

Opinion

buy

목표주가 25,790

현재주가 22,350

상승여력 15%

Price trend



Stock indicator

시가총액(원)	8조3,218억
발행주식수(주)	368,220,661
52주 최고(원)	29,850
52주 최저(원)	20,400
주요주주지분율(%)	33.33
22년 배당수익률(%)	3.32

Team 4 & 5

김민재	김재윤	박현호
송지영	윤혜원	이경수
이지민	이지인	하현빈
한채원		

대한항공 (003490 ks)

- 대한민국의 Flag Carrier. 국영 항공사였으나, 민영화되어 현재 한진그룹 계열의 항공사.
- 23년 1분기 매출액 약 3조 2천억원(+13.9% YoY) 국제 여객 수요 급증과 국제선 운임 견조.
- 23년 1분기 국제 여객 매출액 1.7조원(+491.0% YoY, 8.2% QoQ)
- RPK(항공사의 여객 수송실적) YoY 485.2%, QoQ 12.5% 증가
- 비용구조의 상당부분을 차지하는 유가 하락에 따른 영업이익 향상 기대
- 2023년 5월 24일 종가 원, %정도의 upside, 목표주가 원 제시

Signal 1 : 항공유가격의 감소

매출의 대부분인 국제선의 유류할증료 감소가 코로나 19 이후 역대 최저금액을 기록함으로써 해당 노선 수요 증가가 예상된다. 항공사 비용 원가의 대부분인 항공유가 하락으로 인해 영업이익 증가가 기대된다.

Signal 2 : 반등만이 남은 여객과 화물

제조업 PMI 지수 개선에 따른 화물 운임 증가로 엔데믹 이후 급감한 화물 운임이 정상화될 전망이다. 엔데믹 이후 국제선 여객수 회복세가 나타나고 있어 여객과 화물, 항공업 매출의 양대 산맥 모두 반등을 앞두고 있는 시점이다.

Signal 3 : 안정적인 재무 구조와 개선

Peer 그룹 대비하여 수익성지표인 ROA가 6.21%로 점진적으로 개선되고 있다. 델타항공(4.40%), 아시아나항공(2.83%), 유나이티드 항공(3.52%) 등의 peer 그룹 대비 상대적으로 높은 것을 확인할 수 있다. ROE 또한 꾸준한 deleveraging에도 불구하고, 자산회전율과 순이익률 개선을 통해 급성장을 이루었다.

부채총계의 지속적 감소로 2020년 660% 부채비율에서 2022년 212%로 감소하여 부채비율의 감소 등 재무 구조 개선이 이루어지고 있다. 유동비율 또한 20년도 50%수준에서 현재 95%까지 개선되었다. 주주환원정책을 통한 기업 가치의 증대와 사업성과에 기반한 안정적인 장기배당계획을 가지고 있다. 현금흐름 역시 영업활동현금은 꾸준히 증가하는 양의 값, 투자 및 재무활동현금흐름은 음의 값을 가지고 있어 현금흐름 지표에서 긍정적인 값을 기록하고 있는 중이다.

CONTENTS

기업개요		3
산업분석		6
기업분석		18
투자포인트		27
리스크		31
밸류에이션		33

I. 기업 개요

1) 기업 설명

1962년 6월 대한항공공사 설립 및 1966년 3월 18일 유가증권시장에 상장된 후, 1969년 3월 국영에서 민영으로 전환되었다. 당사는 2023년 3월말 기준 총 156대의 항공기를 보유하고, 국내 13개 도시와 해외 42개국 107개 도시에 취항하여 항공운송사업을 수행하고 있다. 이와 더불어 항공기 설계 및 제작, 민항기 및 군용기 정비, 위성체 등의 연구·개발을 수행하는 항공우주사업 등의 관련 사업을 하고 있다. 최근 3년간 신용평가 상 신용등급은 모두 BBB+로, 원리금 지급능력은 양호하지만 상위등급보다 경제여건 및 환경악화에 따라 장래 원리금의 지급능력이 저하될 가능성을 내포하고 있다는 평가를 받고 있다.

2) 기업 연혁

1962 - 공기업 대한항공공사 설립

1966 - 코스피 상장

1969 - 민영화 후 대한항공으로 재탄생

2005 - IATA 2004 국제선 화물수송 부문 세계 1위 선정

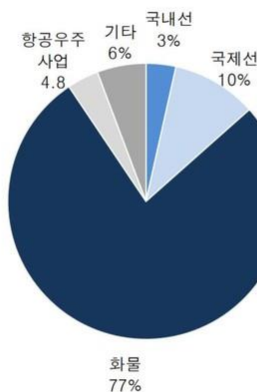
2018 - 대한항공-델타항공 JV 공식 출범

2022 - 공정위, 대한항공-아시아나 항공 통합 조건부 승인

3) 주요 품목

당사는 여객사업, 화물사업, 항공우주사업을 주요 사업으로 영위하고 있다.

대한항공의 사업부문별 매출 비중



자료: 대한항공, 대신증권 Research Center

1. 여객사업

2023년 1분기 대한항공 여객사업은 공급, 수송, 수익 등 사업 전반의 지표를 전분기 대비 제고하며 안정적인 회복 국면으로 진입했다. 특히 일본, 중국 등 단거리 노선을 중심으로 공급과 수송 회복이 본격화되었다. 총 공급이 전분기 대비 +8% 증가했음에도 불구하고, 수요별 및 시점별 최적화된 수익 관리(RM, Revenue Management)를 바탕으로 Yield 하락 폭을 최소화하고 높은 탑승률을 유지하면서 전분기 대비 수익을 +7% 제고하였다. 당사의 2023년 1분기 누적 여객 수송실적(RPK, Revenue Passenger Kilometer)은 2019년 동기간 대비 70% 수준으로 회복되었으며, 전년 동기를 기준으로 +397% 증가하였다. 노선별로는 동남아 연결수요에 한국발 출장 수요를 회복한 미주 노선이 +275%, 관광 노선에서의 견조한 실적 상승세를 유지한 구주와 동남아 노선이 각각 +1,086%, +865%씩 수송 증가를 기록했다. 일본, 중국 노선 또한 직전 분기 기저효과로 수송 실적이 대폭 개선되었다. (일본 +2,488%, 중국 +768%) 국내선의 경우 1월 설 연휴, 2월 봄방학 성수기 등 수요 집중 시기 탄력적 공급운영으로 수요 변화에 민첩하게 대응, 전년 대비 수송 실적이 +11% 증가하였다.

2. 화물사업

2023년 1분기는 글로벌 경기 둔화에 따른 시장 수요의 감소로 유치 경쟁이 심화되었고, 항공사들의 공급력 회복이 가속화되며 시장운임 또한 전반 하향세를 나타내었다. 전 세계적인 고금리 기조와 우크라이나전 영향이 지속되며 글로벌 경제는 정체 상황을 벗어 나지 못했으며, 이에 따라 소비 및 생산, 투자가 위축되어 항공화물 수요는 감소 추세를 이어 갔다. 1월 연초 및 아시아 국가의 연휴 기간 수요가 특히 저조하였으며 2월 중순까지 약세를 보였으나, 이후 2월말 중국 제조기업들이 생산을 재개하며 분기말까지 수요가 다소 반등하는 양상을 보이기도 했다. 컨설팅 업체인 Seabury에 따르면 1분기 전세계 국제선 항공화물 공급은 전년동기 대비 8% 증가하였다. 여객편 운항 확대에 belly 공급이 꾸준히 확대되고 있으며, 특히 중국의 국경개방 등 영향으로 아시아지역의 운항 편수가 빠르게 증가하는 추세이다. 이와 같은 시장 환경에 대응하여 당사는 글로벌 화주, 포워딩사와의 파트너십을 강화하여 고정수요 계약을 확대하고, 이를 통하여 안정적인 수요 확보 및 운임 하락의 영향을 최소화하였다. 또한 패션의류, 진단키트, K-POP 음반, 전자상거래 등 대규모 특수수요를 유치하는 등 수익 제고 활동을 적극 전개하였다. 그 결과, 2023년 1분기 당사의 노선 수익은 1조 485억원을 기록하였다.

3. 항공우주사업

주요 매출 비중을 차지하는 민항기 제조 부분은 COVID-19에 따른 항공 수요 감소와 보잉 787 출고 지연에 따른 당사 생산 부품의 납품중단으로 매출이 감소하였으나, single aisle 항공기의 생산량 회복과 함께 대형 기종도 생산이 증가하는 추세로 전환 중이다. 군용기 MRO 부분은 미군 사업을 중심으로 중장기적으로 현재 수준을 유지할 것으로 전망된다. 무인기 부분의 지속적인 성장을 위하여 국내 시장 경험을 바탕으로 해외 국가와 사단무인기 및 중고도 무인기 수출을 추진하고, 후속 수직이착륙 무인기 소요 핵심기술 개발을 진행하고 있다. 대한항공은 2022년 8월 국방과학연구소의 미래 도전 국방 기술과제 중 '저피탐 무인편대기 개발과제'를 수주하였으며, 저피탐 무인편

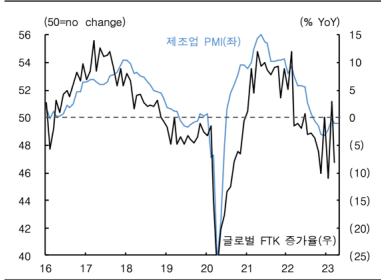
대기와 유인기가 동시에 임무를 수행하는 유·무인 복합체계, 군집제어, 자율 임무수행 등 차세대 핵심기술을 확보해 국내 스텔스 무인기 개발을 주도해 나갈 계획이다. 또한, 당사가 보유한 여객/화물 운송, 유·무인 항공기 개발 및 정비 노하우를 바탕으로 미래 도심항공모빌리티(UAM, Urban Air Mobility) 시장을 준비하고 있으며, 이를 위해 UAM 운항 통제 및 교통관리 기술개발 과제를 진행하고 있다. 더불어 우주산업에서도 신성장동력을 확보하고자 소형발사체용 공통격벽 추진제 탱크 및 단간연결 엄밀리컬 개발, 추력 3톤급 고성능 상단엔진 개발 등 연구개발 과제를 적극적으로 수행하고 있으며 관련 기술력을 바탕으로 한국형 위성항법시스템(KPS) 위성 구조계 제작/용역 사업을 수주하였다. 최근에는 AI기술이 접목된 인스펙션 드론, 비파괴 검사 로봇 등을 개발하는 국가연구과제 참여를 통해 첨단항공우주 MRO산업 기반 마련에 앞장서고 있다.

4) 기업 선정 이유

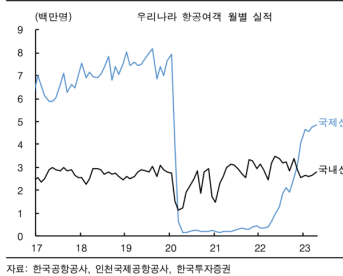
- 회복중인 여객과 반등을 앞둔 화물

제조업 PMI 지수 개선에 따른 화물 운임 증가로 엔데믹 이후 급감한 화물 운임이 정상화될 전망이다. 엔데믹 이후 국제선 여객수 회복세가 나타나고 있어 여객과 화물, 항공업 매출의 양대 산맥 모두 반등을 앞두고 있는 시점이다.

