

대한항공 (003490) KOREAN AIR

조원 : 하현빈, 한채원, 김민재, 유해린,
윤혜원, 이경수, 방준식, 손일수

01. 기업개요. 기업 개괄 및 사업부문

KOREAN AIR

대한민국의 Flag Carrier.

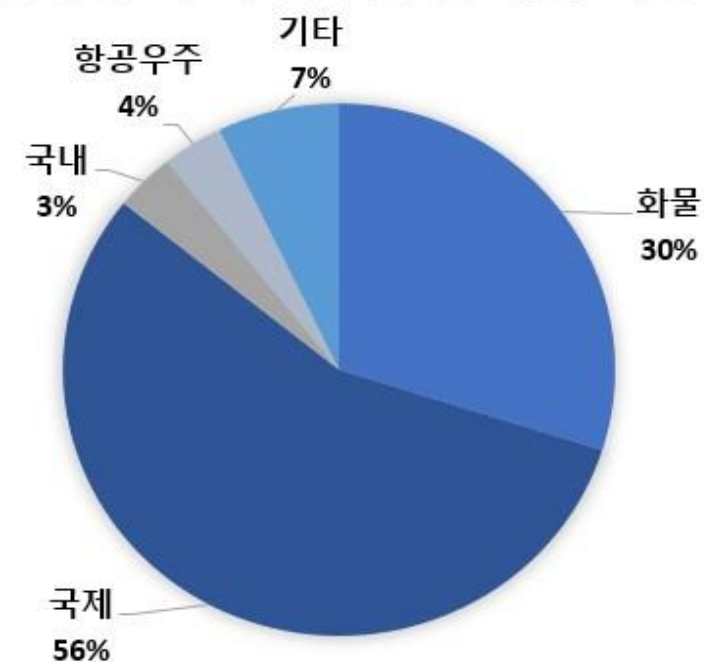
1962년 6월 대한항공공사 설립 이후, 1969년 3월 국영에서 민영으로 전환.

2023년 5월말 기준 총 **155대의 항공기** 보유.

국내 13개 도시, 해외 43개국 120개 도시에 취항하며 항공운송사업 수행 중.



대한항공의 사업부문별 매출 비중



여객사업 : 2023년 6월말 기준, 총133대의 여객기를 보유하고 국내13개 도시와 해외 35개국95개 도시에 취항 중.

화물사업 : 화물기 및 여객기 하단Belly 공간에 화물을 탑재 · 수송하여 수익을 창출하는 사업. 당사는 6월말 기준, 해외 27개국 46개 도시에 화물기23대를 운항 중.

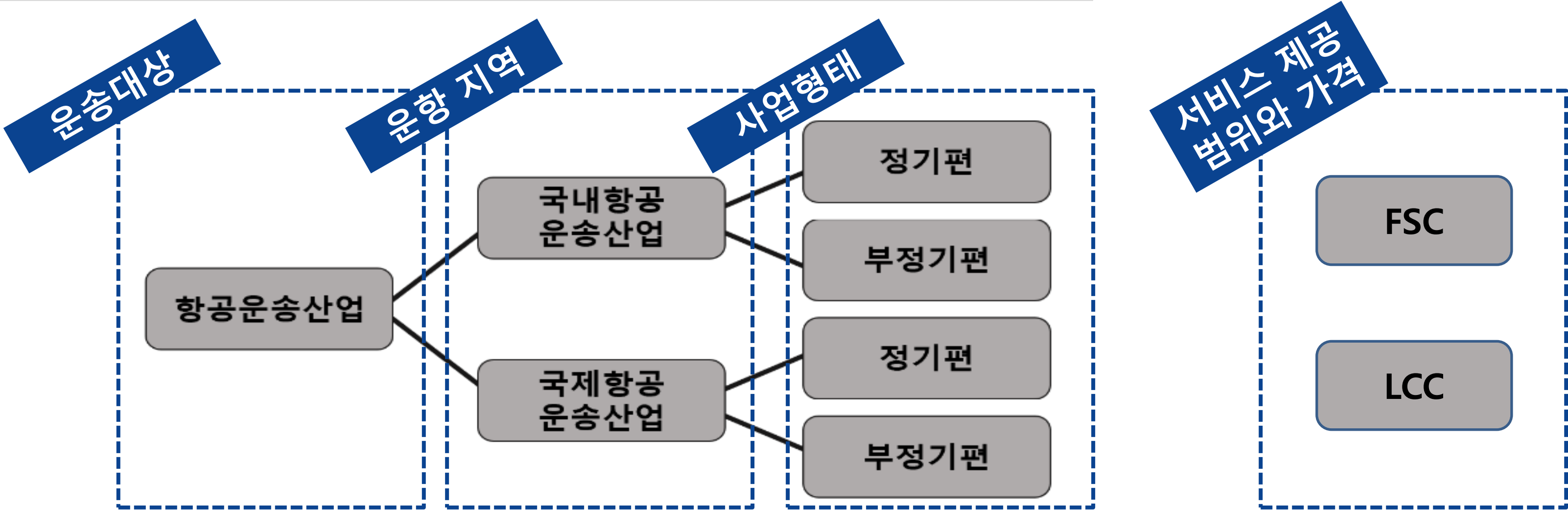
항공우주사업 : 군용기MRO, 민항기 제조와 무인기 개발 및 제조 사업.

방위사업 : 80년대부터 항공기 창정비나 부품생산 이력을 인정받아 미공군 전투지 창정비 지속.

02. 산업개요. 항공운송산업의 특징

항공운송산업이란?

항공기를 사용하여 유상으로 **여객**이나 **화물**을 운송하는 서비스 산업



03. 실적. 매출은 상승, 영업이익은 하락

높은 매출과 그렇지 못한 영업이익

- 2023년 2분기 영업수익(매출)
3조 5354억원 (YoY +6.1%)
- 2023년 2분기 영업이익
4680억원 (YoY -36.4%)

구 분	'22. 2Q	'23. 2Q(E)	증 감	
영업수익	33,324	35,354	+2,030	+6.1%
여객 노선 수익	8,742	22,210	+13,468	+154.1%
화물 노선 수익	21,712	9,638	-12,074	-55.6%
기타 수익	2,870	3,506	+636	+22.2%
영업비용	25,965	30,674	+4,709	+18.1%
연료비	10,140	9,808	-332	-3.3%
연료비 외	15,825	20,866	+5,041	+31.9%
영업이익 (영업이익률)	7,359 (22.1%)	4,680 (13.2%)	-2,679	-36.4%
영업외손익	-1,128	285	+1,413	
순이자손익	-436	-428	+8	
외화환산차손익	-1,940	379	+2,319	
법인세차감전순손익	6,231	4,965	-1,266	-20.3%
분기순손익	4,504	3,715	-789	-17.5%

03. 실적. 재무건전성 개선

안정적인 재무건전성으로

- 당기순이익 지속 발생
-> 부채비율 감소
- 부채비율: '19년 말 814%
-> '23년 2분기 말 197%
- 현금성자산 증가
-> 순 금융부채 감소
- '19년 말 대비 순 금융부채 약 10조원 감소

안정성 지표

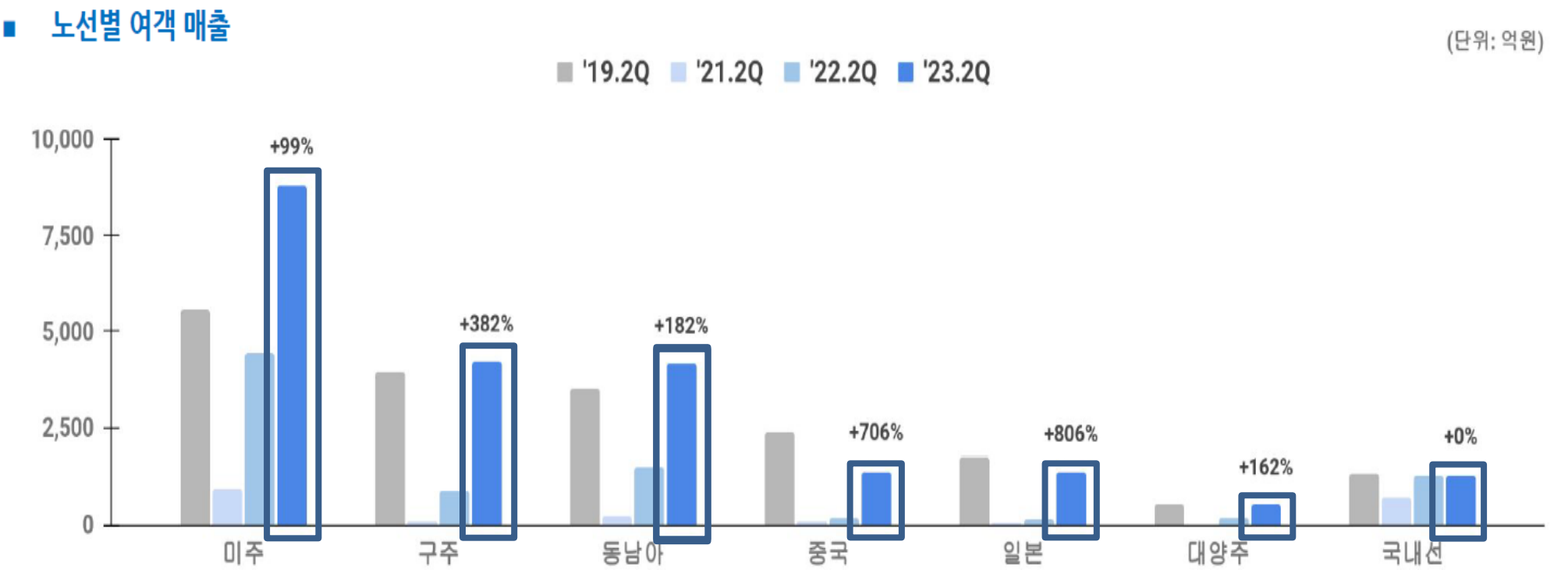


03. 실적. 여객사업

여행 선호 심리 => 매출상승으로

- 2분기 여객 매출
-> 2조2210억원 (YoY +154%)
- 엔데믹에 따른 여객수요 증가에
대비해 직전 분기 대비 공급을 20%
늘린 결과

