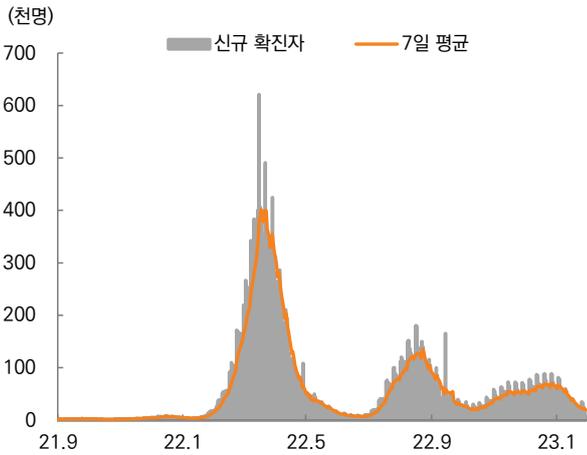
표 4. 운영 항공기 기단 변화

구분	기종	대한항공	아시아나항공	합산 (대)
중대형기	A380	10	6	16
	A330	30	15	45
	B747-8I	9	-	9
	B747	-	1	1
	B767	-	4	4
	A350	-	13	13
	B777	39	9	48
	B787-9	10	-	10
소형기	A320/321	-	15	15
	A321NEO	1	5	6
	B737-800/900	18	-	18
	A220 (CS300)	10	-	10
	B737-8	5	-	5
여객기 계		132	68	200
화물기	B747F	4	10	14
	B767F	-	1	1
	A350F	-	-	-
	B747-8F	7	-	7
	B777F	12	-	12
	A330F	-	-	-
화물기 계		23	11	34
총계		155	79	234

주: 대한항공 4Q22, 아시아나항공 3Q22 기준

자료: 회사자료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 국내 코로나 19 확진자 수 추이



자료: Our World in Data, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 대한항공 부채비율 추이



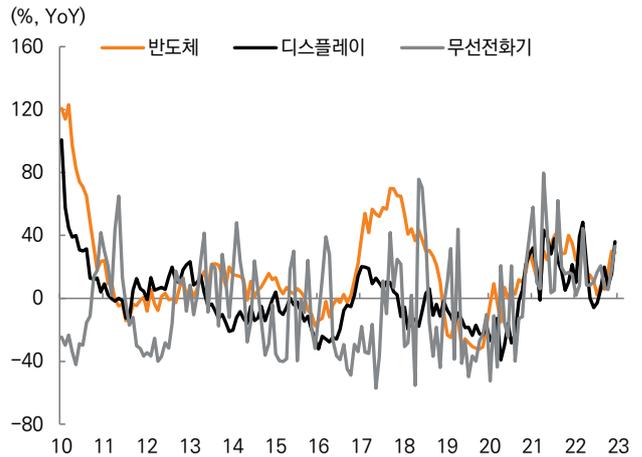
자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 항공유 가격



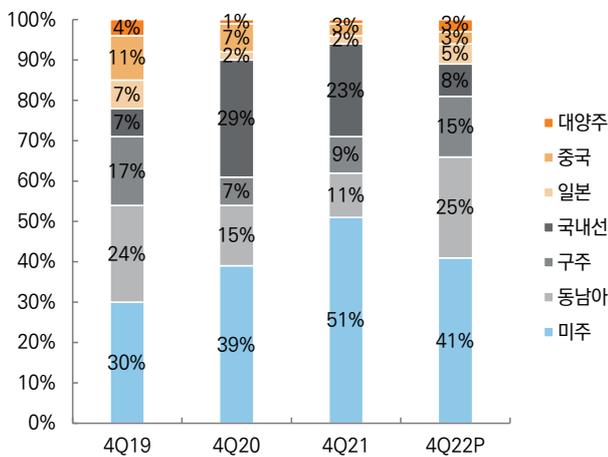
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. IT제품 수출 증가율



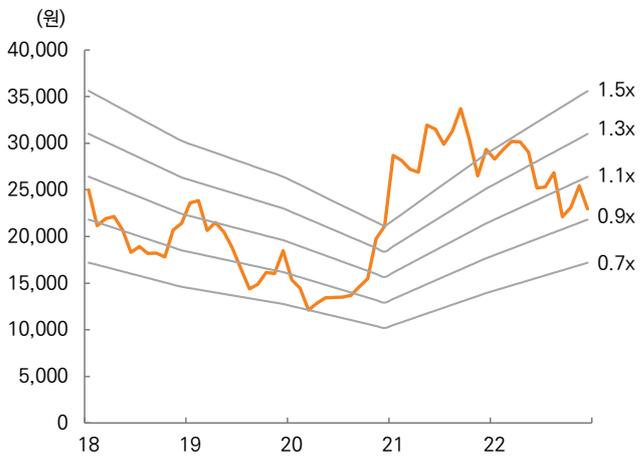
자료: 산업통상자원부, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 대한항공 여객 노선별 매출 비중