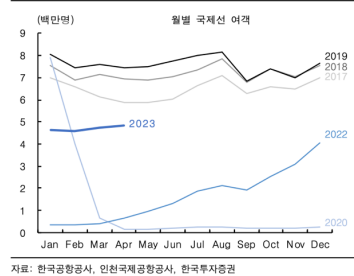
[그림 19] 다만 선행지표들은 하나들 바닥을 지나고 있음



[그림 1] 4월 국제선 여객수는 전월대비 3% 증가



[그림 2] 국제선 여객 실적은 2019년 대비 65% 회복



- 안정적인 재무 구조와 개선

Peer 그룹 대비 높은 ROA, 부채총계의 지속적 감소, 그로 인한 부채비율의 감소 등 재무 구조 개선과 주주환원정책을 통한 기업 가치의 증대와 사업성과에 기반한 안정적인 장기배당계획을 가지고 있다. 현금흐름 역시 영업활동현금은 꾸준히 증가하는 양의 값, 투자 및 재무활동현금흐름은 음의 값을 가지고 있어 현금흐름 지표에서 긍정적인 값을 기록하고 있는 중이다.

II. 산업 분석

1) 항공운송산업의 특징

1)-1 항공운송산업이란?

항공운송산업이란 항공기를 사용하여 유상으로 여객이나 화물을 운송하는 서비스업을 말한다. 항공운송사업은 운송 대상에 따라 사람을 운송하는 여객항공운송과 화물과 우편을 운송하는 화물항공운송으로 나뉘고 운항지역에 따라 국내항공운송과 국제항공운송, 사업형태에 따라 다시 정기편과 부정기편으로 분류된다. 추가적으로 서비스 제공 범위와 가격에 따라 FSC(Full Service Carrier)와 LCC(Low Cost Carrier)로 나뉜다. 각각의 경우 항공법 시행규칙 제278조 의거 면허를 취득한 경우에만 해당 사업을 영위할 수 있다. 항공운송업은 정부의 규제를 받는 산업으로 제도적 진입 장벽으로 인해 경쟁환경이 제한적인 특성을 지닌다.

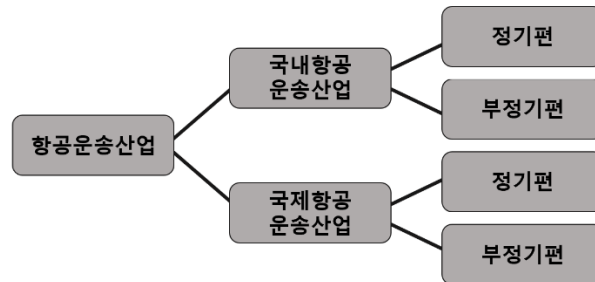


그림 1 항공운송산업의 분류

또한 항공운송업은 자본집약적인 산업으로서, 대규모의 자본 투자가 필연적으로 이루어져야 한다. 다수의 노선을 충분한 빈도로 운항하며 영업경쟁력을 확보하기 위해서는 일정 규모 이상의 항공기 확보가 필요하며, 규모의 경제 달성 여부가 항공사의 수익과 직결되기 때문이다. 이러한 요인들은 항공사들로 하여금 대규모의 자본이 투입되고 난 이후에 발생하는 각종 대외 변수들에 대한 유연한 대처를 어렵게 만든다. 이러한 자본집약적인 특성으로 인해 타인자본 사용도가 높고 영업비용의 상당 부분이 고정비의 성격을 띠는 특성을 지닌다. 대규모 투자가 선행되어야 한다는 산업 특성상 진입장벽이 높고 제한된 수의 항공사가 항공운송 시장을 점유하고 있다.

1)-2 주요 변수

항공운송산업은 타 산업에 비해 대외 변수에 대한 베타 높은 산업 군에 속한다. 때문에 동 산업에 직접적인 영향을 미치는 변수에는 어떤 것들이 있으며, 어떠한 방식으로 영향을 미치는 지 살펴볼 필요가 있다.

1. 경기 변동

항공운송 산업은 세계와 국내 경기 변동에 민감하게 반응한다. 2008년 하반기 세계 경제침체로 인해 소비가 위축되어 여객 수요가 크게 감소했고, 미국과 유럽의 경기침체로 인해 화물 운송 수요 역시 큰 폭으로 감소했다. 2019년 발생한 코로나 19로 인해 세계 경기가 침체되고 섯다운, 국가간 이동 제한조치로 여객수요가 급감하기도 했다.



그림 2 2020년 항공 여객 수 / 2020년 항공 운항 횟수

2. 국제유가

항공운송산업의 주요 원재료인 항공유는 석유를 기반으로 제조된 것으로 국제 유가에 연동된다. 유류비는 항공사 영업비용의 20~30%로, 영업비용 중 가장 큰 비중을 차지하고 있으며, 이에 따라 유류비 변동은 비용 변동의 결정적인 요인이다. 때문에 일반적으로 유가가 상승하면 항공사들은 연료비 부담이 커지게 되고, 영업비용의 상승으로 수익성이 악화된다. 과거 대부분의 항공사들의 주가가 유가와 반비례하는 경향성을 띄었던 것도 이러한 점에서 기인한다. 국제유가는 2020년부터 서서히 상승하던 중 러-우 전쟁이라는 특수한 상황으로 인해 2022년 1분기부터 급격한 상승을 겪었고 현재 서서히 안정되어 러-우 전쟁 이전 수준으로 회귀하고 있다. 영업비용의 20~30%를 유류비가 차지하는 항공산업의 특성상 이는 긍정적인 소식이라고 할 수 있다.

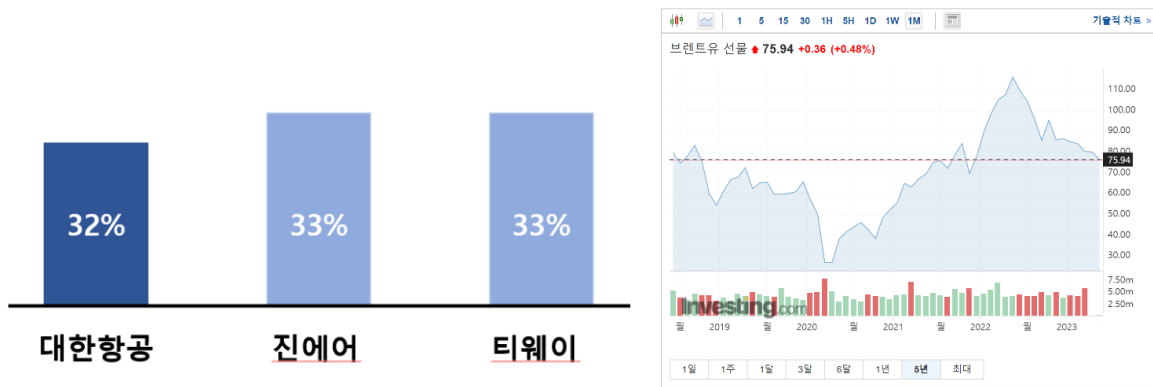


그림 3 항공사 별 영업비용 대비 유류비 비중 / 브렌트유 가격 변동 추이

3. 원-달러 환율

항공산업에서 원-달러 환율은 유가 못지않게 중요한 지표이다. 항공사들의 매출 원가 중 20~30%를 차지하는 항공유는 달러로 표기되기 때문에 환율의 상승은 연료비의 상승, 환율의 하락은 연료비의 하락을 의미한다.

또한 대부분의 항공사는 항공기를 직접 구매하기 보다는 장기간 리스를 통해 이용하는 경우가 많고 이는 대부분 달러를 통해 이루어진다. 뿐만 아니라 리스 중 추가적으로 요구되는 정비비용, 유류비용 등 영업 비용 대부분을 달러로 결제하게 된다. 따라서 원-달러 환율이 상승은 항공사들의 비용 및 부채 증가, 하락은 비용 및 부채 감소로 이어진다. 추가적으로 원-달러 환율의 하락은 해외여행 수요의 증가를 야기해 항공사의 매출 상승을 유도하기도 한다.

이렇듯 항공산업은 환율에 따른 영업이익 민감도가 매우 높은 산업이다. 따라서 항공사들은 항공권 해외 판매 비중, 항공 화물의 매출 비중을 늘리는 등 환율 변동에 따른 비용 변동 수준을 안정적으로 유지하기 위해 노력한다.



그림 4 원-달러 환율의 변동 추이

4. 구조적 요인/ GDP와 항공수요

한 국가의 GDP의 상승은 지출 여력의 증가를 의미하며, 이는 곧 여행수요의 확대에 이어진다. 실제로 한국의 내국인 출국자와 1인당 GDP는 0.98의 상관계수로 높은 상관관계를 보인다. GDP가 2001년 1만달러에서 2007년 2만 달러로 2배 증가하는 동안 내국인 출국자수는 600만명에서 1300만명으로 2배 이상 증가하는 모습을 보이면서 1인당 GDP증가율을 상회했다.

코로나 19로 2020년 우리나라의 경제 성장률이 -0.7%로 1998년 국제금융위기 이후 두번째 마이너스 경제 성장률을 보였으나 이후 2021년 4.1%, 2022년 2.6%로 다시 회복 중이다. GDP 또한 코로나 19 이전인 2019년보다 높아지고 있는 상황으로 여행 수요 역시 지속적으로 확대될 전망이다.

계정항목별	2018	2019	2020	2021	2022
▲ ▼ □	▲ ▼ □	▲ ▼ □	▲ ▼ □	▲ ▼ □	▲ ▼ □
국내총생산(명목, 원화표시) (십억원)	1,898,192.6	1,924,498.1	1,940,726.2	2,071,658.0	2,150,575.8
국내총생산(명목, 달러표시) (억달러)	17,251.6	16,510.1	16,446.1	18,102.3	16,643.3