(그래프는 매출을 나타낸다)



구 분	'19. 2Q	'21. 2Q	'22. 2Q	'23. 2Q(E)	전년 대비	'19년 대비
공 급 (백만km)	25,276	5,531	7,728	20,060	+159.6%	-20.6%
수 송 (백만km)	20,872	1,798	6,186	16,846	+172.3%	-19.3%
L/F	82.6%	32.5%	80.0%	84.0%	+3.9%p	+1.4%p

(표는 운항거리를 나타낸다)

03. 실적. 화물사업

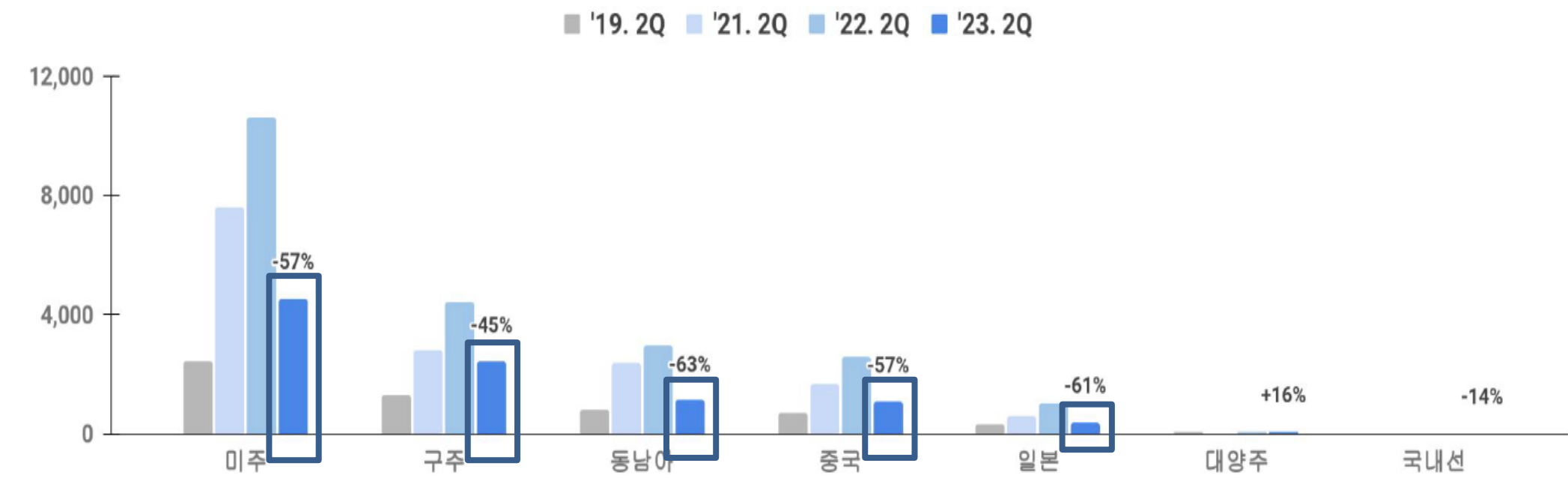
글로벌 경기둔화에 부진한 화물 업황

- 2분기 화물 매출
-> 9,638억원 (YoY -56%)
- 여객 정상화 가속화, 항공 화물 수요 감소로 운임 하락 영향

(그래프는 매출을 나타낸다)

■ 노선별 화물 매출

(단위: 억원)



구 분	'19. 2Q	'21. 2Q	'22. 2Q	'23. 2Q(E)	전년 대비	'19년 대비
공 급 (백만톤km)	2,537	3,136	3,064	2,935	-4.2%	+15.7%
수 송 (백만톤km)	1,781	2,696	2,535	2,060	-18.8%	+15.6%
L/F	70.2%	86.0%	82.7%	70.2%	-12.5%p	+0%p

(표는 운항거리를 나타낸다)

04. 투자포인트1. 여객회복

엔데믹 이후 여객 회복세 반영

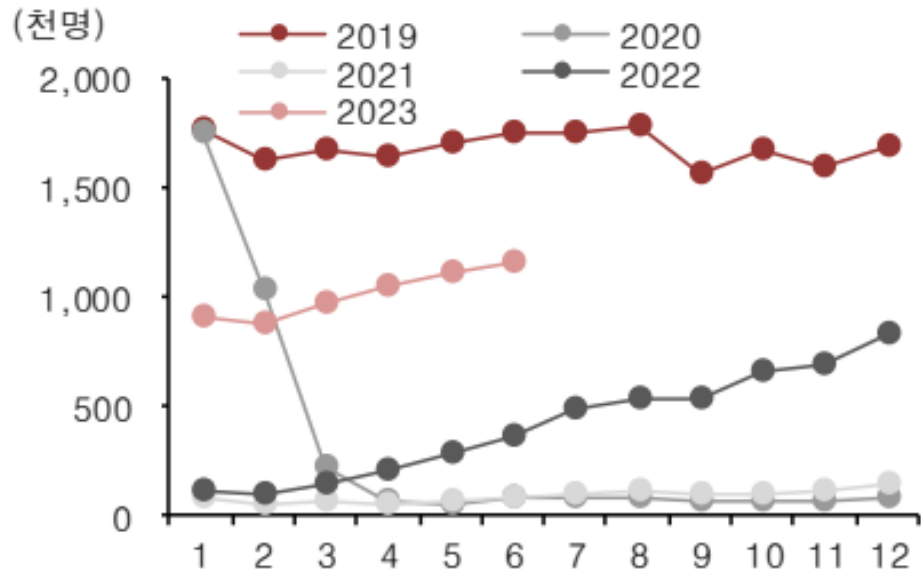
- 당시 투자 포인트로 엔데믹에 따른 여행심리 회복으로 항공사 실적 개선을 기대함.
- 기대 이상의 국제선 여객 호조로 부진한 화물 시황을 극복함.
- 3분기 휴가시즌이라는 계절적 요인이 작용하면 여객 실적은 더욱 좋아질 것으로 전망.

그림4. 여행비 지출 전망



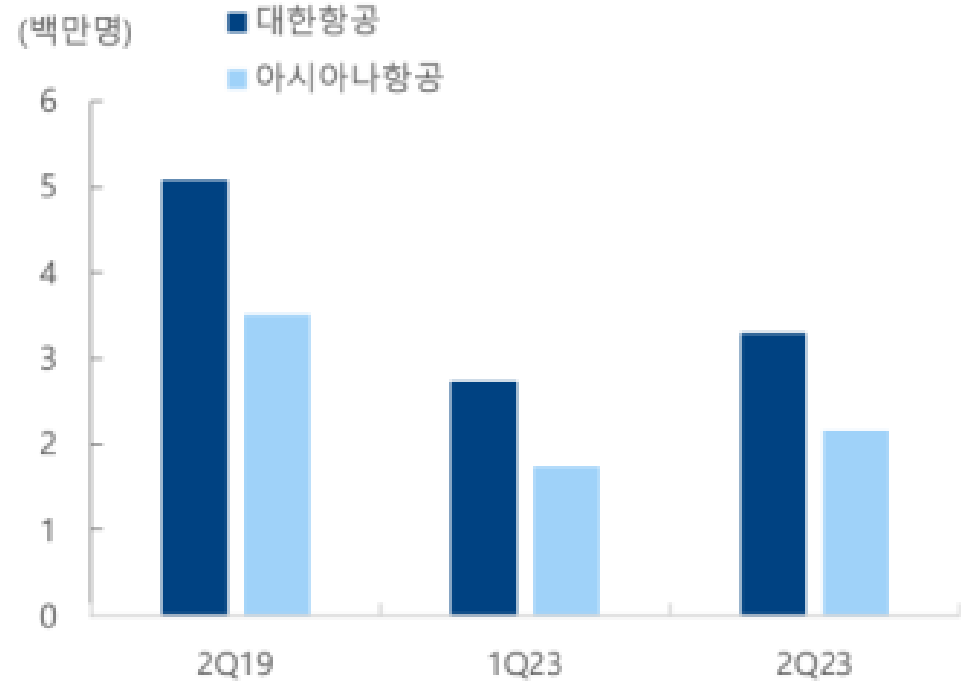
자료: 통계청, NH투자증권 리서치본부

그림 3 대한항공 인천공항 여객 수송 실적(국제선)



