대한항공
(003490)

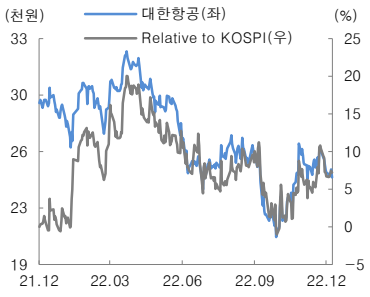
양지환 jihwan.yang@daishin.com
이지니 jini.lee@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	31,000 하향
현재주가 (22.12.26)	24,300 운송업종

ESG평가 등급	S	A+	A	B+	B	C	D

KOSPI	2,317.14
시가총액	8,983십억원
시가총액비중	0.48%
자본금(보통주)	1,943십억원
52주 최고/최저	32,200원 / 20,700원
120일 평균거래대금	331억원
외국인지분율	16.11%
주요주주	한진칼 외 21 인 27.04% 국민연금공단 6.29%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.0	7.3	-2.8	-16.8
상대수익률	2.1	2.8	-0.7	8.2



화물 둔화 〉〉 여객 회복

투자의견 매수, 목표주가 31,000원으로 6% 하향

- 대한항공에 대한 투자의견 매수를 유지하지만, 목표주가는 31,000원으로 6% 하향. 예상보다 빠른 화물 Yield 하락을 반영하여 2023년 영업이익 추정치를 직전 추정 대비 34.1% 하향 조정. 목표주가는 Target PBR 1.1배 적용
- 2023년 4분기 대한항공의 실적은 시장 컨센서스를 다소 하회할 전망
- 실적이 예상을 하회할 것으로 전망하는 이유는 1)10~11월 항공화물 Yield하락에 따른 항공화물부문의 매출 및 수익성이 예상을 하회, 2)2022년 사상최대실적 시현에 따른 성과급 등의 일회성 비용 반영이 예상되기 때문임
- 4분기 항공화물 Yield는 676.2원/km(-13.1% yoy, -16.2% qoq)로 추정. 글로벌 경기둔화 및 연말 재고조정에 따른 물동량 감소와 여객기 공급 증대에 따른 Belly Cargo Space 증가 영향으로 항공화물 Yield가 예상보다 빠르게 하락하고 있는 것으로 판단
- 반면, 국제선 여객수요가 빠르게 증가하면서, 화물 부문의 둔화 영향을 일정부분 상쇄해줄 것으로 전망

2022년 4분기 (연결)영업이익 6,209억원로 기대치 하회 전망

- 대한항공의 연결기준 실적은 매출액 3조 8,716억원(+33.2% yoy), 영업이익 6,209억원(-11.8% yoy), 지배주주순이익 4,307억원(+5.2% yoy) 전망
- 22년 3분기부터 연결로 반영되기 시작한 진에어 실적도 턴어라운드 전망
- 별도 부문별 예상 실적은(yoy) [국제여객] 매출액 1조 5,517억원(+452.2%), ASK 14,464백만Km(+155%), RPK 11,965백만Km(+420%), Yield 129.7원/km +6.2%), [항공화물] 매출액 1조 5,531억원(-28.8%), AFTK 2,726백만Km(-18%), RFTK 2,297백만Km(-18%), Yield 676.2원/km(-13.1%)로 추정

(단위: 십억원, %)

구분	4Q21	3Q22	4Q22(F)					1Q23		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	2,908	3,911	3,877	3,872	33.2	-1.0	3,962	4,142	43.6	7.0
영업이익	704	801	707	621	-11.8	-22.5	723	442	-42.9	-28.9
순이익	410	394	176	431	5.2	9.4	403	343	-35.6	-20.4

자료: 대한항공, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	7,611	9,017	14,088	16,744	15,443
영업이익	107	1,418	2,935	1,883	1,103
세전순이익	-936	843	2,670	2,375	1,314
총당기순이익	-230	579	1,842	1,638	906
지배지분순이익	-212	578	1,805	1,606	888
EPS	-1,181	1,905	5,011	4,348	2,405
PER	NA	15.4	4.9	5.6	10.1
BPS	17,902	22,266	24,877	28,610	31,015
PBR	1.2	1.3	1.0	0.9	0.8
ROE	-7.2	11.6	23.0	16.4	8.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 대한항공, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경 (단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F
매출액	13,947	17,009	14,088	16,744	1.0	-1.6
판매비와 관리비	932	1,360	949	1,312	1.9	-3.6
영업이익	3,064	2,856	2,935	1,883	-4.2	-34.1
영업이익률	22.0	16.8	20.8	11.2	-1.1	-5.5
영업외손익	-717	724	-265	491	적자유지	-32.1
세전순이익	2,348	3,579	2,670	2,375	13.7	-33.7
지배지분순이익	1,587	2,420	1,805	1,606	13.7	-33.7
순이익률	11.6	14.5	13.1	9.8	1.5	-4.7
EPS(지배지분순이익)	4,407	6,554	5,011	4,348	13.7	-33.7