그림 5 2019~2022 우리나라 GDP 변화

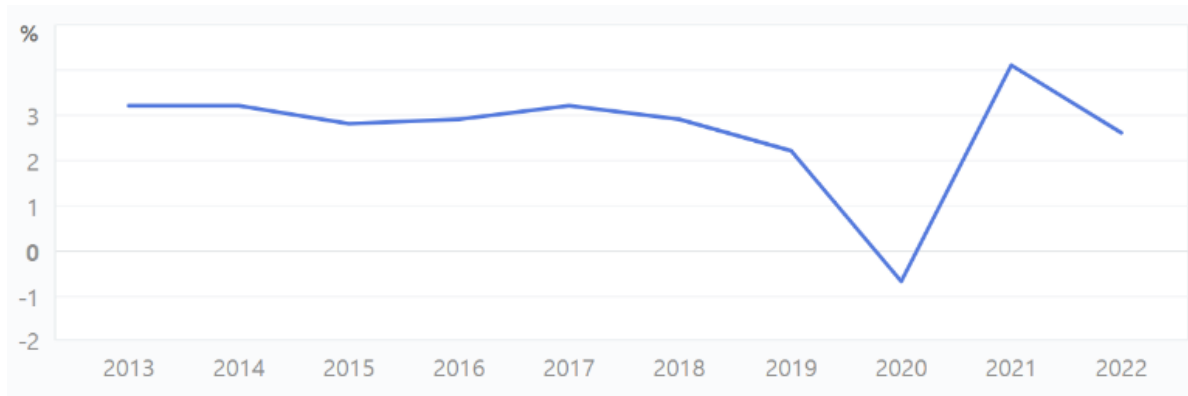


그림 6 2013 ~ 2022년 우리나라 경제 성장률 그래프 / 표



그림 7 GDP와 항공수요

1)-3 SPC를 이용한 항공기 리스

과거에는 항공사가 직접 차입금을 조달하여 항공기를 보유하고 운용하는 방식이 일반적이었으나, 최근에는 리스회사가 SPC(Special Purpose Company, 특수목적회사)를 통해 항공기를 소유하고 임대 또는 리스하는 방식이 전 세계적으로 증가하고 있다. 리스란 리스제공자(lessor)가 자산의 사용권을 합의된 기간 동안 리스이용자(lessee)에게 이전하고 그 대가로 사용료를 지급받는 계약이다. 리스회사가 제조사나 판매자로부터 항공기를 구매하고 항공기 수요자인 항공사가 이를 임차하는 방식으로, 소유와 사용이 분리되는 계약구조를 가진다. 리스 계약의 실질 상 리스항공기의 소유에 따른 위험과 보상이 리스제공자와 리스이용자에게 귀속되는 정도에 따라 금융리스(finance lease)와 운용리스(operating lease)로 분류된다. 금융리스는 리스자산의 소유에 따른 위험과 보상의 대부분을 리스이용자에게 이전하는 리스로, 실질적인 항공기의 소유자 및 자금차입 주체인 항공사가 리스회사를 통하여 자금을 조달하는 방식인 반면 운용리스는 리스자산의 소유에 따른 위험과 보상의 대부분을 리스이용자에게 이전하지 않는 리스로, 실질적인 항공기의 소유자 및 자금차입 주체인 리스회사로부터 항공사가 항공기를 임차하는 방식이다.

〈표 1〉 금융리스와 운용리스의 구분

구분	금융리스	운용리스
소유자	리스회사(기간 종료 후 임차인)	리스회사
중도해지 가능여부	리스기간 동안 실질적인 중도 해지금지	리스기간 중에 리스이용자는 중도해지가 가능
리스기간	보통 10년 이상의 장기	보통 5년 내외의 단기
유지보수	임차인 부담	리스회사 부담
이용자(임차인)의 회계처리 ⁴⁾	자산 및 부채로 계상, 감가상각 처리	재무상태표에 계상하지 않음 리스로는 손비 처리
리스대상 자산	범용성이 떨어지는 전용설비 등	범용성이 크고 재리스·매각 용이

자료: 1) 국지회, 「항공기 운용리스의 현황 및 사례연구」, 2006.10.

2) KDB, 「항공기 리스의 구조와 시장동향」, 2013.

현재 국내에서는 대한항공을 제외한 대부분의 항공사는 주로 운용리스를 통해 항공기를 도입하고 있다. 대한항공의 경우 비교적 양호한 재무용통성 및 자본력으로 직접구매 및 금융리스를 이용한 항공기 도입이 다른 국적항공사에 비해 많은 편이다. 이에 비해 운영기간이 짧고 자본력이 취약한 국내 LCC 항공사는 대부분 항공기 도입 시 운용리스를 활용하고 있다.

〈표 2〉 국내 항공사별 항공기 구매 및 리스 현황

(단위: 대)

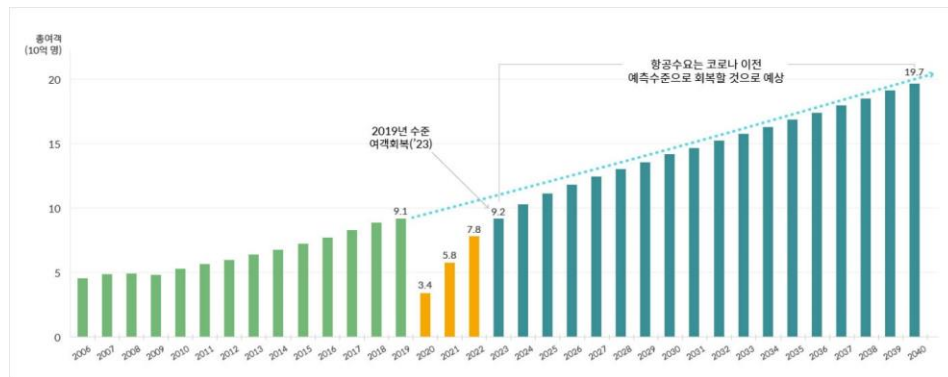
구분	대한항공	아시아나	에어부산	이스타	제주항공	진에어	티웨이	에어서울
직접구매	51	11	0	0	0	0	0	0
금융리스	79	22	0	0	0	5	0	0
운용리스	30	50	18	17	26	17	11	3
합계	160	83	18	17	26	22	11	3

자료: 2016.12.31. 기준, 국토교통부 통계누리, 항공사별 영업보고서, 항공사 제출자료.

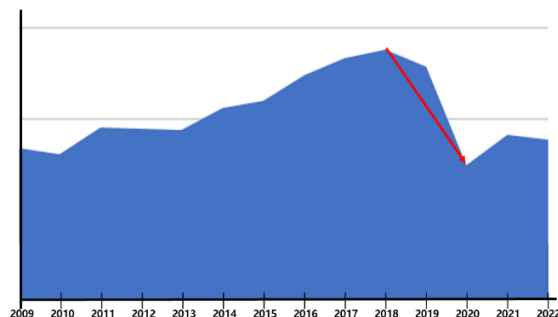
2) 현재까지의 상황

2)-1 코로나 전후의 항공산업

앞서 살펴본 요소들이 항공운송업의 공급 측면에 관한 것이었다면, 매출에 영향을 주는 또 하나의 요소인 수요 측면에 대해서도 살펴볼 필요가 있다. 결론부터 말하자면 항공 운송에 대한 국내 수요는 코로나 19 이전까지 꾸준히 증가해왔으며 코로나19 발생으로 2020년까지 급감한 후 23년 현재 빠르게 회복하고 있다.



코로나 19 이전과 이후의 여객 변동



코로나 19 이전과 이후의 화물 실적 변동

2020년 코로나 팬데믹으로 인해 유례 없는 글로벌 항공운송 산업 수요의 급감이 발생했다. 코로나 19 팬데믹 직전인 2019년 말 세계 항공 여객 수요 규모는 약 910억명 수준으로 성장했으며 항공산업 수요는 2006년부터 2019까지 리먼브라더스 사태가 발생한 2008년을 제외하고 꾸준히 성장해왔다. 2023년 코로나 19로 인해 감소했던 항공 여객 수요는 현재 19년 대비 여객 수송 실적은 -20% 수준까지 회복했다.

2019 코로나 상황 속에서 화물의 경우 국제선 여객기 운항 중단으로 여객기 화물칸을 통한 운송량이 감소하며 항공 화물 운송 공급량이 감소했다. 이와 동시에 글로벌 공급망 마비에 대한 우려로 인한 해상운임의 급격한 상승이 겹쳐 항공운송에 대한 수요가 많아졌고 수요가 공급을 뛰어넘어 항공 운임이 상승하며 항공사 매출의 큰 부분을 차지하기도 했다. 2023년 코로나 19로 인해 감소했던 항공 화물 수송 실적은 현재 19년 대비 화물은 -5% 수준까지 회복했다.

3) 경쟁 현황

1. FSC / LCC / 외항사

FSC와 LCC는 항공사를 사업 모델에 따라 분류했을 때의 분류 기준이다. 먼저 FSC란 Full Service carrier의 약어로 전형적인 국적 항공사 또는 대형 항공사를 의미한다. 광범위한 노선망을 운영하며 항공사에서 제공할 수 있는 거의 모든 서비스를 제공한다. LCC는 Low cost carrier의 약어로 저비용 구조의 항공사로 낮은 운임을 제공하는 항공사이다. 주로 독립항공사, 대형항공사의 자회사, 항공사 그룹의 ex-charter arm등의 형태를 가진다.

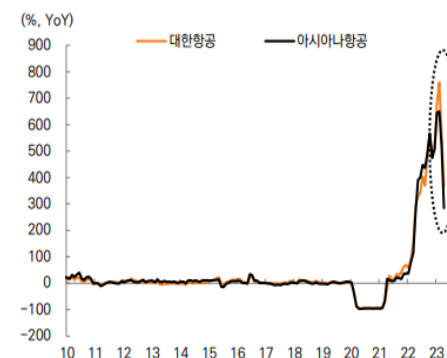
저비용항공사(LCC) 비즈니스 모델 비교		
특징	LCC	대형항공사
브랜드	저운임	운임과 서비스
요금체계	단순요금	복잡한 요금체계
판매	온라인 직접판매	다양한 판매경로(여행사, 온라인 등)
탑승수속	Ticketless	IATA항공권, Ticketless
노선	지점 대 지점(Point-to-point)	항공동맹을 통한 코드셰어링(노선공유)
좌석등급	동일 등급 좌석	다양한 등급 좌석
항공기운용	매우 높음	노조 협약을 통한 중급 운용
턴어라운드 시간	평균 25분	공항 혼잡이나 인력에 따라 다양
항공기단	단일기종	다양한 기종
좌석	작은 좌석(small pitch)	넓은 좌석(generous pitch)
고객서비스	제한된 서비스	최상의 서비스
운용전략	여객운행에 집중	화물영업도 포함

자료 : 한국항공진흥협회, 「저비용항공사 시장진입에 따른 영향평가 및 발전방안 수립」

a. 국내 FSC

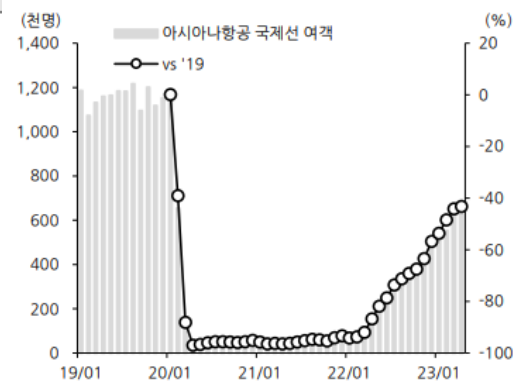
국내 FSC에는 대한항공과 아시아나항공이 있다. 아시아나항공은 대한항공 다음으로 큰 규모인 국내 항공사이자 금호아시아나 그룹의 계열사이다. 또한 저가 항공사인 에어부산과 에어서울의 모기업이다. 아시아나항공은 대한항공과 유사한 국내 FSC 항공사이자, 높은 부채율의 지속으로 인해 경영난에 빠지게 되어 2019년 7월 매각 결정을 내렸다. 대한항공은 2020년 아시아나항공 인수전에 뛰어들었으며, 만약 인수가 실현된다면 대한항공은 자산 40조원의 세계 10위권 규모의 항공사가 될 수 있을 것으로 예측된다.