자료: 인천공항공사, 흥국증권 리서치센터

그림3.FSC 국제선 여객 수



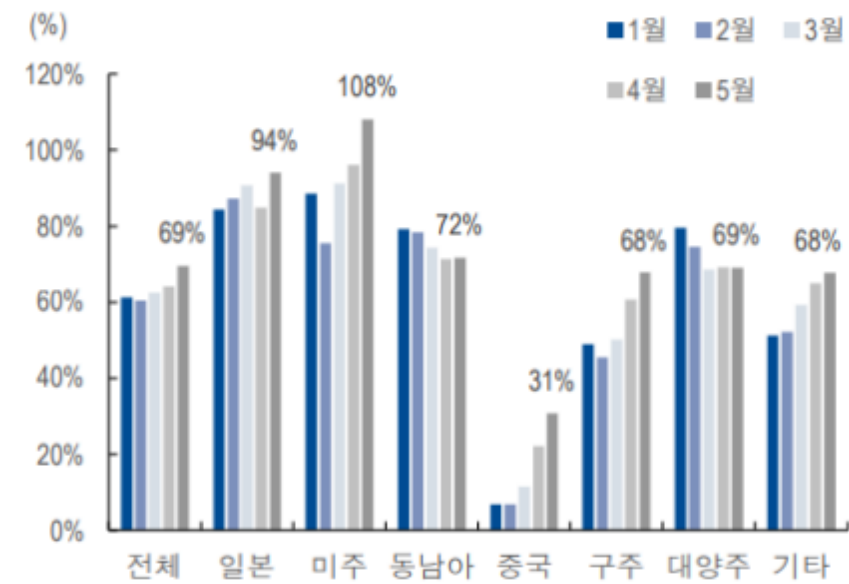
자료: 인천공항공사, 전국공항공사, 하이투자증권 리서치본부

04. 투자포인트1. 여객회복

장거리 여행에 대한 선호심리

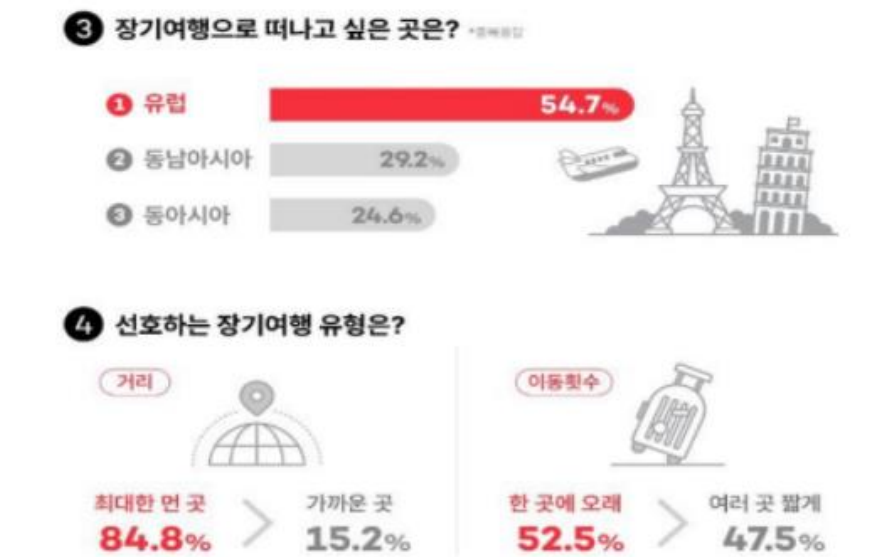
- 중장거리 노선에 대한 수요 증가.
- 기존에 단거리 노선 선호 심리에서 유럽등의 장거리 여행 선호 심리 강해짐.
- 장거리 상품 비중, 코로나 이전 대비 13% 상승한 46% 기록.

그림1. 2분기 이후, 중장거리 노선 수요 회복세



자료: 한국공항공사, 인천공항공사, NH투자증권 리서치본부

그림6. 장거리 여행 수요 증가



자료: TTL뉴스, 여기어때

표4. 여름 성수기 시즌 인기 여행지 순위

순위	2019년(코로나19 이전)	2023년
1	베트남	베트남
2	태국	서유럽(▲8)
3	필리핀	필리핀
4	중국	일본
5	일본	북유럽(▲2)
6	홍콩/마카오	동유럽(신규진입)
7	북유럽	중국
8	튀르키예/그리스	대만
9	호주	호주
10	서유럽	튀르키예/그리스

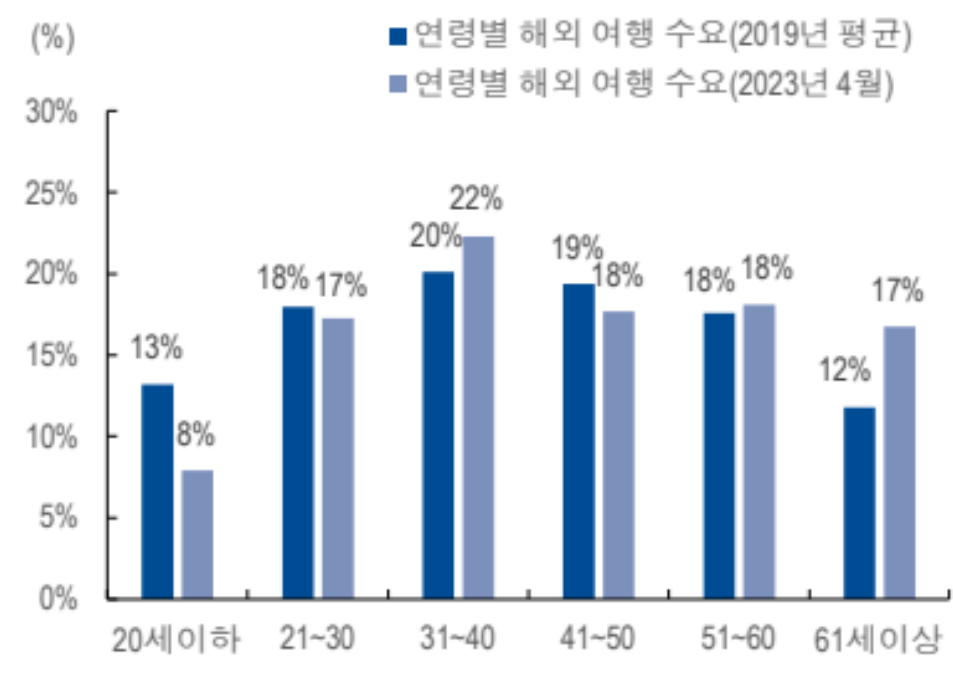
주: 7월 말~8월 초 여행 예약 기준
자료: 언론 보도, NH투자증권 리서치본부

04. 투자포인트1. 여객회복

프리미엄의 강세

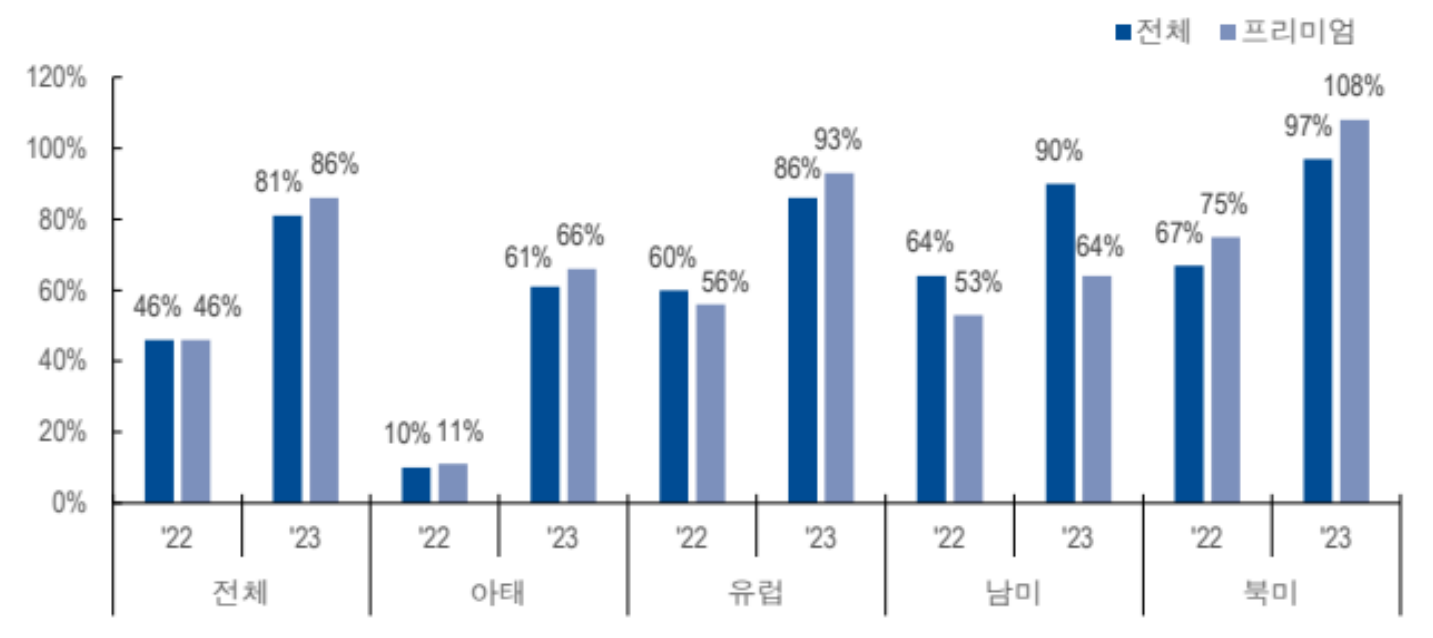
- 베이비붐 세대의 은퇴 등의 이유로 60대 이상 연령층의 여행 수요 강하게 회복.
- 프리미엄, 즉 비즈니스 석의 수요 늘어남.
- 대한항공의 경우 비즈니스석의 탑승률이 이코노미석보다 높은 상황 지속.
- 장거리 수요 호조 & 프리미엄 수요 => 2분기 비수기, 운임하락제한.