자료: 대한항공, 대신증권 Research Center

표 1. 대한항공 분기 및 연간 별도 실적 추정표 (단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	2021	2022F	2023F
환율평균 (원/달러)	1,115.0	1,121.0	1,157.9	1,183.0	1,210.0	1,261.1	1,340.0	1,370.0	1,144.2	1,294.1	1,331.3
Jet Fuel Mops ($/bbl)	62.5	69.0	73.0	87.0	105.0	143.0	133.0	120.0	72.9	125.3	120.0
매출액	**1,750**	**1,951**	**2,227**	**2,826**	**2,805**	**3,332**	**3,668**	**3,585**	**8,753**	**13,391**	**15,508**
% yoy	*-25.6*	*15.4*	*43.6*	*56.0*	*60.3*	*70.8*	*64.7*	*26.9*	*18.2*	*53.0*	*15.8*
국내여객	41	70	71	99	77	128	131	114	279	450	481
국제여객	117	145	261	281	282	746	1,323	1,552	805	3,903	8,719
화물	1,353	1,511	1,650	2,181	2,149	2,171	1,856	1,553	6,695	7,729	4,848
항공우주	74	106	86	104	97	113	122	156	369	488	605
기타	165	120	159	162	200	174	236	210	606	820	855
영업비용	1,625	1,819	1,788	2,056	2,017	2,597	2,829	2,978	7,289	10,421	13,723
% yoy	*-32.5*	*17.9*	*15.9*	*23.0*	*24.1*	*39.1*	*58.2*	*44.8*	*1.7*	*43.0*	*31.7*
영업이익	**124**	**197**	**439**	**704**	**788**	**736**	**839**	**607**	**1,464**	**2,970**	**1,785**
OPM	7.1	10.1	19.7	24.9	28.1	22.1	22.9	16.9	16.7	22.2	11.5
% yoy	*-319.7*	*32.7*	*5,639.3*	*408.3*	*533.4*	*273.7*	*91.3*	*-13.9*	*515.3*	*102.8*	*-39.9*
ASK (백만 km)											
국제여객	5,107	4,888	5,329	5,672	5,670	6,946	12,117	14,464	20,996	39,197	84,764
%yoy	*-72.3*	*47.4*	*-3.0*	*3.2*	*11.0*	*42.1*	*127.4*	*155.0*	*-35.8*	*86.7*	*116.3*
RPK (백만 km)											
국제여객	1,050	1,304	2,082	2,301	2,254	5,492	9,670	11,965	6,737	29,381	70,346
%yoy	*-92.2*	*0.7*	*34.5*	*88.8*	*114.7*	*321.2*	*364.5*	*420.0*	*-61.6*	*336.1*	*139.4*
화물 (백만 km)											
AFTK	2,883	3,136	3,244	3,324	3,097	3,064	2,920	2,726	12,587	11,807	10,815
%yoy	*16.2*	*21.3*	*20.5*	*11.4*	*7.4*	*-2.3*	*-10.0*	*-18.0*	*17.2*	*-6.2*	*-8.4*
RFTK	2,446	2,697	2,738	2,801	2,572	2,535	2,300	2,297	10,682	9,704	8,836
%yoy	*30.2*	*29.2*	*23.6*	*13.5*	*5.2*	*-6.0*	*-16.0*	*-18.0*	*23.5*	*-9.2*	*-8.9*
Load Factor (%)											
국내여객	75.0	76.7	68.1	81.1	76.0	88.7	84.5	81.9	75.2	83.0	84.6
국제여객	20.6	26.7	39.1	40.6	39.8	79.1	79.8	82.7	32.1	75.0	83.0
화물	84.8	86.0	84.4	84.3	83.0	82.7	78.8	84.3	84.9	82.2	81.7
Yield (cent)											
국내여객	10.9	12.6	12.4	14.4	12.4	14.7	15.0	13.6	12.6	14.0	13.7
% yoy	*-19.9*	*21.3*	*-13.8*	*-5.1*	*13.6*	*16.5*	*21.0*	*-5.0*	*-6.1*	*10.9*	*-1.5*
국제여객	10.0	9.9	10.8	10.3	10.4	10.8	10.2	9.5	10.3	10.2	9.4
% yoy	*32.8*	*-3.5*	*-4.6*	*-19.6*	*3.3*	*8.6*	*-5.7*	*-8.3*	*-2.2*	*-0.6*	*-8.1*
화물	49.6	50.0	52.1	65.8	69.0	67.9	60.2	49.4	54.4	61.7	40.7
% yoy	*71.8*	*3.8*	*34.8*	*33.3*	*39.2*	*35.9*	*15.7*	*-25.0*	*31.8*	*13.5*	*-34.0*
Yield (원)											
국내여객	121.9	141.2	143.8	169.8	150.3	185.0	201.4	186.8	144.2	180.9	187.1
% yoy	*-25.2*	*11.4*	*-16.0*	*0.5*	*23.3*	*31.1*	*40.0*	*10.0*	*-8.4*	*25.4*	*3.4*
국제여객	111.8	111.2	125.5	122.1	125.3	135.8	136.9	129.7	119.4	132.9	123.9
% yoy	*24.0*	*-11.4*	*-7.0*	*-14.8*	*12.1*	*22.1*	*9.1*	*6.2*	*18.9*	*11.2*	*-6.7*
화물	553.1	560.2	602.7	778.5	835.4	856.5	807.1	676.2	626.7	796.5	548.7
% yoy	*60.4*	*-4.6*	*31.4*	*41.1*	*51.0*	*52.9*	*33.9*	*-13.1*	*27.5*	*27.1*	*-31.1*