그림 17. 국제여객 증감률: 대한항공 vs. 아시아나항공



자료: 인천국제공항공사, 미래에셋증권 리서치센터

[그림12] 아시아나항공 월별 국제선 수송객 수



자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, 한화투자증권 리서치센터

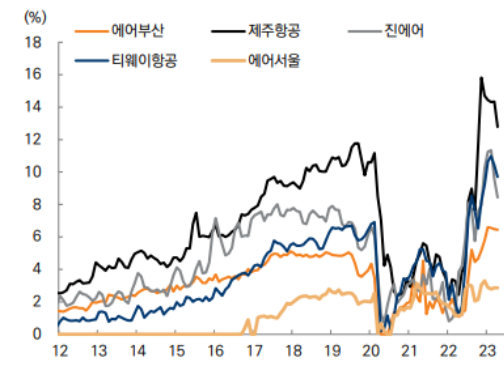
<취향 도시 수>

	동북아시아	동남아시아 및 서남아시아	미주	유럽	대양주
대한항공	30	20	13	14	5
아시아나항공	29	12	5	6	2

b. 국내 LCC

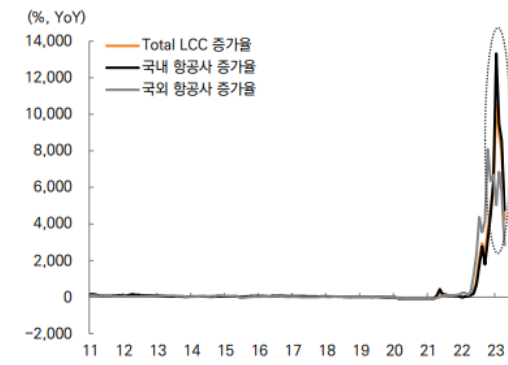
국내 LCC의 대표적인 항공사들로 제주항공, 진에어, 티웨이항공 등이 있다. LCC 중 제주항공이 가장 좋은 실적을 보이고 있으며 LCC(저비용항공사) 고유의 운영 효율성 극대화를 통한 저비용 구조를 확고히 다지고 지속적인 노선 개발 및 선점을 통해 최적의 노선 포트폴리오 구축 역량을 갖추고 있으며 주로 중, 단거리 여객에 중점을 두고 있다.

그림 25. 단거리 국제선 국내 저가항공사 점유율 추이



자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, 미래에셋증권 리서치센터

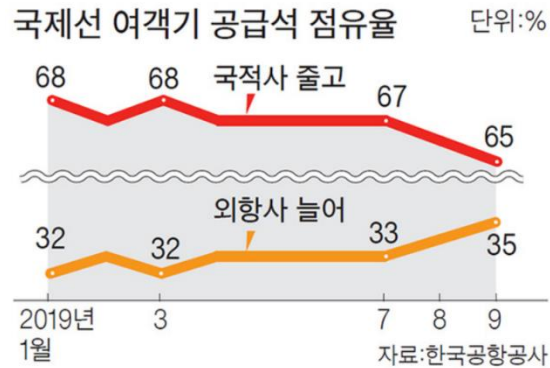
그림 24. 단거리 국제선 LCC 여객 수요 증감률



자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, 미래에셋증권 리서치센터

c. 기타 외항사

코로나19 여파로 국내 저비용항공사(LCC)의 국제선 운항 증편이 주춤한 사이 외항사들이 저렴한 인건비와 모기업 지원을 통해 국내 여객 수요를 빠르게 흡수하고 있다. 또한 아시아나항공의 합병 이후 인천국제공항으로 들어오는 슬롯(항공기가 특정 공항에 이륙 및 착륙할 수 있도록 배정된 시간) 배분을 기대하며 올해 외항사들이 한국 노선 공급을 늘리고 있다. 특히 이전에는 외국 승객들이 아시아로 향할 때 일본과 싱가포르를 통해 환승했지만, 최근에는 인천이 새로운 선택지로 떠오르면서, 외항사들도 신규 취항 및 노선 확대를 적극적으로 꾀하고 있다. 항공정보 포털 시스템에 따르면 2022년 1월~11월 국제선 운항 편수 중 외항사의 비중은 41%로 집계되었다. 이에 비해 국내 6개 LCC의 비중은 16%이다. 코로나 19 이전인 2018년 외항사와 국내 LCC가 각각 30%대 국제선 운항 편수 비중을 나타낸 것과는 달리 코로나19를 통해 외항사의 비중이 높아졌다.

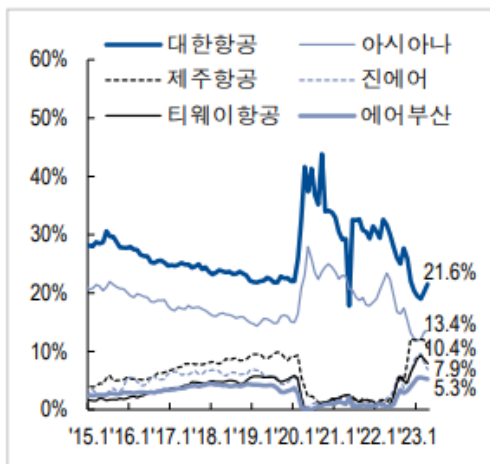


2. 점유율

(2) 한국시장 점유율

한국시장에 대한 주요 경쟁사와의 3년간 점유율 추이는 다음과 같습니다.

국내 항공사 국제선 시장점유율 추이



구 분		국제여객 수송점유율	국제화물 수송점유율
대한항공	2021년	29.0%	30.9%
	2022년	20.6%	32.1%
	2023년 1분기	15.8%	23.4%
아시아나	2021년	18.9%	19.8%
	2022년	14.2%	19.5%
	2023년 1분기	10.8%	17.4%
기타	국내 항공사	2021년	5.8%
		2022년	26.3%
		2023년 1분기	43.0%
	해외 항공사	2021년	46.2%
		2022년	38.9%
		2023년 1분기	30.4%

※ 공항공사 자료

- 여객: 국내 출/도착 (환승객 제외)

- 화물: 국내출발 국제선 직화물 기준 (환적화물 제외)

코로나 19로 인해 2020년과 2021년은 FSC와 외항사가 항공운송의 대부분을 차지하고 있었다. 2022년 말부터 해외여행이 재개되기 시작하면서 LCC 항공사들이 눈에 띄게 성장했다. 특히 국내 LCC들의 근거리 국제선 성장률이 늘어나며 FSC에게 위협적인 추세를 보여주기에도 했다.

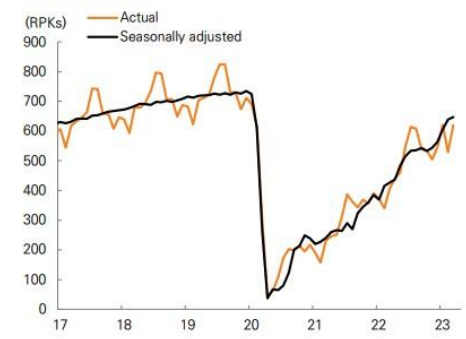
2023년 3월 LCC의 국제선 여객 수송 숫자는 전월과 비슷한 수준을 유지한 반면 대형 항공사들은 두 자릿수 성장률을 보이며 빠르게 LCC를 따라잡고 있다. 특히 일본, 동남아 등 수요가 예년 수준까지 올라왔으나 유럽 등 장거리 노선은 아직 회복이 더더 시간이 지날수록 대형 항공사의 회복에 유리해질 것이라는 평가다. 한국공항공사와 항공협회 등에 따르면 3월 LCC 6곳(제주·진에어·티웨이·에어부산·에어서울·에어프리미아)의 여객 숫자는 175만 명으로 전월 대비 3.5% 감소했다. 3월은 항공 업계의 전통적인 비수기라 소폭 감소는 현상 유지라고 해석되지만 대형 항공사들은 10% 이상 국제선 수송 실적이 증가했다.

4) 산업 전망

- RPK와 ASK

항공산업의 핵심 기반인 공급과 수요의 지표에 해당하는 수치에는 RPK와 ASK가 있다. RPK(Revenue Passenger Kilometers)란 유상 승객 킬로미터의 약자로, 유상 탑승객 수에 대권거리를 곱한 여객 수송실적을 나타낸다. ASK(Available Seat Kilometer)는 공급좌석 킬로미터의 약자로, 공급석에 실제 비행한 거리를 곱한 항공사의 공급 좌석 능력을 나타낸다. 2023년 본격적으로 해외 여객 수요 급증할 것으로 예상되어, 대한항공의 국제 여객 RPK는 전년대비 118% 증가할 것으로 예상된다.

그림 8. 글로벌 항공산업 RPK 추이

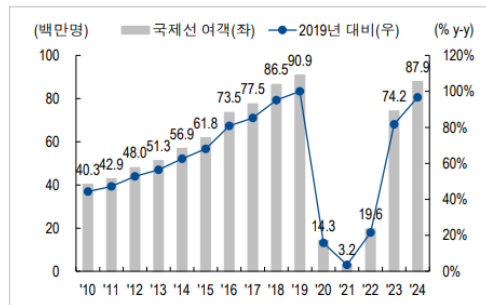


자료: IATA, 미래에셋증권 리서치센터

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
국제선											
ASK(백만석 km)	5,670	6,946	12,117	14,716	18,567	19,535	20,725	20,894	39,449	79,721	95,405
YoY	11.0	42.1	127.4	159.4	227.5	181.2	71.0	42.0	87.9	102.1	19.7
RPK(백만인 km)	2,254	5,492	9,670	11,726	14,433	15,515	16,806	16,837	29,142	63,591	76,639
YoY	114.7	321.2	364.5	409.6	540.3	182.5	73.8	43.6	332.6	118.2	20.5

-여객 수요 회복 전망

중장기 연도별 국제선 여객 및 2019년 대비 회복률 전망



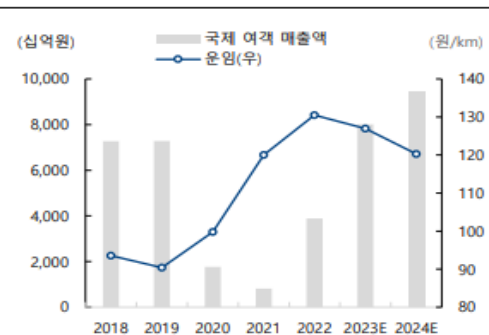
자료: 한국공항공사, 인천공항공사, NH투자증권 리서치본부 전망

2023년 국제선 여객 수요는 2019년과 대비하여 82%가량 회복될 것으로 전망된다.

- 여객운임 추이 및 전망

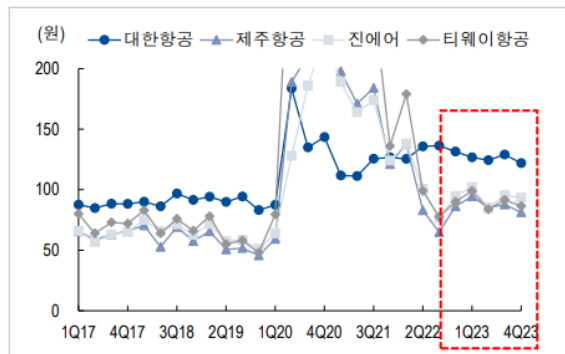
국제 여객은 코로나19이후 높은 회복률을 보이고 있다. 특히, 2Q23 국제 여객은 비수기임에도 불구하고 수요 회복 양상이 지속되고 있다. 수요 회복 과정에서 대형항공사들의 공급 증가가 더디어 일시적인 공급 부족 현상이 나타났고, 강한 운임 상승세가 동반되었다. 저비용항공사(LCC)를 기준으로, 1분기 국제선 평균 운임은 km당 98.5원으로 2018년 연간 평균 운임을 45% 상회하지만 1분기를 고점으로 중장기 하향 안정화될 전망이다. 2분기 비수기 효과로 여행 수요가 위축되고 있는 가운데 대형항공사들이 공급을 확대하고 있기 때문이다. 2분기 국제선 운임은 저비용항공사 기준으로 전분기 대비 15% 정도 하락할 전망이다. 대형항공사의 경우, 상위 클래스 좌석 수요 호조로 운임 하락이 느리게 진행되지만, 산업 전반에 걸친 가격 하락 방향성은 동일할 것으로 보인다.