그림8. 전체 여객에서 연령별 수요 비중



주: 2023년 4월 기준,
자료: 한국관광 데이터랩, NH투자증권 리서치본부

그림9. 2019년 대비 클래스별 수요 회복 정도



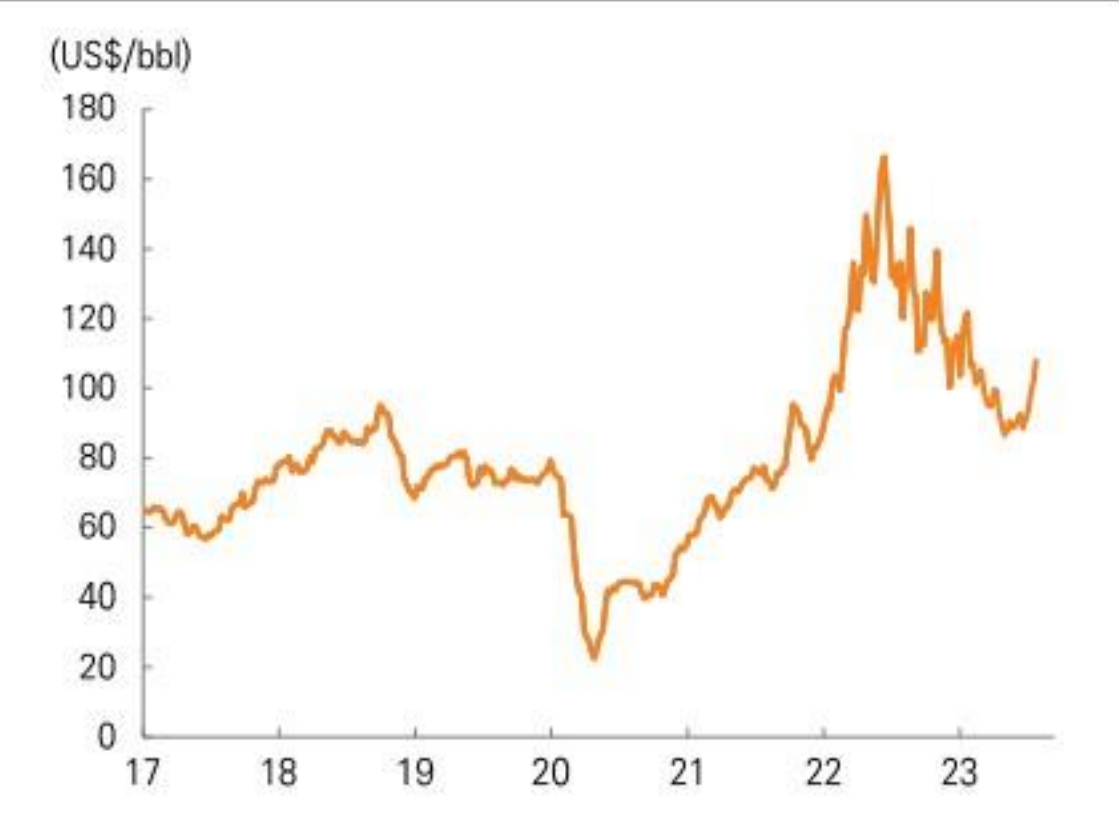
자료: IATA Economics, NH투자증권 리서치본부

04. 투자포인트2. 항공유 하락

항공유 가격 감소

- 대한항공 2분기 IR 자료에 따르면 연료비가 감소한 것으로 확인.
- 매출 증가에 따라 사용량이 증가했지만 유가 하락에 따른 연료비의 감소(영업이익에 긍정적인 영향).
- 하지만, 인건비, 감가상각비, 공황/화객비의 증가 등 사업 정상화에 따른 비용 증가가 전체적인 영업이익 하락으로 이어짐.

그림 5. 항공유 가격



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

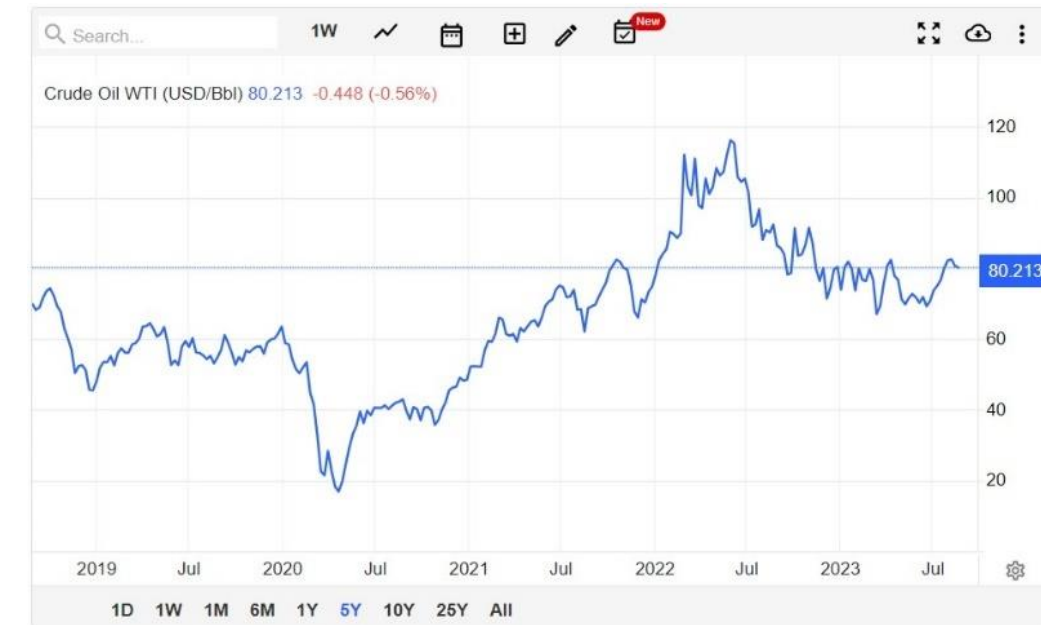
						(단위 : 억원)
구 분	'22. 2Q	'23. 2Q(E)	증 감		비 고	'23. 1H(E)
영업수익	33,324	35,354	+2,030	+6.1%		67,313
여객 노선 수익	8,742	22,210	+13,468	+154.1%		39,987
화물 노선 수익	21,712	9,638	-12,074	-55.6%		20,123
기타 수익	2,870	3,506	+636	+22.2%	항공우주 매출 1,217억원 (+88억원, +7.8%)	7,203
영업비용	25,965	30,674	+4,709	+18.1%		58,483
연료비	10,140	9,808	-332	-3.3%	소모량 +39% 단가 -33% 환율 +5%	19,853
연료비 외	15,825	20,866	+5,041	+31.9%	인건비, 감가상각비, 공황/화객비 등	38,630
영업이익 (영업이익률)	7,359 (22.1%)	4,680 (13.2%)	-2,679	-36.4%		8,830 (13.1%)
영업외손익	-1,128	285	+1,413			572
순이자손익	-436	-428	+8		이자수익 760억원, 이자비용 1,187억원	-754
외화환산차손익	-1,940	379	+2,319		순외화부채 27억불	-649
법인세차감전순이익	6,231	4,965	-1,266	-20.3%		9,402
당기순이익	4,504	3,715	-789	-17.5%		7,269

※ 평가환율(USD/원) : '23년 1분기말 1,303.8 → '23년 2분기말 1,312.8 (+9.0원, +0.7%)
(JPY/원) : '23년 1분기말 981.4 → '23년 2분기말 907.0 (-74.4원, -7.6%)

04. 투자포인트2. 항공유 하락

국제유가 반등, 추가적인 상승 제한적

- 국제유가의 우려스러운 반등.
- 언제 올라도 이상하지 않을 공급구조 형성중.
- 최근의 상승의 주된 요인은 드라이빙 시즌에 따른 계절적 수요가 크다는 판단.
- 중국 경기 부진으로 수요 측면의 레벨 다운이 상방 경직성을 형성하여 현재의 80달러 초반을 유지하는 모습으로 제한적인 상승 전망.
- 차트에서 MACD, STOCHASTIC에서 하락 다이버전스 관찰 이후 조정된 모습, 하락에 따른 조정이 이어질 것이나 상승 여력이 제한적으로 판단, 현재 기조 유지 전망.