자료: 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	7,611	9,017	14,088	16,744	15,443
매출원가	6,850	6,912	10,204	13,550	12,828
매출총이익	760	2,105	3,884	3,195	2,615
판매비와관리비	653	687	949	1,312	1,512
영업이익	107	1,418	2,935	1,883	1,103
영업이익률	1.4	15.7	20.8	11.2	7.1
EBITDA	2,076	3,113	4,524	3,413	2,593
영업외손익	-1,043	-575	-265	491	210
관계기업손익	-1	0	0	0	0
금융수익	84	361	411	198	212
외환관련이익	807	375	626	1,071	612
금융비용	-752	-438	-384	-412	-383
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-374	-498	-293	705	381
법인세비용차감전순손익	-936	843	2,670	2,375	1,314
법인세비용	112	-264	-828	-736	-407
계속사업순손익	-823	579	1,842	1,638	906
중단사업순손익	593	0	0	0	0
당기순이익	-230	579	1,842	1,638	906
당기순이익률	-3.0	6.4	13.1	9.8	5.9
비지배지분순이익	-18	1	37	33	18
지배지분순이익	-212	578	1,805	1,606	888
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	10	7	0	0	0
포괄순이익	-132	651	1,842	1,638	906
비지배지분포괄이익	-18	7	37	33	18
지배지분포괄이익	-114	644	1,805	1,606	888

재무상태표 (단위: 십억원)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	4,003	6,641	8,597	10,849	11,261
현금및현금성자산	1,315	1,185	2,735	4,687	5,230
매출채권 및 기타채권	806	1,127	1,093	1,109	971
재고자산	551	597	933	1,109	1,023
기타유동자산	1,331	3,731	3,837	3,945	4,037
비유동자산	21,188	20,031	19,765	19,422	19,168
유형자산	18,482	16,914	16,513	16,067	15,760
관계기업투자금	6	6	6	6	6
기타비유동자산	2,699	3,111	3,246	3,349	3,402
자산총계	25,190	26,672	28,362	30,271	30,429
유동부채	7,988	8,445	6,090	7,186	7,290
매입채무 및 기타채무	833	949	1,027	1,068	1,048
차입금	1,901	986	1,086	1,188	1,088
유동성채무	3,947	4,372	1,519	2,350	2,443
기타유동부채	1,307	2,138	2,458	2,581	2,712
비유동부채	13,891	11,361	13,163	12,344	11,494
차입금	3,015	1,977	3,472	3,300	2,459
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	10,875	9,384	9,691	9,043	9,035
부채총계	21,878	19,806	19,253	19,530	18,784
지배지분	3,207	6,754	8,961	10,567	11,455
자본금	877	1,745	1,949	1,949	1,949
자본잉여금	1,519	3,948	4,146	4,146	4,146
이익잉여금	-523	110	1,915	3,521	4,409
기타자본변동	1,334	951	951	951	951
비지배지분	105	112	148	175	190
자본총계	3,312	6,866	9,109	10,742	11,645
순차입금	13,714	8,255	5,662	3,728	2,250