그림1. 국제 여객 매출액, 운임 추이 및 전망(별도)



자료: 대한항공, 하이투자증권 리서치본부

국내 항공사 국제선 운임은 1분기를 고점으로 하향 안정화 예상



자료: 각 사 자료, NH투자증권 리서치본부

- 화물 수송 실적 및 증감률 추이

인천공항의 4월 화물 수송 실적은 22.3만톤으로 전년 동월대비 14.6% 감소했다. 글로벌 경기둔화로 전년 동월대비로 14개월 연속 감소했고 코로나19 이전인 2019년 4월도 하회했다. 다만 항공 화물 수요가 이미 코로나19 이전 수준까지 감소했기 때문에 추가 감소는 제한적일 것으로 예상된다.

그림 4. 국제화물 증감률: 대한항공 vs. 아시아나항공

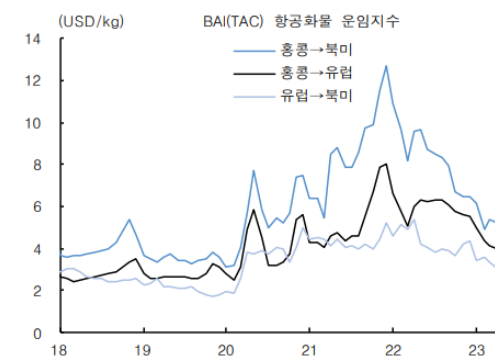


자료: 인천국제공항공사, 미래에셋증권 리서치센터

- 항공 화물 운임 추이

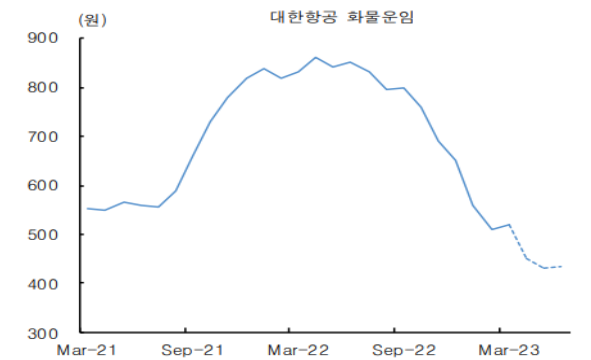
항공 화물 운임비는 2022년 km당 850원대에서 2023년 km당 480원대로 급감했다. 항공 화물 공급은 단기적으로는 2019년 수준을 회복하기 어렵다. 항공 화물 산업의 인력과 인프라 부족을 감안했을 때 가동률도 낮아졌다. 반면 항공기는 수급 불균형이 더 심해 대부분의 도입 계획이 지연되고 있다. 국제선 운임은 겨울 성수기 보다 낮아졌을 뿐 여전히 팬데믹 이전 2분기들과 비교하면 20% 이상 비싸다. 화물 운임은 글로벌 소비 둔화, 벨리 카고(대형 여객기에서 손님의 짐을 싣고 나서 남는 공간에 싣는 화물)공급 확대, 컨테이너 공급 증가로 인해 물동량 둔화와 운임 하락이 예상된다. 화물운임 하락세는 2Q23E까지 이어질 것으로 예상된다.

[그림 17] 4월 항공화물 운임은 여전히 하락세가 지속



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 18] 이러한 조정은 2분기까지 이어질 전망



자료: 대한항공, 한국투자증권

- 항공유 가격 추이 및 전망

항공유 가격은 2022년 원유 급등 이후 안정을 찾는 추세를 보이고 있다. 그러나 최근 주요 산유국의 감산 발표 등 불확실성으로 100달러에 육박한 것으로 나타났다. 2023년 중국의 리오프닝 및 여행재개와 하반기 경기침체 등으로 항공유 가격의 불확실성이 더 커지고 있다.

그림 5. 항공유 가격



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Ⅲ. 기업 분석

1) 사업

a. 사업 분야

대한항공은 여객사업, 화물사업, 항공우주사업을 주요 사업으로 영위하고 있다. 여객사업은 2023년 3월말 기준, 총 133대의 여객기를 보유하고 국내 13개 도시와 해외 35개국 95개 도시에 취항하고 있다. 여객사업은 국내선 사업과 국제선 사업으로 분류되며 2023년 1분기 여객 노선수익 1조 7,777억원 중 국제선 수익은 1조 6,670억원으로 93.8%를 점유하였으며, 국내선 수익은 1,107억원으로 6.2%를 차지하였다. 화물사업은 화물기 및 여객기 하단 Belly 공간에 화물을 탑재 및 수송하여 수익을 창출하는 사업이다. 동사는 3월말 기준, 해외 27개국 45개 도시에 화물기 23대를 운항하고 있으며, 반도체/자동차/배터리 부품 등의 산업 기반 수요, IT/전자제품, 전자상거래, 의류 등의 소비재 수요, 신선화물, 의약품, 생동물 등의 특수화물까지 해운 대비 긴급 및 고가 수요를 수송하고 있다. 항공우주사업은 군용기MRO, 민항기 제조와 무인기 개발 및 제조 사업을 수행하고 있다.

b. 제품 및 서비스 분야

동사의 매출원인 주요 서비스는 항공 운송 서비스이며 여객 운송과 화물 운송으로 분류된다. 여객 운송 부문에서는 세계 60여 개국 95여 개 도시에 취항하고 국내선과 국제선을 포함한 다양한 여객 운송 서비스를 제공하며 퍼스트 클래스, 비즈니스 클래스 프리미엄 이코노미 클래스 등등 다양한 좌석 클래스를 제공한다. 화물 운송 부문에서는 세계 50개 이상의 도시로 30개 이상의 노선을 운항하고 있으며 일반 화물, 특수 화물 등등 다양한 화물 옵션을 제공한다.

다음은 동사의 여객 운송 부문, 화물 운송 부문에서 국내선/국제선 평균 운임 추이이다.

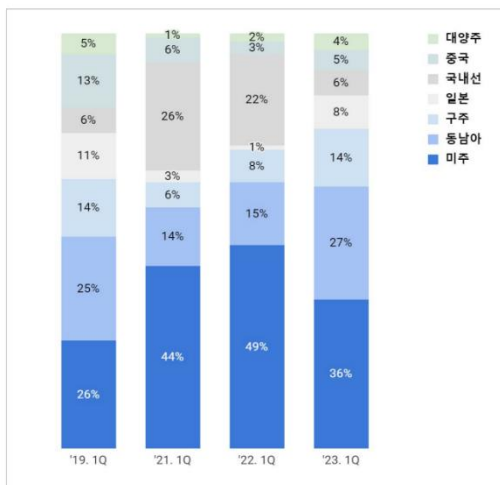
구분		2023년 1분기	2022년	2021년
여객	국내선(원/명) (USD/명)	75,354 (59)	73,951 (57)	56,549 (49)
	국제선(원/명) (USD/명)	620,594 (479)	802,165 (614)	812,451 (708)
화물	국내선(원/kg) (USD/kg)	234 (0.18)	244 (0.19)	238 (0.21)
	국제선(원/kg) (USD/kg)	4,478 (3.51)	6,503 (5.08)	4,936 (4.30)

세계적인 대규모 항공사에 속하는 동사는 인천국제공항과 김해국제공항을 허브로 수많은 국제선 노선을 운영하고 있으며 동아시아 항공사 중 가장 다양하고 촘촘한 미주 노선을 자랑한다. 특히 중국·동남아 노선이 가장 큰 규모를 자랑하는데, 중국·동남아 대형 항공사들이 스카이팀에 가입한 이후에도 동남아 화력은 아직도 대한항공이 주력일 정도이다. 또한, 대한항공의 중국 의존도는 타항공사에 비해 낮는데 이는 대한민국의 국책 항공사인 만큼 유럽과 미주노선 등의 장거리 노선이 탄탄한 덕분이다.

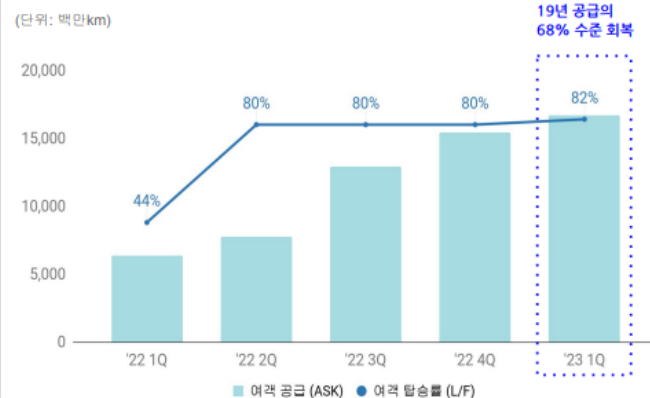
여객수송에 가려져 크게 알려져 있지 않은 사실이지만 동사의 항공화물 서비스는 세계에서 인정받고 있으며 동사의 중추역할을 한다. 동사의 화물 운송 능력은 페덱스, UPS, DHL 같은 화물 전문 항공사를 포함해 세계 5위 수준의 막강한 항공화물 수송력을 가지고 있다. 21년 기준으로 페덱스, 카타르 항공, DHL, 에미레이트 항공 다음에 대한항공이다.

다음은 노선별 매출 비중 추이 및 동사의 여객 공급 및 탑승률 추이이다.

■ 노선별 매출 비중



■ 당사 여객 공급 및 탑승률 추이



c. 생산능력 및 생산실적

동사의 2022년 항공 운송 산업에서 생산능력 대비 생산실적 비율은 약 78.1%로 이는 21년의 약 72.1%에 비해 높은 수치를 보이고 있다. 다음은 동사의 생산능력 및 생산실적 추이이다.