04. 투자포인트3. 안정적인 재무구조와 개선

우수한 수익성1 지표 : ROA

- 1Q : 대한항공 6.35%
아시아나항공 2.83%
미국 델타 항공 4.4%
유나이티드 항공 3.52%
- 2Q : 대한항공 ROA 4.2%로
1분기에 비해 다소 하락한 모습
그러나, 아시아나항공은 더욱 큰
폭으로 하락 & 기타 경쟁사의 ROA
역시 하락
- → 여전히 경쟁업계에서
상대적으로 높은 ROA 유지
중이라고 볼 수 있음

(십억원)	2Q23P	2Q22	(% YoY)	1Q23	(% QoQ)
매출액	3,535.4	3,332.4	6.1	3,195.9	10.6
영업이익	468.0	735.9	-36.4	415.0	12.8
세전이익	496.5	623.1	-20.3	443.7	11.9
순이익	371.5	450.4	-17.5	355.4	4.5
영업이익률(%)	13.2	22.1		13.0	
순이익률(%)	10.5	13.5		11.1	

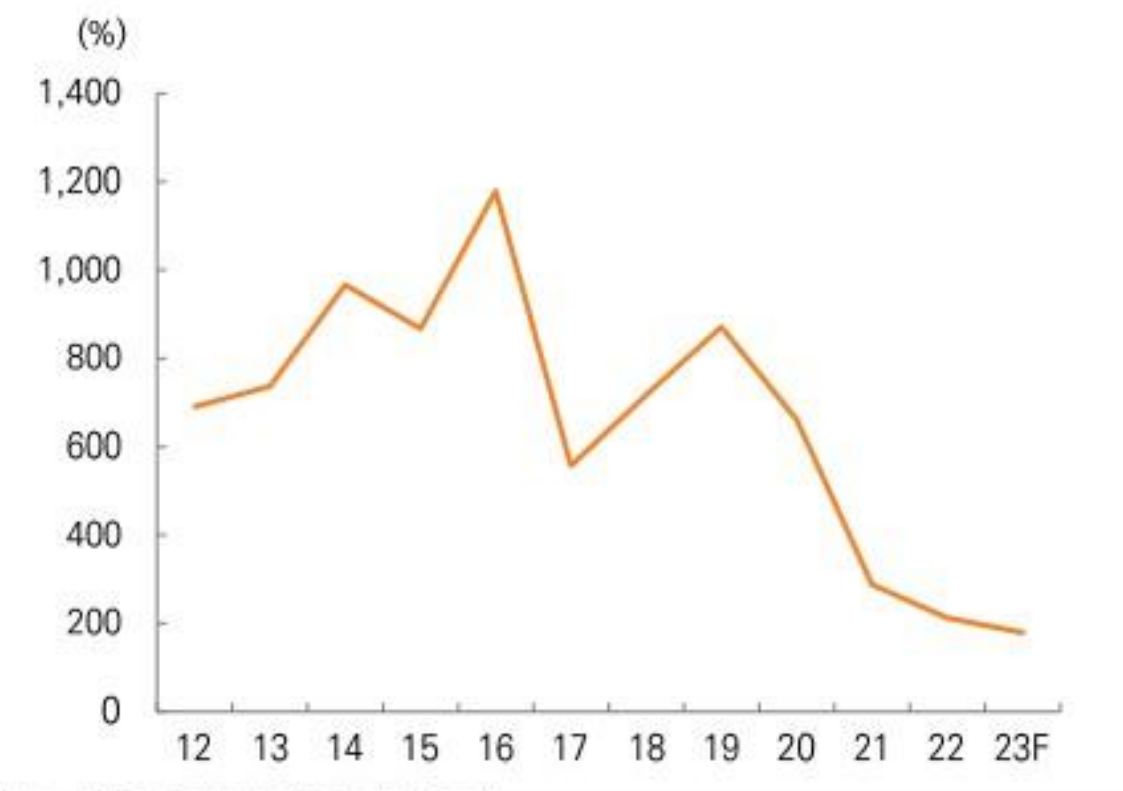
자료: 대한항공, 메리츠증권 리서치센터

04. 투자포인트3. 안정적인 재무구조와 개선

부채총계 및 부채비율의 지속적 감소

- 코로나19 당시, 화물기 운용으로 사업 안정성 확보 & 대규모 유상증자를 활용해 peer그룹 대비 낮은 부채비율 엔데믹 이후로 여러 분기 거쳐 부채총계 하락 중
- 코로나19 기간 급증했던 항공사들의 마일리지 부채의 감소세 23년 상반기 마일리지 부채 : 전년 대비 4.1% 감소한 2조 4637억원
- 2Q23 대한항공 부채비율 : 208.1%
- 이는 부채총계의 감소 + 총자본 증가 영향

그림 4. 대한항공 부채비율 추이



자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

- 당기순이익 지속 발생하여 재무건전성 개선 (부채비율: '19년 말 814% → '23년 2분기 말 197%)
- 현금성 자산 증가로 순 금융부채 감소 ('19년 말 대비 순 금융부채 약 10조원 감소)

(단위 : 억원)

구 분	'22년 말	'23년 2분기말(E)	증 감		비 고
자산 총계	280,657	287,534	+6,877	+2.5%	
유동 자산	76,109	82,065	+5,956	+7.8%	
현금성 자산	53,581	59,451	+5,870	+11.0%	단기금융상품 포함
비유동 자산	204,548	205,469	+921	+0.5%	
항공기 관련 자산	124,624	124,989	+365	+0.3%	
부채 총계	188,401	190,801	+2,400	+1.3%	
금융 부채	105,511	105,986	+475	+0.5%	평가환율 상승효과 '22년말 1,267.3원 → '23년 2분기 1,312.8원 (+45.5원, +3.6%)
기타 부채 (영업 부채)	82,890	84,815	+1,925	+2.3%	
선수금	39,329	48,556	+9,227	+23.5%	
자본 총계	92,256	96,733	+4,477	+4.9%	
부채비율	204%	197%			
순 금융부채	51,930	46,535	-5,395	-10.4%	순 금융부채: 금융 부채 - 현금성 자산

04. 투자포인트3. 안정적인 재무구조와 개선

안정적인 현금흐름지표

- 코로나 팬데믹 시즌임에도 불구하고
- 영업활동현금흐름 : 지속적으로 증가
- 재무활동현금흐름 : 지속적으로 음의 값을 기록
- 잉여현금흐름 : 지속적으로 큰 폭 상승

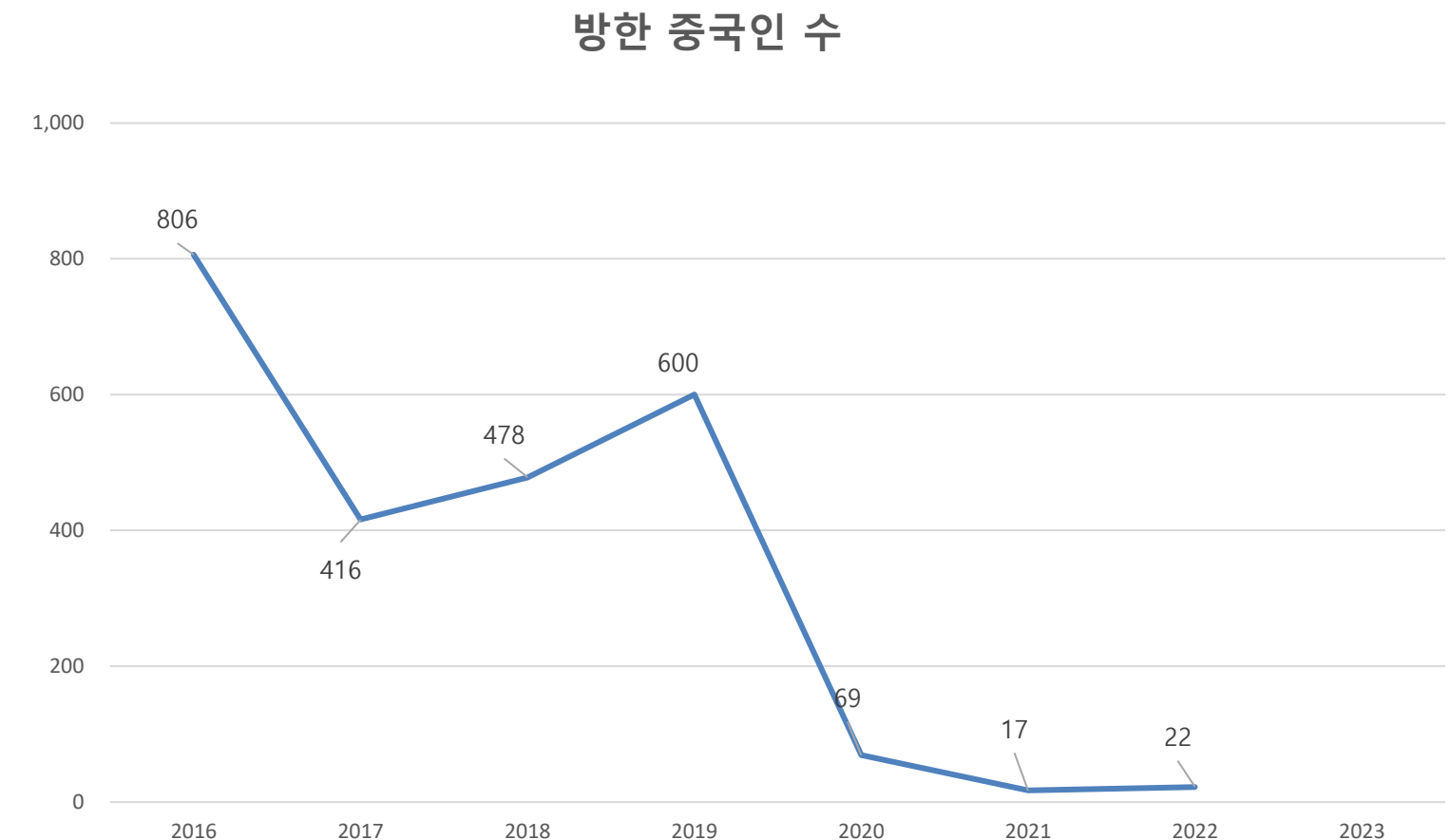
Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	1,440.6	3,498.4	5,368.4	2,756.7	1,882.1
당기순이익(손실)	-194.6	638.7	1,779.6	897.7	291.1
유형자산상각비	1,842.3	1,586.6	1,475.3	1,651.5	1,771.0
무형자산상각비	29.0	30.2	28.1	25.7	22.8
운전자본의 증감	-990.9	76.5	931.8	-90.0	-461.4
투자활동 현금흐름	-781.4	-2,549.2	-2,940.4	-259.7	417.5
유형자산의증가(CAPEX)	-594.6	-331.5	-745.2	-370.8	-120.0
투자자산의감소(증가)	-302.8	-156.9	-783.7	11.4	161.8
재무활동 현금흐름	-232.6	-1,076.2	-2,631.7	-1,173.2	-908.7
차입금의 증감	-516.9	-3,281.6	-1,520.7	-195.2	-351.0
자본의 증가	1,123.0	3,298.0	299.4	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	409.7	-112.4	-226.6	1,332.3	1,390.8
기초현금	746.1	1,155.9	1,043.5	816.9	2,149.2
기말현금	1,155.9	1,043.5	816.9	2,149.2	3,540.0