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	-1,181	1,905	5,011	4,348	2,405
PER	NA	15.4	4.9	5.6	10.1
BPS	17,902	22,266	24,877	28,610	31,015
PBR	1.2	1.3	1.0	0.9	0.8
EBITDAPS	11,593	10,264	12,558	9,242	7,020
EV/EBITDA	9.0	6.0	3.3	3.8	4.4
SPS	42,489	29,727	39,109	45,337	41,815
PSR	0.5	1.0	0.6	0.5	0.6
CFPS	12,671	11,239	14,376	9,925	7,700
DPS	0	0	0	0	0

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
성장성					
매출액 증가율	-38.5	18.5	56.2	18.9	-7.8
영업이익 증가율	-39.1	1,221.2	107.0	-35.8	-41.4
순이익 증가율	적지	흑전	218.3	-11.0	-44.7
수익성					
ROIC	0.5	5.3	12.0	7.9	4.8
ROA	0.4	5.5	10.7	6.4	3.6
ROE	-7.2	11.6	23.0	16.4	8.1
안정성					
부채비율	660.6	288.5	211.4	181.8	161.3
순차입금비율	414.1	120.2	62.2	34.7	19.3
이자보상배율	0.2	3.6	8.1	4.9	3.1

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	1,377	3,514	4,259	2,897	2,803
당기순이익	-230	579	1,842	1,638	906
비현금항목의 가감	2,500	2,830	3,337	2,027	1,938
감가상각비	1,969	1,695	1,589	1,530	1,489
외환손익	-393	426	532	-641	-317
지분법평가손익	1	0	0	0	0
기타	923	709	1,216	1,138	765
자산부채의 증감	-940	48	134	207	562
기타현금흐름	47	57	-1,053	-976	-603
투자활동 현금흐름	-3	-2,445	-1,025	-929	-1,012
투자자산	-462	39	-9	-10	-10
유형자산	-571	-304	-1,161	-1,061	-1,161
기타	1,030	-2,179	145	143	159
재무활동 현금흐름	-858	-1,211	-2,404	-786	-2,396
단기차입금	1,030	-216	100	102	-100
사채	159	1,016	1,000	-6	-100
장기차입금	830	297	494	-165	-742
유상증자	1,119	3,300	402	0	0
현금배당	-61	-18	0	0	0
기타	-3,935	-5,591	-4,401	-717	-1,455
현금의 증감	498	-129	1,549	1,952	543
기초 현금	816	1,315	1,185	2,735	4,687
기말 현금	1,315	1,185	2,735	4,687	5,230
NOPLAT	94	973	2,025	1,299	761
FCF	1,447	2,321	2,414	1,730	1,051

자료: 대한항공, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

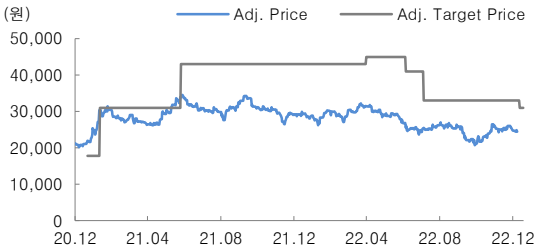
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:양지환)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

대한항공(003490) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	22.12.27	22.07.20	22.06.20	22.04.15	21.12.10	21.06.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy
목표주가	31,000	33,000	41,000	45,000	43,000	43,000
괴리율(평균,%)		(25.31)	(38.86)	(35.02)	(31.72)	(28.44)
괴리율(최대/최소,%)		(18.18)	(36.46)	(29.33)	(25.12)	(19.77)
제시일자	21.01.26	21.01.05				
투자의견	Marketperform	Marketperform				
목표주가	31,000	17,800				
괴리율(평균,%)	(7.44)	36.52				
괴리율(최대/최소,%)	9.68	21.30				
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20221224)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.2%	7.8%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상

[ESG 평가 등급체계]