(단위: 여객 - 백만석km, 화물 - 백만톤km, 금액 - 백만원)

사업부문	품목	2023년 1분기		2022년		2021년	
		공급	금액	공급	금액	공급	금액
항공운송	1. 여객	16,696	2,154,120	42,374	5,812,208	23,519	2,897,763
	국내선	662	127,681	2,925	546,817	2,522	357,384
	국제선	16,034	2,026,439	39,449	5,265,391	20,997	2,540,379
	2. 화물	2,744	1,427,194	12,004	9,642,396	12,587	7,888,283
합 계			3,581,314		15,454,604		10,786,046

(단위: 여객-백만인km, 화물-백만톤km, 금액-백만원)

사업부문	품목	2023년 1분기		2022년		2021년	
		수송	금액	수송	금액	수송	금액
항공운송	1. 여객	13,764	1,777,650	31,621	4,353,139	8,634	1,083,901
	국내선	573	110,625	2,479	463,500	1,897	268,742
	국제선	13,191	1,667,025	29,142	3,889,639	6,737	815,159
	2. 화물	2,016	1,048,533	9,616	7,724,425	10,682	6,694,847
합 계	합 계		2,826,183		12,077,564		7,778,748

2) 매출 현황과 실적

a. 제품별 및 서비스 매출

(단위:억원)								
구 분		주요 사업 내용	2023년 1분기		2022년		2021년	
			매출액	비율(%)	매출액	비율(%)	매출액	비율(%)
대한항공	항공운송	여객노선(국내)	1,107	3.5%	4,635	3.5%	2,687	3.1%
		여객노선(국제)	16,670	52.1%	38,896	29.0%	8,152	9.3%
		화물노선	10,485	32.8%	77,244	57.6%	66,948	76.5%
		기타	2,522	7.9%	8,442	6.3%	6,080	6.9%
	항공우주	항공기 제조판매 및 정비	1,175	3.7%	4,910	3.6%	3,667	4.2%
합 계			31,959	100.0%	134,127	100.0%	87,534	100.0%

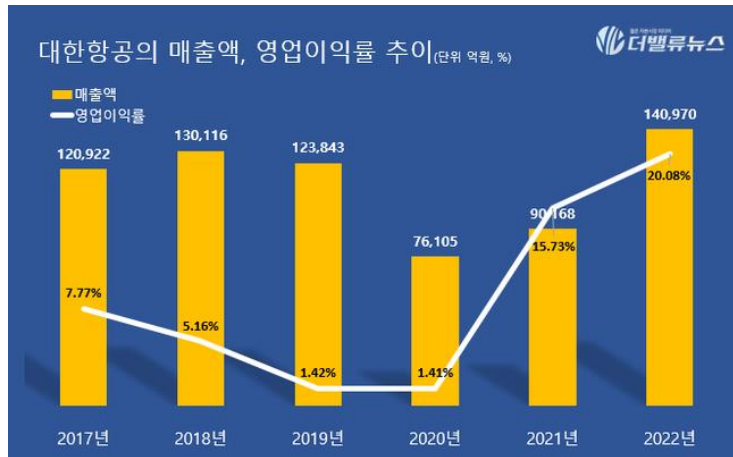
(단위:억원)								
구 분		주요 사업 내용	2020년		2019년		2018년	
			매출액	비율(%)	매출액	비율(%)	매출액	비율(%)
(주)대한항공	항공운송	국내선 여객	2,431	3.3%	4,862	4.0%	4,688	3.8%
		국제선 여객	17,621	23.8%	72,813	60.6%	72,687	58.8%
		화물	42,507	57.4%	25,574	21.3%	30,122	24.3%
		기타	5,844	7.9%	9,524	7.9%	9,634	7.8%
	항공우주	항공기 제조판매 및 정비	5,647	7.6%	7,404	6.2%	6,505	5.3%
합 계			74,050	100.0%	120,177	100.0%	123,636	100.0%

동사의 제품 및 서비스 매출 추이를 보면 항공 운송 매출 부문에서 여객 운송과 화물 운송에서 각 서비스별 매출 비중의 차이가 있다. 코로나가 발병하기 전인 2018, 2019년에는 여객 운송 부문이 약 60%의 매출을 차지하며 화물 운송 부문은 약 20% 대의 매출을 차지하였다.

2020년 ~ 2022년에는 전세계적인 코로나 팬데믹으로 여객 운송 부문이 약 10% ~ 30% 대로 낮은 비중을 차지하였으며 화물 운송 부문은 약 50% ~ 70% 대로 높은 비중을 차지하였다. 이후 전세계적으로 코로나 엔데믹을 선언하면서 여객 산업이 높은 회복률을 보였으나 세계적인 경기 침체 흐름으로 화물 운송 산업은 위축되었다.

동사의 2023년 1분기 여객 운송 부문 매출 비중은 약 55%, 화물 운송 부문 매출 비중은 약 33%로 동사의 2019년 서비스별 매출 비중과 유사한 모습을 보인다. 이 외에 항공우주 부문에서 항공기 제조판매 및 정비의 매출 점유율은 한 자리 점유율을 유지하고 있다.

b. 연간 실적 추이



당사는 2020년 코로나 초기에 여행길이 막히자 화물기 가동률을 높이고 유휴 여객기의 화물노선 투입을 통해 발빠르게 화물 사업 비중을 높였고 탄력적인 노선 운영으로 공급 유실을 최소화하여 코로나 위기를 돌파하였다. 또한, 2021년에 글로벌 경기회복으로 인한 물동량 증가로 항공 운임료가 크게 뛰면서 수익성을 개선하였다.

2022년에는 국제 여객 정상화에 필요한 여건들이 갖춰지고, 코로나19로 인해 누적됐던 해외 여행에 대한 수요가 증가한 영향으로 국제 여객 노선의 경우 21년(1조 839억원) 대비 4조 3531억원으로 301.6% 증가하였다. 또한, 팬데믹 기간 동안 실적 버팀목 역할을 한 동사의 22년 화물 매출은 7조7244억원으로 21년(6조6948억원) 대비 15.4% 늘었다. 여객 수요의 꾸준한 회복세 및 화물 사업의 지속적 수익 창출로 22년 동사의 매출 및 영업이익은 크게 증가하였으며 영업이익률은 20.08%로 경이로운 성장세를 보였다. 2022년의 매출은 약 14조원으로 팬데믹 이전인 19년도 매출(약12조원)을 넘어섰다.

구 분	'22. 1Q	'23. 1Q(E)	증 감	
영업수익	28,052	31,959	+3,907	+13.9%
여객 노선 수익	3,598	17,777	+14,179	+394.1%
화물 노선 수익	21,486	10,485	-11,001	-51.2%
기타 수익	2,968	3,697	+729	+24.6%
영업비용	20,168	27,809	+7,641	+37.9%
연료비	6,633	10,045	+3,412	+51.4%
연료비 외	13,535	17,764	+4,229	+31.2%
영업이익 (영업이익률)	7,884 (28.1%)	4,150 (13.0%)	-3,734	-47.4%

23년 1분기 동사의 매출액은 약 3조 2천억원(+13.9% YoY), 영업이익은 4150억원(-47.4% YoY)를 기록했다. 국제 여객 수요가 빠르게 늘어나고 국제선 운임도 견조하지만, 화물 운임 급락에 따라 수익성은 22년 동기 대비 악화되었다. 또한, 올해 1분기 동사의 여객 매출액은 1.7조원(+394.1% YoY, 8.2% QoQ)로 RPK(항공사의 여객 수송실적)는 전년동기대비 485.2%, 전분기대비 12.5% 증가하였으나 화물 매출액은 1.0조원(-51.2% YoY, -32.3% QoQ)로 FTK(항공사의 화물 수송 실적)는 전년동기 대비 21.6%, 전분기대비 8.7% 감소했다. 또한, 급유단가 및 소모량 증가로 인한 연료비 증가와 임금 인상 및 휴업인원 감소로 인한 인건비 증가로 영업비용은 약 2.8조원으로 전년 동기 대비 37.9% 증가했다.

23년 국제 여객의 빠른 회복과 높은 운임, 그리고 화물 부문에서의 물동량 감소와 운임 하락 추세는 올해 당분간 지속될 것으로 판단된다. 2Q23 국제 여객 부문은 전통적인 비수기에도 수요 회복이 지속되고, 특히 5월 연휴가 맞물려 전분기대비 운임이 소폭 하락하는데 그칠 것으로 예상되며 3Q23에는 연 중 최고 수준의 운임이 예상된다. 다만 화물 부문은 글로벌 소비 둔화, 벨리카고(화물) 공급 확대, 컨테이너 공급 증가와 맞물려 물동량 둔화와 운임 하락이 당분간 이어질 가능성이 높다고 예상된다. 따라서 2023년에는 화물 운임 하락에 따른 영업이익의 기저효과는 피할 수 없지만, 높은 수준의 국제선 여객 운임이 예상되어 안정적인 수익성이 예상된다.

3) 경쟁력 및 점유율

구 분		국제여객 수송점유율	국제화물 수송점유율
대한항공	2021년	29.0%	30.9%
	2022년	20.6%	32.1%
	2023년 1분기	15.8%	23.4%
아시아나	2021년	18.9%	19.8%
	2022년	14.2%	19.5%
	2023년 1분기	10.8%	17.4%
기타	국내 항공사	2021년	5.8%
		2022년	26.3%
		2023년 1분기	43.0%
	해외 항공사	2021년	46.2%
		2022년	38.9%
		2023년 1분기	30.4%

동사의 2023년 1분기 국제여객 수송점유율, 국제화물 수송점유율은 전체적으로 2021년, 2022년 대비 하락하였다. 이에 반해 국내 항공사(LCC)의 각 부문에서 점유율은 증가하는 추세이며, 특히 국제여객 수송점유율이 크게 상승하였다. 앞서 말한 것처럼 23년부터 국제 여객과 화물부문에서 점유율이 감소한 것을 확인할 수 있는데, 국내의 LCC 항공사들이 23년부터 국제선의 매출비중을 증가시킴에 따라 대한항공의 점유율이 감소한 것으로 확인되었다.

	2023년 1분기 (제21기 1분기)		2022년 (제20기)		2021년 (제19기)		2020년 (제18기)	
	매출액	비율	매출액	비율	매출액	비율	매출액	비율
국내	69,678	19.4	299,447	56.9	189,424	88.4	132,767	49.3
국제	275,080	76.7	199,945	38.0	16,580	7.7	130,325	48.4
소계	344,757	96.1	499,392	95.0	206,004	96.1	263,092	97.7

위의 표는 국내의 LCC 항공사인 티웨이항공의 매출비중 변화를 보여준다. 티웨이항공의 국제선 비중은 21년 7.7%로 한자리 수 비중을 유지하다가 22년에는 38%, 심지어 2023년 1분기에는 76.7%까지 증가하였다. 뿐만 아니라 다른 LCC인 진에어와 제주항공에서도 비슷한 사례를 확인할 수 있다. 가장 눈에 띈 항공사는 제주항공으로 23년 1분기의 국제선 부문의 매출액은 전년 동기 대비 5114% 증가하였다.

2023년 1분기 항공사별 여객 운송량

(단위: 명, 유상 및 환승 승객)

항공사	국내	국제	총합
대한항공	148만1511	271만8141	419만9652
아시아나항공	121만2380	172만9422	294만1802
제주항공	127만3029	166만2517	293만5546
티웨이항공	118만3595	123만6021	241만9616
진에어	115만5374	123만9278	239만4652
에어부산	108만6058	75만8476	184만4534
에어서울	24만4577	32만9989	57만4566
에어프레미아	-	12만3668	12만3668
플라이강원	7만918	4만1480	11만2398
에어로케이	9만5013	-	9만5013
이스타항공	2만4287	-	2만4287

자료: 국토교통부

2023년 국내 기업들의 여객 운송량을 보면 대한항공이 총합 419만 명으로 가장 많고 다음으로는 에어서울과 에어부산의 모기업인 아시아나항공이 자리를 지키고 있다. 제주항공, 티웨이항공 그리고 진에어는 LCC(저비용항공사)이기 때문에 주요 경쟁관계로 포함하지 않았다. 위와 같이 사실상 국내의 대형항공사는 대한항공과 아시아나항공 두 항공사뿐이기 때문에 대한항공의 아시아나 합병은 몇몇 부분에서 독점 문제를 일으킬 수 있다. 대한항공의 아시아나 인수과정은 2019년부터 시작됐으며 두 회사가 합병시에는 국제선의 약 48.9%를 차지하게 된다. 하지만 아직 EU, 미국, 일본 등의 합병 승인과 관련하여 심사가 남아있는데, 상황이 긍정적이지는 못하고 앞서 말한 독점과 관련하여 심사국들이 불편한 심정을 드러내고 있다.