05. 새로운 투자포인트. 중국의 단체관광 허용

6년 5개월만에 상승 모멘텀 형성

- 항공사들은 축소했던 중국 노선 재운항 및 확대 예정
- 국내 항공사 중 중국 노선 최다 보유한 대한항공이 큰 수혜를 받을 것
- 당일 대한항공, 아시아나항공 주가는 각각 전일 대비 2.9%, 9.42% ↑
- 3Q : 중국 노선의 여객 수 증가에 따른 국제선 탑승률(L/F) 개선
 - + 운임 상승 효과 기대 + 9월 말~10월 초 중국 중추절, 국경절 연휴
- 4Q : 중국 외 노선 공급 축소에 따른 탑승률 제고
 - + 운임 방어로 비수기 효과 상쇄 기대



06. 리스크

아시아나 항공 인수 불발 우려

당시 리스크

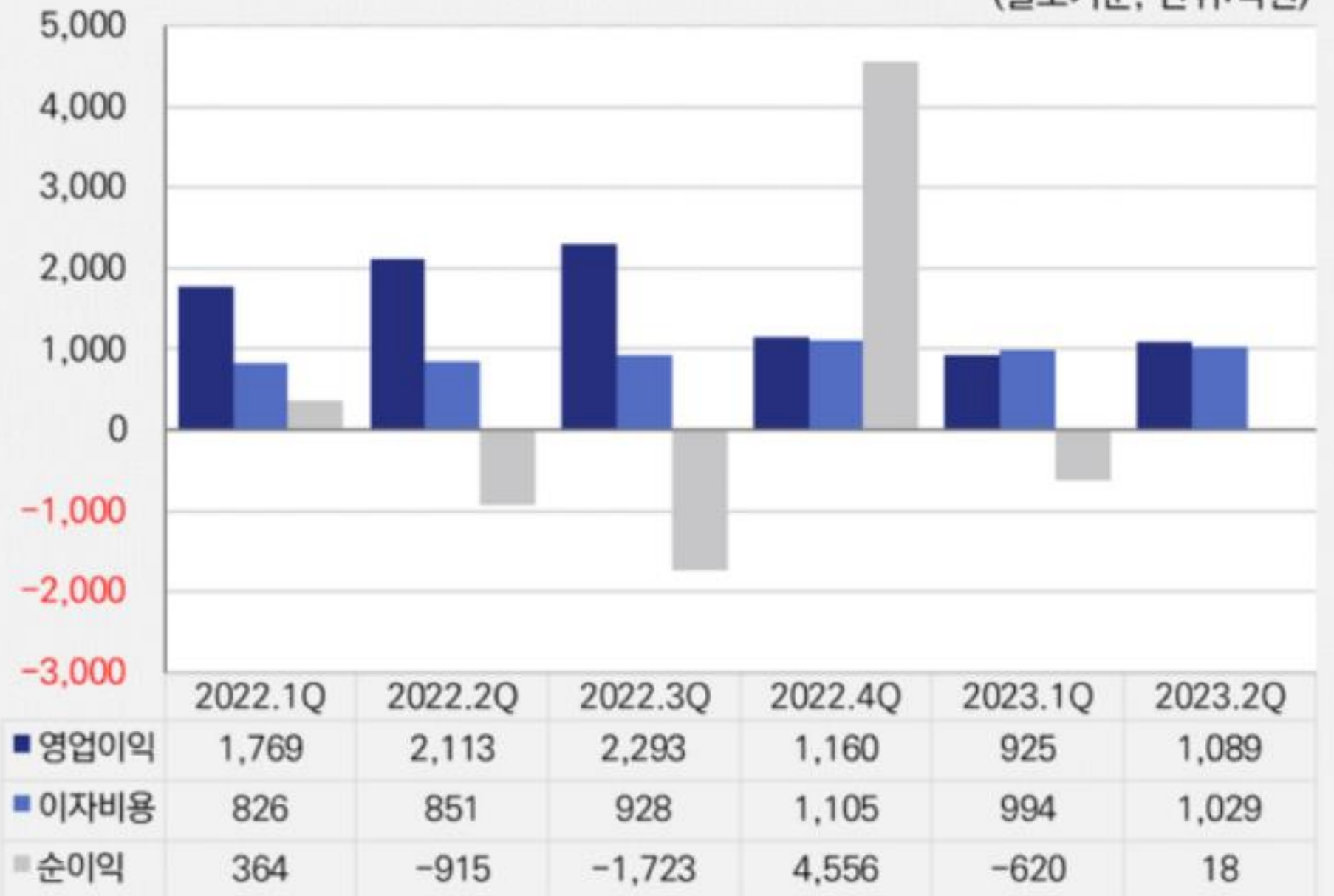
- 기업결합심사 완료 : 한국, 중국, 싱가포르, 영국 등 11개
- 완료x : 미국, 일본, EU
- 미 법무부에서 인수를 막기 위한 소송을 진행할 예정이라는 보도

현재

- 기업결합심사 심사종료기한 8월 ⇒ 10월 연장
- 미국 법무부와 유럽연합 집행위원회 합병에 대해 여전히 강경한 입장
- 악화되는 아시아나의 재무 구조

아시아나항공 이자비용 및 이익 추이

(별도기준, 단위:억원)