* 한국 ESG 연구소에서 ESG 등급을 평가하여 작성한 내용입니다

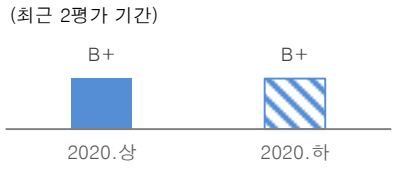
등급	구분	등급별 의미
Excellent (S)	양호	환경 및 사회, 지배구조의 리스크를 관리할 뿐만 아니라 이를 기회로 포착하고 수익을 창출할 수 있음
Very Good (A+)		환경, 사회, 지배구조 중 리스크 관리가 적절하지 않은 부문이 발생할 가능성이 있음. 그러나 전반적으로 ESG 이슈에 대한 관심을 가지고 지속적 개선 노력을 하고 있음
Good (A)		환경, 사회, 지배구조에 대한 일정 부문의 리스크를 지니고 있음. 그러나 ESG 에 대한 사업기회를 가지고 있을 가능성 있음
Fair (B+,B)	보통	환경, 사회, 지배구조에 대한 일정 부문의 리스크를 지니고 있음
Laggard (C)	미흡	환경, 사회, 지배구조에 대한 리스크를 지니고 있으며, ESG 이슈가 기업의 수익성에 영향을 미칠 가능성이 존재함
Poor (D)		이해관계자 관리가 미흡하며 정보공개가 부족한 경우 환경, 사회, 지배구조에 대한 리스크 관리가 평균 이하로, ESG 이슈로 인하여 기업의 중장기 수익성에 중대한 영향을 미칠 가능성이 있음

대한항공 통합 ESG 등급

B+

- 대한항공은/는 한국 ESG 연구소의 ESG 평가 결과 등급은 B+, 20년 상반기 대비 등급이 동일합니다
- ESG 전체 영역 중 E 영역에서 점수가 상승하였습니다.
- ESG 전체 영역 중 S 영역에서 점수가 상승하였습니다
- ESG 전체 영역 중 G 영역에서 점수가 상승하였습니다

최근 2평가 기간 기준일: 2020.06.30

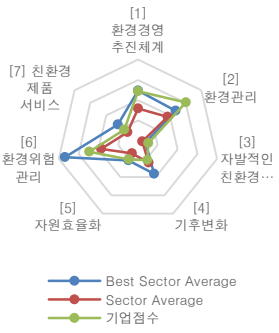


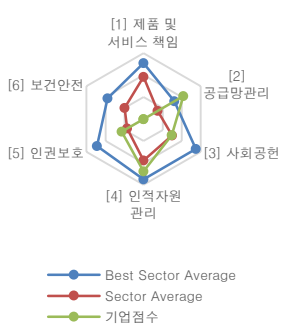
영역별 대분류 평가 결과

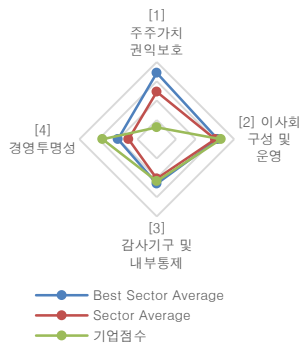
환경 (Environmental)	
환경 대분류	평가기업 수준
환경경영 추진체계	■■■
환경관리	■■■
자발적인 친환경 활동	■■■
기후변화	■■
자원효율화	■■■
환경위험 관리	■■■
친환경 제품 서비스	■■

사회 (Social)	
사회 대분류	평가기업 수준
제품 및 서비스 책임	■
공급망관리	■■■■
사회공헌	■■
인적자원 관리	■■■
인권보호	■■
보건안전	■

지배구조 (Governance)	
지배구조 대분류	평가기업 수준
주주가치 권익보호	■
이사회 구성 및 운영	■■■
감사기구 및 내부통제	■■■
경영투명성	■■■■■







* 영역별 대분류 평가기업 수준은 한국 ESG 연구소 평가 커버리지 내 상대적인 수준을 평가한 것으로 절대적인 수치가 아님

해당 ESG 등급 및 평가는 한국ESG연구소 고유의 평가모델에 기반한 것으로서 객관적으로 정확하고 신뢰할 수 있다고 판단한 기업 제시자료 및 공시자료 등에 근거하고 있습니다. 본 ESG 정보는 무엇보다 기업 및 주주 가치 분석 등 투자 목적으로 작성되지 않았으며 그 정확성, 완전성, 적시성, 상업성에 적합한지 여부 등을 보장하지 않습니다. 따라서 정보의 오류, 사기 및 허위, 미제공 등과 관련한 어떠한 형태의 책임도 부담하지 않으므로 본 자료를 이용하시는 경우 이와 관련한 투자의 최종 결정은 이용자의 판단으로 하며 그 활용으로 인한 모든 위험도 자신이 부담한다는 점을 명확히 합니다. 또한, 한국ESG연구소에서 작성한 발간물에 수록된 모든 정보의 지적재산권은 한국ESG연구소의 소유입니다. 따라서 한국ESG연구소의 사전 서면 동의 없이 복제, 배포, 전송, 데이터 등 자료의 인용, 변형 또는 그러한 목적으로 사용 또는 보유하는 것 등을 엄격하게 금지합니다.