추가로 해외의 대형항공사로는 대표적으로 (미국)아메리칸항공, 델타항공, 유나이티드항공, (중국)중국남방항공, (독일)루프트한자 등이 있다. 항공사들은 각자 상호 협력 및 운용성 향상을 목적으로 항공동맹에 소속되어 있고, 이러한 항공동맹은 아시아나항공이 소속된 "스타얼라이언스", 대한항공이 소속되어있는 "스카이팀" 등이 있다. 하지만 항공동맹 소속 회사들 간에도 경쟁이 존재한다.

4) 연혁 및 지배구조

a. 회사의 연혁

대한항공은 대한민국의 운송 전문 기업집단인 한진그룹 계열이며, 1969년 민영화와 함께 계열로 편입됐다. 동사의 본점 소재지는 서울시 강서구 하늘길 260에 위치하고 있다.

b. 주요주주현황

2014년 11월 11일 (주)한진칼이 최대 주주로 변경되었으며 2023년 3월 31일 기준 소유 주식 수는 99,521,302주로 지분율 26.95%이다. 이외에 국민연금이 6.29%의 지분을 확보하고 있다.

c. 지배구조

대한항공의 모회사인 한진그룹(한진칼)의 자회사에는 (주)대한항공 외에도 (주)진에어, (주)한국공항, (주)한진정보통신 등등의 기업이 있다.

주주명	지분율
 한진칼	26.13%
 국민연금	6.29%
 정석인하학원	0.70%
 정석물류학술재단	0.11%
 일우재단	0.05%
 조원태	0.01%
 이명희	0.01%

5) 재무분석

a. 영업실적

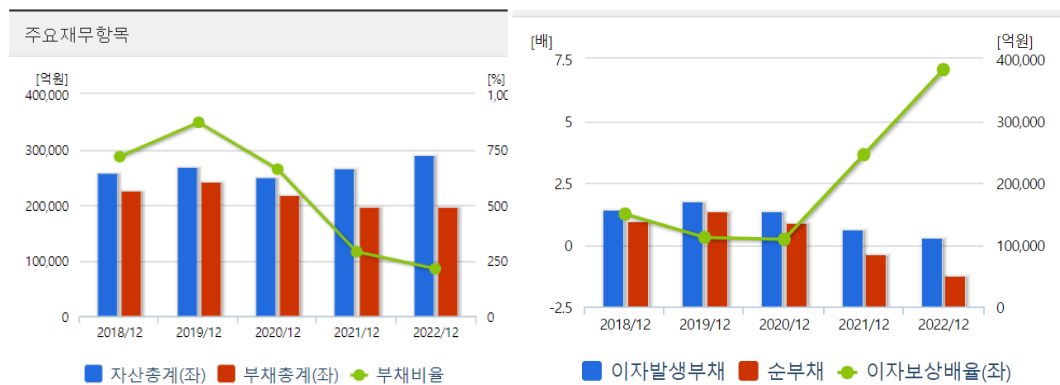
항목	2018/12 (IFRS연결)	2019/12 (IFRS연결)	2020/12 (IFRS연결)	2021/12 (IFRS연결)	2022/12 (IFRS연결) 
 매출총이익률	15.74	11.70	9.99	23.34	27.32
 영업이익률	5.16	1.42	1.41	15.73	20.08
 순이익률	-1.24	-5.03	-3.02	6.42	12.27

대한항공의 2022년도 매출은 14조960억원이고, 2019년도 매출 대비 13.82% 성장하였다. 동사의 23년 1분기 매출액 전년동기대비 13.9% 성장하였으나, 영업비용이 증가함에 따라 영업이익은 감소하였다. 따라서 2023년 1분기 영업이익률이 22년 28.1%에서 13%로 감소하였다.



2022년 대한항공의 영업이익률은 20.08%로 경쟁 기업 대비 높은 편에 속한다. 아시아나항공의 영업이익률은 9.65%, 미국 항공 3사(델타, 유나이티드, 아메리칸)의 영업이익률은 순서대로 (9.37%, 8.05%, 7.94%)이며 이들 셋과 대한항공의 눈에 띄는 차이점 중 하나는 매출비중이다. 대한항공의 매출비중은 (여객: 32.5, 화물: 57.6%)로 여객(passenger)의 비중이 32.5%인 반면 미국 3사의 Passenger 비중은 (79.5%, 89%, 91%)로 상대적으로 높았다.

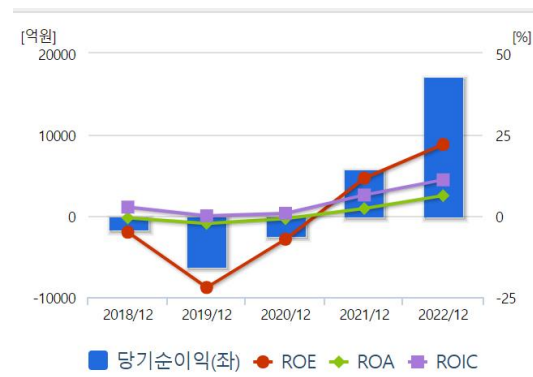
b. 재무상태



재무상태표에서 가장 핵심적인 부문은 부채비율의 꾸준한 감소이다. 2020년 660%에 달하던 대한항공의 부채비율은 2022년 212%로 감소하였다. 이는 2021년 ~ 2022년에 동사의 실적 호조 및 순이익을 개선, 대규모 유상증자, 부지 매각 등을 통해 부채를 꾸준히 감소시켰으며 동시에 확보된 자금으로 아시아나항공 인수에 사용하였다. 부채의 감소 덕으로 이자 부담이 줄어 이자보상배출도 전년대비 3.63이 증가한 7.06배로 상승하였고 유동비율 또한 2020년도 50% 수준에서 현재 95%까지 개선되었다. 절대적으로 본다면 재무가 건전하지는 못하지만 부채 건전성이 꾸준히 개선되고 있다는 점이 핵심이다.

	DAL	UAL
Total Cash	6.61B	17.16B
Total Cash Per Share	4.94	23.28
Total Debt	30.66B	37.18B
Net Debt	24.05B	20.03B
Total Debt to Equity	489.78%	557.65%

또한, 동사와 규모가 비슷한 외국의 주요 항공사와 비교하였을 때 부채 비율이 상대적으로 낮은 편이다. 2023년 1분기 동사의 부채 비율은 약 207%로 동사의 외국 경쟁 기업인 Delta airlines (DAL), United airlines(UAL)의 2023년 1분기 부채 비율 489%, 557%에 비해 상대적으로 낮다.



대한항공의 수익성지표인 ROA 또한 점진적으로 개선되어 6.21%로 산정되었고, 델타항공(4.40%), 아시아나항공(2.83%), 유나이티드 항공(3.52%)와 비교했을 때 상대적으로 높은 것을 알 수 있다. ROE 또한 꾸준한 부채감소로 인한 디레버리징에도 불구하고 자산회전율과 순이익률 개선을 통해 급격한 성장을 이루었다.

c. 현금흐름

항목	2018/12 (IFRS연결)	2019/12 (IFRS연결)	2020/12 (IFRS연결)	2021/12 (IFRS연결)	2022/12 (IFRS연결) ⁺
영업활동으로인한현금흐름	27,926.3	22,878.9	13,767.0	35,142.0	55,724.2
투자활동으로인한현금흐름	-6,579.4	-15,492.5	-27.2	-24,448.3	-29,759.0
재무활동으로인한현금흐름	-14,075.2	-14,471.7	-8,581.5	-12,112.2	-26,980.3

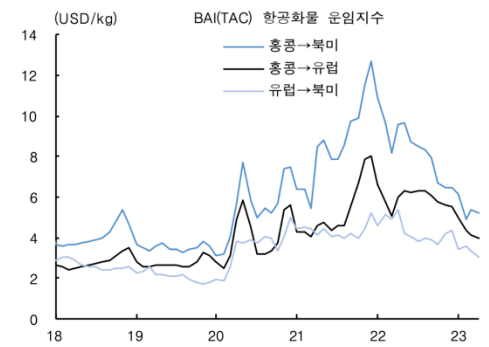
동사의 영업활동현금흐름은 코로나 팬데믹에도 불구하고 2020년부터 꾸준히 증가하고 있으며 2022년에는 약 5조 5724억원으로 전년 대비 59% 상승하였다. 항공산업이 다시 팬데믹 이후로 재 활성화 되자 꾸준한 투자지출을 통해 매출성장을 하고 있다.

IV. 투자포인트

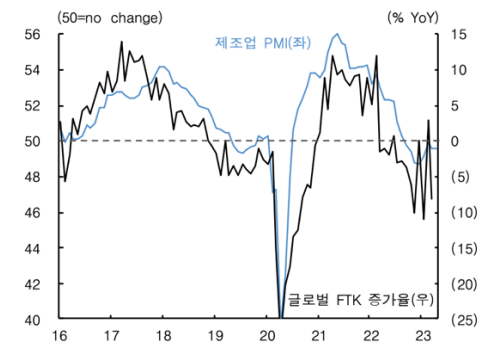
1. 반등을 앞둔 화물과 회복 중인 여객

항공과 해운의 화물 수요는 대체제의 관계를 갖는다. 코로나 팬데믹 기간동안, 해운을 통한 화물의 운송은 수요가 급감했고 항공을 통한 화물 운송은 큰 폭으로 상승했다. 하지만 엔데믹이 선언되고 해운이 정상화됨과 더불어 경기침체의 경향이 엿보이면서 항공의 화물 운임은 급격히 하락했다. 2022년을 피크로 하여 지난 4월까지 항공화물 운임은 지속적으로 하락하고 있다. 하지만 화물 운임은 점차 정상화될 전망이다. 주된 화물운송 대상인 제조업의 경기를 예측하여 선행지수로 활용할 수 있는 제조업 PMI 지수는 항공화물 운임과 비슷하게 하락하고 있었으나 최근 점차 개선되는 모습을 보이며 바닥을 지나고 있다는 평가를 받고 있다. 또한 화물운송의 수준을 나타내는 글로벌 FTK 증가율 역시 음의 값을 기록하며 수요의 감소를 보여주고 있지만 반등의 기미가 보이며 반등할 것이라는 시장의 평가를 받고 있다.