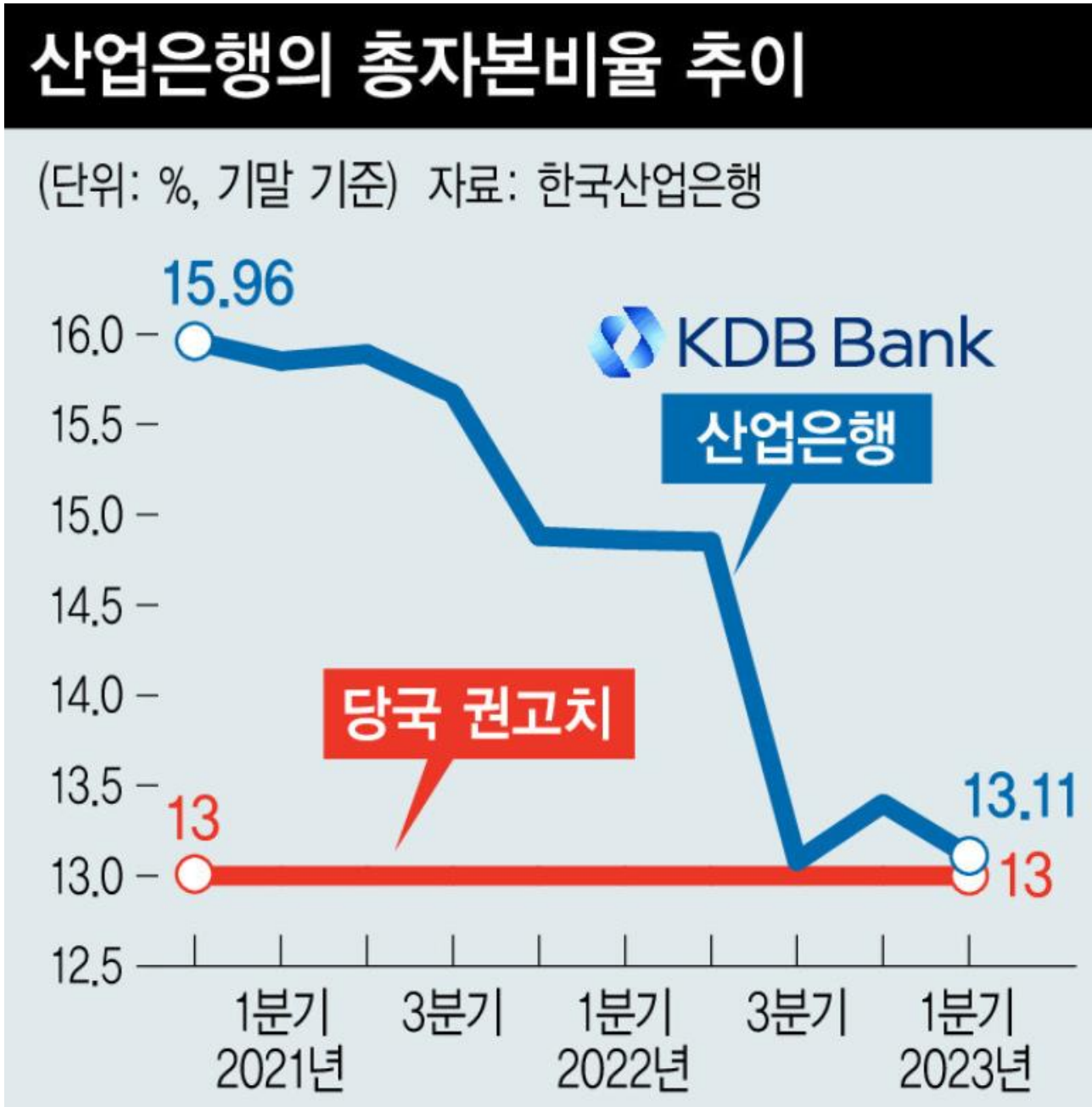


06. 리스크

아시아나 항공 인수 불발 우려



제삼자 매각설?

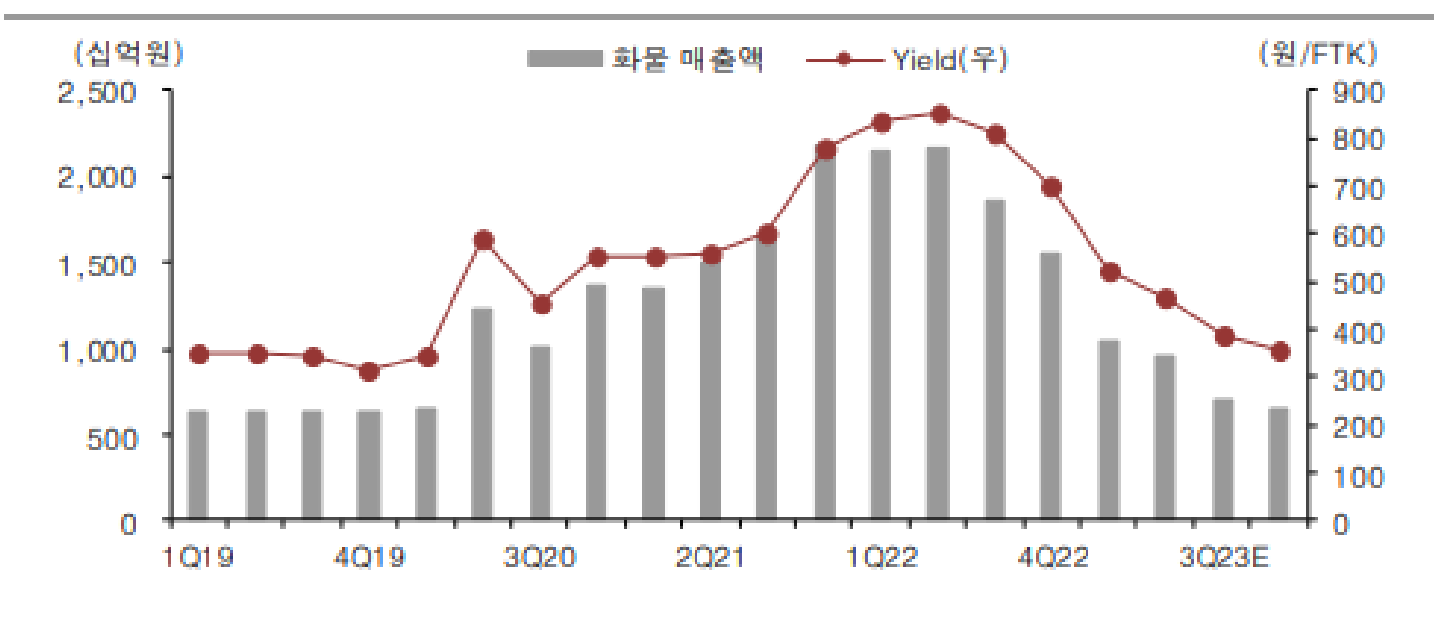


06. 리스크

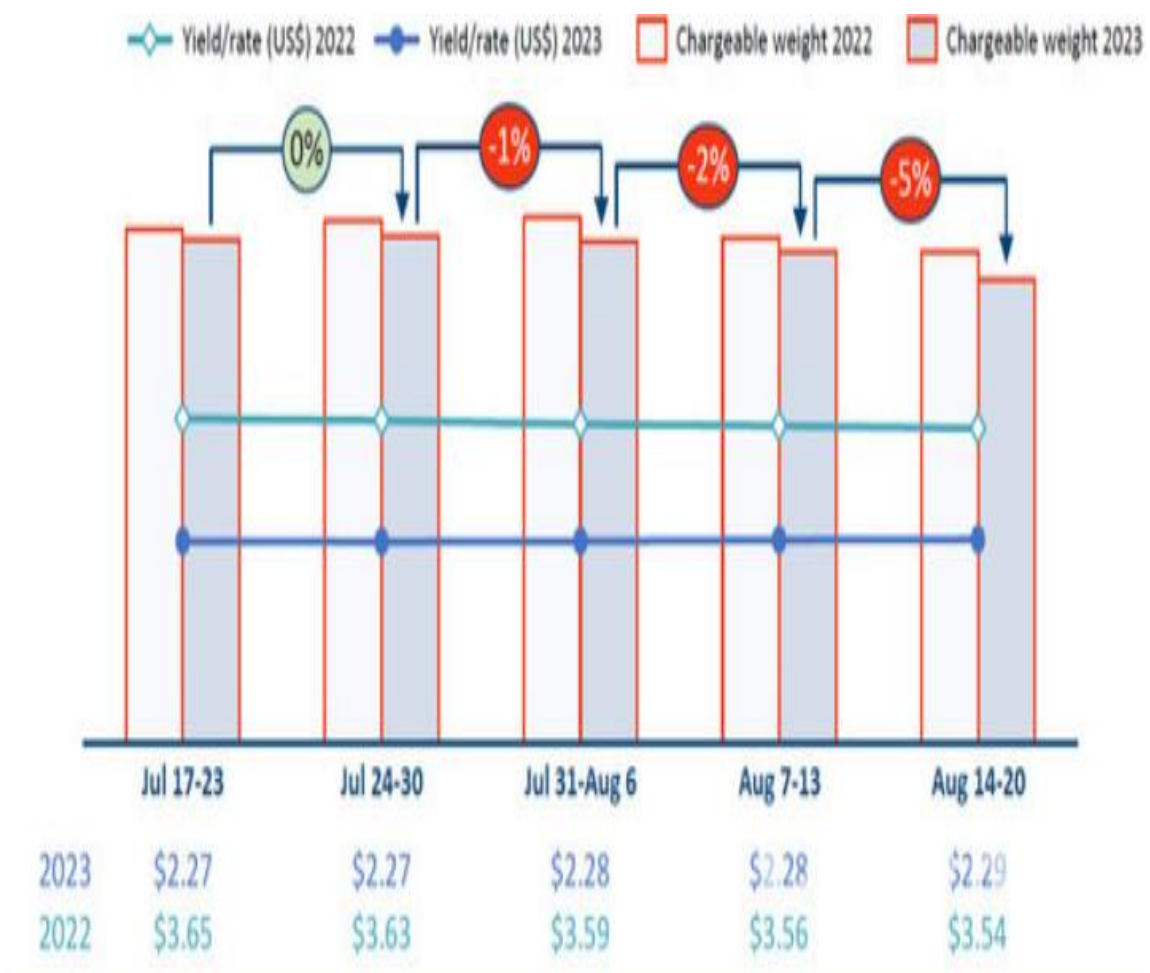
화물 운임 및 수요 감소

- 글로벌 항공화물운임 4개월 연속 40%대의 하락폭 유지
- 최근 유가 상승으로 지난주 소폭 반등하기도 했으나 전체적인 흐름을 바꾸지는 못함
- 미TAC지수는 지난 6월 1kg당 4.92달러⇒2020.2월 3.92 달러 이후 가장 낮은 수치