자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. PBR 밴드



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

대한항공 (003490)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2021	2022P	2023F	2024F
매출액	9,017	14,113	14,494	15,841
매출원가	6,912	10,333	11,312	12,521
매출총이익	2,105	3,780	3,182	3,320
판매비와관리비	687	923	1,321	1,430
조정영업이익	1,418	2,858	1,861	1,889
영업이익	1,418	2,858	1,861	1,889
비영업손익	-575	-293	-645	-369
금융손익	-321	-183	-161	-76
관계기업등 투자손익	0	0	0	20
세전계속사업손익	843	2,565	1,216	1,520
계속사업법인세비용	264	840	391	502
계속사업이익	579	1,724	825	1,017
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	579	1,724	825	1,017
지배주주	578	1,763	867	1,070
비지배주주	1	-39	-43	-52
총포괄이익	651	1,652	825	1,017
지배주주	644	1,693	872	1,075
비지배주주	7	-41	-47	-58
EBITDA	3,113	4,468	3,605	3,801
FCF	3,171	3,815	1,300	2,223
EBITDA 마진율 (%)	34.5	31.7	24.9	24.0
영업이익률 (%)	15.7	20.3	12.8	11.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	6.4	12.5	6.0	6.8

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2021	2022P	2023F	2024F
영업활동으로 인한 현금흐름	3,514	4,724	2,500	4,043
당기순이익	579	1,724	825	1,017
비현금수익비용가감	2,830	2,749	2,265	2,469
유형자산감가상각비	1,663	1,580	1,716	1,888
무형자산상각비	32	30	27	24
기타	1,135	1,139	522	557
영업활동으로인한자산및부채의변동	48	702	-458	702
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-305	-269	7	-161
재고자산 감소(증가)	-38	-195	5	-100
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	43	122	-1	23
법인세납부	-15	-650	-391	-502
투자활동으로 인한 현금흐름	-2,445	-2,742	-1,012	-2,359
유형자산처분(취득)	-304	-877	-1,200	-1,820
무형자산감소(증가)	-5	-1	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-2,474	-2,218	158	-539
기타투자활동	338	354	30	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-1,211	-1,759	-1,167	-925
장단기금융부채의 증가(감소)	-3,160	367	-1,204	-951
자본의 증가(감소)	3,298	299	458	458
배당금의 지급	-18	-5	0	0
기타재무활동	-1,331	-2,420	-421	-432
현금의 증가	-129	273	322	778
기초현금	1,315	1,185	1,458	1,780
기말현금	1,185	1,458	1,780	2,558

자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

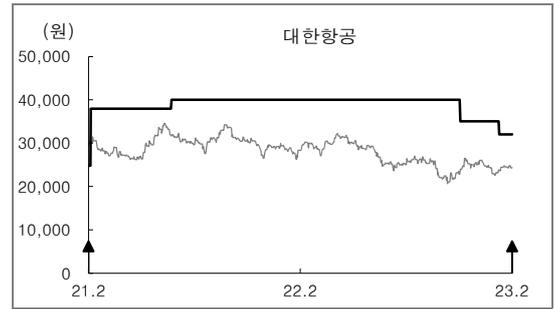
(십억원)	2021	2022P	2023F	2024F
유동자산	6,641	9,877	10,023	11,708
현금 및 현금성자산	1,185	1,458	1,780	2,558
매출채권 및 기타채권	1,026	1,375	1,367	1,539
재고자산	597	800	796	896
기타유동자산	3,833	6,244	6,080	6,715
비유동자산	20,031	20,777	20,232	20,173
관계기업투자등	6	8	8	9
유형자산	16,914	16,735	16,219	16,151
무형자산	276	817	791	767
자산총계	26,672	30,653	30,255	31,881
유동부채	8,445	8,471	8,704	8,581
매입채무 및 기타채무	182	244	242	273
단기금융부채	5,365	4,342	4,393	3,727
기타유동부채	2,898	3,885	4,069	4,581
비유동부채	11,361	13,631	11,716	11,990
장기금융부채	7,151	8,540	7,285	7,000
기타비유동부채	4,210	5,091	4,431	4,990
부채총계	19,806	22,101	20,420	20,571
지배주주지분	6,754	8,447	9,772	11,300
자본금	1,745	1,847	1,957	2,067
자본잉여금	3,948	4,146	4,493	4,841
이익잉여금	110	1,908	2,776	3,845
비지배주주지분	112	105	63	10
자본총계	6,866	8,552	9,835	11,310

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022P	2023F	2024F
P/E (x)	15.4	4.7	10.4	8.4
P/CF (x)	2.6	1.8	2.9	2.6
P/B (x)	1.5	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA (x)	6.0	3.3	3.9	3.1
EPS (원)	1,905	4,896	2,349	2,897
CFPS (원)	11,239	12,422	8,366	9,440
BPS (원)	19,356	22,870	26,458	30,594
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	18.5	56.5	2.7	9.3
EBITDA증가율 (%)	49.9	43.5	-19.3	5.5
조정영업이익증가율 (%)	1,221.2	101.5	-34.9	1.5
EPS증가율 (%)	-	157.1	-52.0	23.3
매출채권 회전을 (회)	11.0	12.6	11.3	11.6
재고자산 회전을 (회)	15.7	20.2	18.2	18.7
매입채무 회전을 (회)	61.3	63.5	60.8	63.5
ROA (%)	2.2	6.0	2.7	3.3
ROE (%)	11.6	23.2	9.5	10.2
ROIC (%)	5.3	9.7	7.2	7.4
부채비율 (%)	288.5	258.4	207.6	181.9
유동비율 (%)	78.6	116.6	115.2	136.4
순차입금/자기자본 (%)	120.2	72.4	49.1	22.9
조정영업이익/금융비용 (x)	3.6	7.2	4.4	4.4

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
대한항공 (003490)				
2023.01.10	매수	32,000	-	-
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
2021.02.05	매수	38,000	-23.46	-9.21
2020.12.02	매수	24,813	-4.40	22.92



* 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 약화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
85.18%	8.89%	5.19%	0.74%

* 2022년 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.