그림 5 대한항공 화물 매출액 및 운임 추이



자료: 대한항공, 홍콩증권 리서치센터

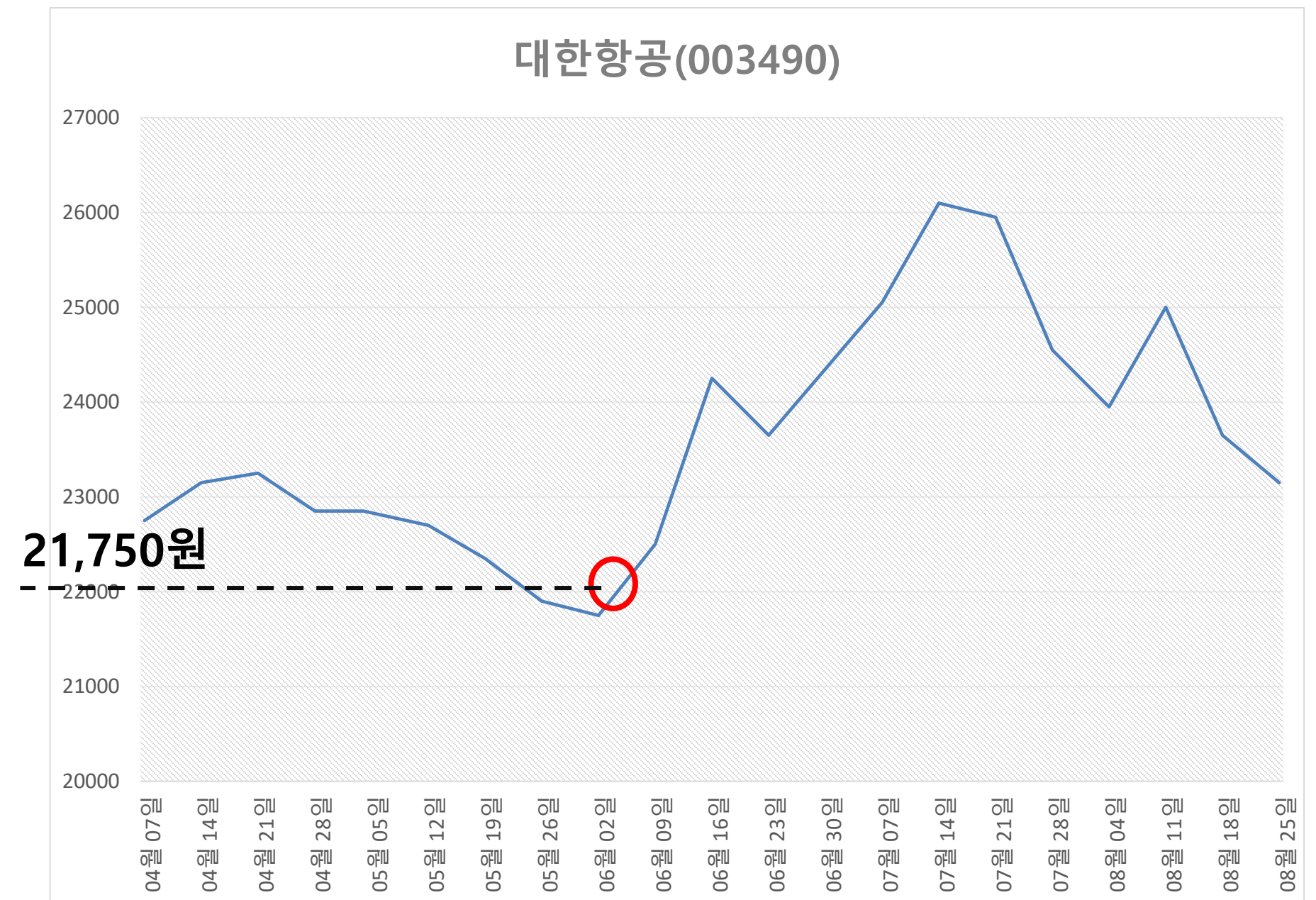


세계 항공화물 운임추이(단위:달러/kg)

07. 주가추이

6월 2일 2023년 2분기 최저점

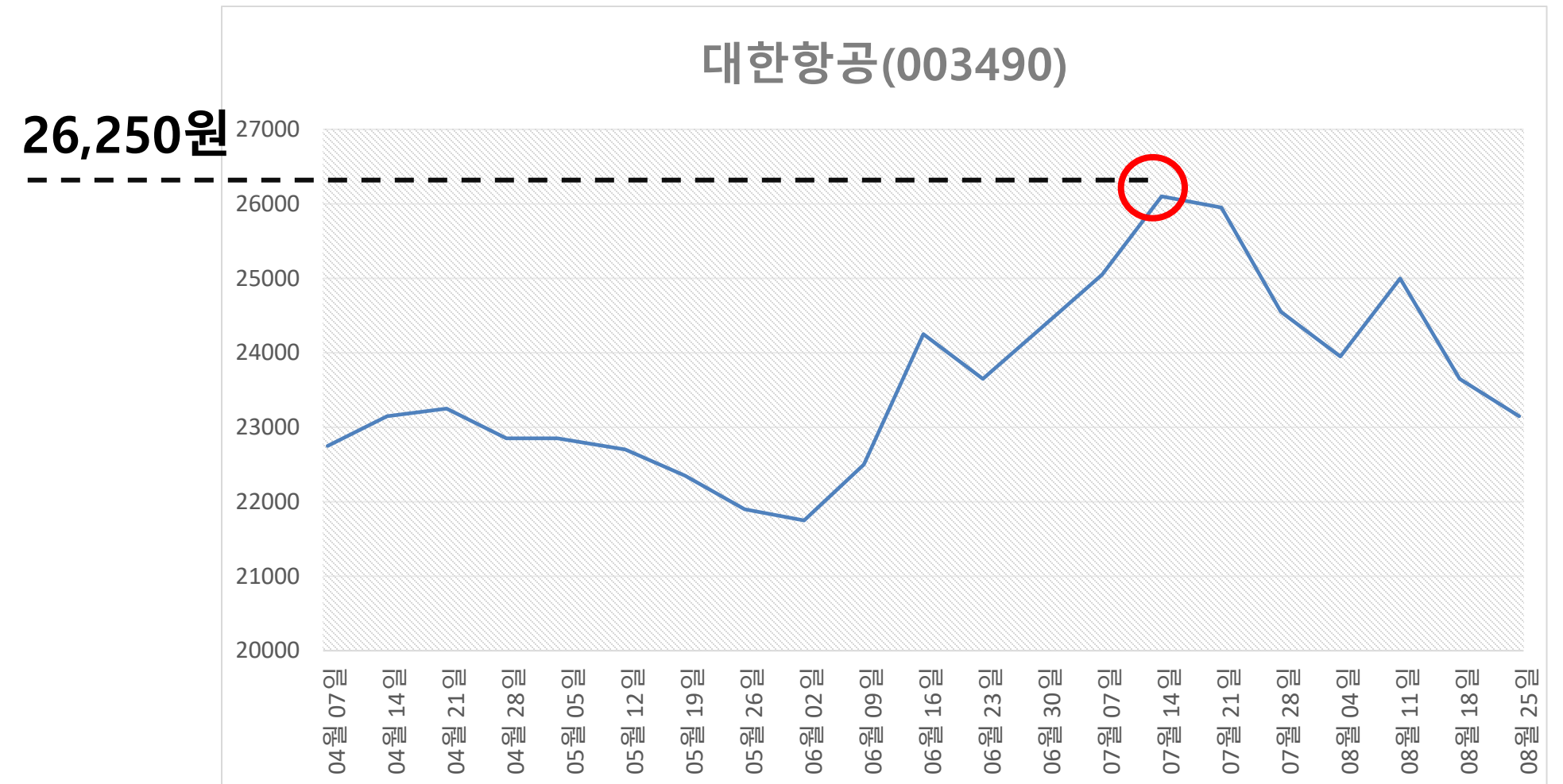
- 화물 실적 악화로 인한 기업 실적 악화 우려
- 아시아나 합병 과정에서 발생하는 유럽노선 반납으로 인한 여객 및 화물 수익성 악화 우려
- 6월 1일 발표한 순환 휴직 종료, 인건비와 부가 비용 증가 우려
- 급증하는 여객 수요에 비해 더딘 신규 항공기 확보
- 코로나 19 팬데믹 시기 줄였던 기재 수 회복이 기존의 예상보다 오래 걸릴 것이라는 전망이 등장
- 미국 법무부, 대한항공의 아시아나 인수합병을 위한 소송 검토 중



07. 주가추이

7월 20일 2023년 최고점

- 항공유 가격 1년만에 30% 하락
- 6월 마지막주 항공유 가격 전년 동기 대비 31% 하락
- FSC 여객 수요 상승(화물 부진 만회)
- FSC 여객 수요에 맞춰 공급 증가 본격화
- 장거리 여객 증가로 인한 여객 운임 상승
- 원/달러 환율 하락(7월 17일 최저, 1261원)



08. 벨류에이션

$$EV = 3\text{조 } 90\text{억} \times 3.5$$

(추정 EBITDA) (EV/EBITDA 멀티플)

(별도기준)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	(단위:십억원)
	2023				
매출액	3195.9	3535	3400.1	3604.1	13735.1
국내여객	110.7	127.6	121.7	122.9	482.9
국제여객	1667	2093	2182.5	2335.3	8277.8
화물	1048.5	963.5	745	795	3552
기타	369.7	350.9	350.9	350.9	1422.4
영업비용	2780.8	3067.4	3108.957	3273.5835	12230.74
연료비	1004.5	980.8	918.027	973.107	3876.43
연료비 외	1776.3	2086.6	2190.93	2300.4765	8354.31
영업이익	415.1	467.6	291.143	330.5165	1504.36
감가상각비	390	395.3	399.3	403.2	1587.80
EBITDA					3092.16

목표주가 : 29,930

현재주가 : 23,050 (8/30 종가 기준)

상승여력 : 30%

(peer그룹)	EV/EBITDA
아시아나항공	3.53
일본항공	5.37
싱가포르항공	5.71
평균	4.87