[그림 17] 4월 항공화물 운임은 여전히 하락세가 지속

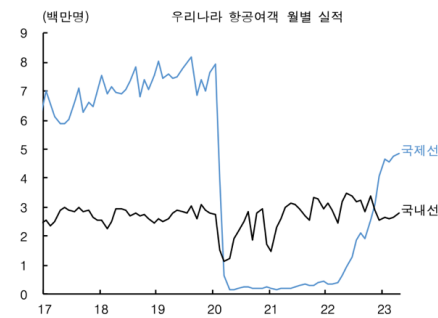


[그림 19] 다만 선행지표들은 하나들 바닥을 지나고 있음

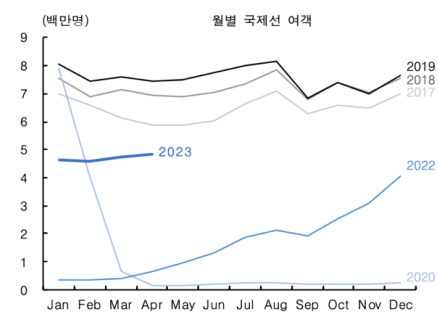


또한 여객은 이제 시작의 신호탄을 쏘아 올렸다. 코로나-19로 인한 이동이 통제되던 시기의 여객의 수요는 전무한 수준이었다. 하지만 항공업에서 살펴볼 가장 주요한 부분은 엔데믹 선언으로 회복될 여객의 실적이다.

[그림 1] 4월 국제선 여객수는 전월대비 3% 증가

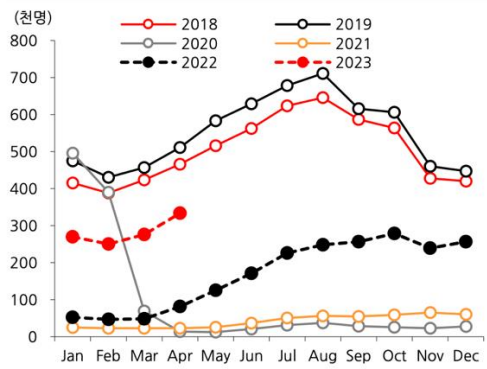


[그림 2] 국제선 여객 실적은 2019년 대비 65% 회복



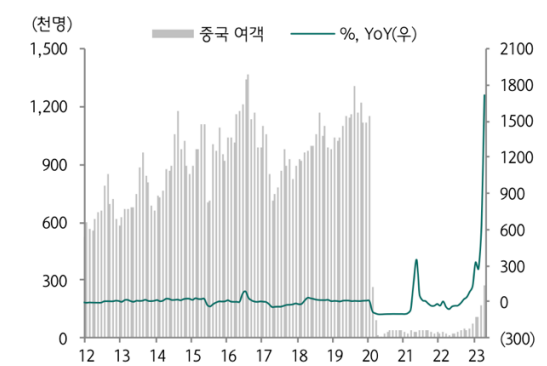
대한항공의 매출구성을 확인했을 때, 국제선의 비중이 절대적인 수치를 보여주고 있다. 그리고 단기적으로는 4월 국제선 여객수는 전월대비 3% 증가했으며, 2022년부터 꾸준히 실적이 회복되어 코로나-19 이전인 2019년의 65% 수준을 기록했음을 확인할 수 있다. 단순 계산을 통해서 확인했을 때는 여객 부문에서 지금보다 약 50% 수준의 매출 상승을 기대할 수 있다고 볼 수 있다.

[그림4] 월별 유럽노선 수송객 수 추이



자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, 한화투자증권

도표 18. 인천공항 중국노선 여객 추이



주: 인천공항, 하나증권

2. 항공유가격의 감소

비행기 표를 구매할 때, 소비자들은 비행기 이용에 대한 서비스 비용 이외에도 항공사들이 유가 상승에 따른 손실을 보전하기 위해 부과하는 할증료인 유류할증료를 추가로 지불해야 한다. 해당 유류할증료는 싱가포르 현물시장의 항공유(MOPS) 2달 평균가격에 따라 변동된다. 싱가포르 항공유(MOPS)의 가격이 배럴당 63달러, 항공유 가격이 갤런당 150센트를 넘어서면 일정액을 유류할증료로 책정하는데, 가격에 따라 1~33단계의 국제선 유류할증료가 부과된다. 그리고 대한항공의 매출의 대부분은 국제선에서 발생하는데, 유류할증료의 감소는 해당 노선에 대한 수요가 증가함을 예상할 수 있다.

(편도 및 대관거리 mile 기준, 단위 : KRW)			
대관거리	주요노선	23년 5월	23년 6월
~ 499	인천-다롄, 선양, 후쿠오카, 칭다오	16,800	14,000
500 ~ 999	인천-나고야, 나리타, 오사카, 타이베이, 톈진, 샹하이, 오키나와, 상하이 푸둥, 난닝, 킴포-하네다, 부산-나리타	28,000	22,400
1,000 ~ 1,499	인천-광저우, 홍콩, 울란바토르	30,800	28,000
1,500 ~ 1,999	인천-마닐라, 하노이, 세부, 다낭	42,000	33,600
2,000 ~ 2,999	인천-방콕, 싱가포르, 양곤, 쿠알라룸푸르, 프놈펜, 호치민, 광, 델리, 카트만두, 치앙마이, 푸켓, 나트랑	46,200	43,400
3,000 ~ 3,999	인천-자카르타, 타슈켄트, 발리	47,600	46,200
4,000 ~ 4,999	인천-모스크바, 두바이, 호놀룰루, 브리즈번, 이스탄불	85,400	71,400
5,000 ~ 6,499	인천-런던, 로스앤젤레스, 라스베이거스, 밴쿠버, 샌프란시스코, 시드니, 시애틀, 알스테르담, 오슬랜드, 파리, 프랑크푸르트, 밀라노, 비엔나, 바르셀로나, 로마, 부다페스트, 텔아비브, 프라하, 취리히, 마드리드	103,600	88,200
6,500 ~ 9,999	뉴욕, 델리스, 보스턴, 시카고, 애크렌타, 워싱턴, 토론토	123,200	107,800

위의 자료에서 볼 수 있듯이, 내달 출발하는 국제선의 유류할증료는 5월 대비 인하 하여 코로나-19 이후 역대 최저금액을 기록하고 있다. 프리미엄 좌석의 경우에는 유류할증료에 따른 항공권 가격 변동 비율이 크지 않지만, 일반 좌석의 경우에는 항공권을 예매하는데 있어 유류할증료는 매우 큰 비중을 차지한다. 따라서 소비자들로 하여금 해외여행 수요를 촉진시키는데 영향을 미칠 것으로 보인다.

뿐만 아니라 항공사들의 원가의 대부분은 항공유에서 비롯된다. 따라서 유가의 하락은 대한항공의 영업이익을 증가시킬 중대한 요인으로 작용할 것이다. 대한항공의 2022년 매출액 대비 영업이익은 약 20%수준이지만 항공유 지출의 가격을 지금의 수준으로 변동시켜 계산한다면 약 4000억원의 원가 절감이 발생할 것이고, 영업이익률의 경우에는 약 23% 수준으로 변화한다. 향후 매출의 증가와 원가의 감소가 동반되어 발생할 것으로 예상되므로 대한항공의 매력을 점차 증대될 것이다.

제트 연료 가격 변화 - 장기적 관점

Jet Fuel & Crude Oil Price (\$/barrel)



Source: S&P Global, Macrobond

물론 유가의 가격 추이는 단순히 예측할 수 없다. OPEC+는 최근 감산을 발표하면서 원유 공급의 감소를 예견했다. 이와 더불어 원유에 대한 수요는 증가할 예정이다. 코로나-19의 종결 이후 각종 산업이 점차 활성화될 전망이고 산업의 활성화는 석유 사용량의 증가를 필연적으로 발생시킨다. 그리고 미국은 올 하반기부터 전략비축유를 추가적으로 증가시킬 것이라고 발표했다. 이처럼 유가는 다양한 요소들이 산재하지만 감소하고 있는 추세를 보이고 있으며 이는 대한항공에 이점으로 작용할 것이다.

3. 안정적인 재무 구조와 개선

대한항공의 ROA는 6.35%로 국내에서 유일한 대형 항공사로 경쟁 기업으로 분류되는 아시아나 항공의 2.83%보다 높고, 글로벌 경쟁사로 분류할 수 있는 미국의 거대 항공사인 델타 항공의 4.4%, 유나이티드 항공의 3.52%보다도 높은 수준이다. 항공업 특성상 회사의 주요 자산인 비행기가 주요 수익을 창출하기 때문에 ROA가 PEER 그룹과의 주요한 비교대상으로 볼 수 있는데, 대한항공은 자산인 비행기를 통해 수익을 수월하게 창출하고 있음을 알 수 있다.

또한 대한항공의 재무상태표에서 확인할 수 있는 가장 핵심적인 부분은 바로 부채총계의 지속적인 감소와 그로 인한 부채비율의 감소이다. 코로나-19 당시, 대한항공은 전체 110개의 국제 여객 노선 중에서 34개만을 운항하면서 손실을 줄였고 대신에 화물기는 전량을 운항에 투입하는데 그치지 않고 일부의 여객기를 개조하여 화물기로 운용하는 등 전략적인 판단에 힘입어 항공업계의 암흑기에 안정적인 매출을 확보했다. 이러한 실적 호조 및 순이익률 증가와 경복궁 인근에 보유 중이던 송현동 부지를 한국토지주택공사에 매각하며 유동성을 확보하는 자구적인 노력을 통해 부채를 대규모 감소시켰으며, 대규모 유상증자를 통해 자본금을 크게 증가시켜 부채비율의 감소를 이끌어냈다. 부채비율을 동사와 규모가 비슷한 외국의 주요 항공사와 비교하였을 때, 부채 비율이 상대적으로 낮은 편이다.

동사의 영업활동현금흐름은 코로나 팬데믹 시즌임에도 불구하고 2020년부터 꾸준히 증가하고 있다. 그리고 재무활동현금흐름 역시 지속적으로 음의 값을 기록하면서 상쇄된 부채감소를 위해 힘쓰고 있음을 지표로 확인할 수 있다. 그리고 잉여현금흐름을 나타내는 FCF 역시 2020년 이후로 지속적으로 큰 폭의 상승을 기록하고 있다. 기업의 경영활동에 사용되는 현금흐름지표에서 긍정적인 값을 기록하고 있다는 점은 분명 투자에 있어 주요하게 작용될 것이다.

영업활동현금흐름	22,879	13,767	35,142	55,724
투자활동현금흐름	-15,492	-27	-24,448	-29,759
재무활동현금흐름	-14,472	-8,581	-12,112	-26,980
CAPEX	11,828	6,110	3,430	7,618
FCF	11,050	7,657	31,712	48,107

하지만 절대적인 수준에서 대한항공의 재무비율은 좋지 않다. 대한항공의 유동비율은 0.95 수준으로 1을 넘기지 못하고 있다. 게다가 PEER 그룹대비, 과거 기업 부채비율 대비 지금의 부채비율이 개선되고 있으며 이점으로 작용한다는 것이지 212% 수준의 부채비율은 절대적인 수준에서 좋다고 이야기할 수 없다. 그리고 회사의 경영이 어려워지는 코로나-19 시기에 대규모 유상증자를 시행하며 주식의 가치를 희석시켰다는 점 역시 주주가치에 대한 의식의 부재로 연관 지을 수 있다. 하지만 지속적으로 부채비율을 개선시켜 나가고 있다는 점, 핵심 수익률인 ROA가 PEER 그룹대비 높다는 점, 현금흐름에서의 개선 등은 대한항공이 지닌 매력을 더욱 증대 시켜준다.

V. 리스크

1. 아시아나 인수 불발 우려

대한항공은 아시아나 항공을 인수하며 대한민국 유일무이한 대형 항공사로 거듭나려 시도하는 중이다. 대한항공과 아시아나 항공의 기업결합은 이해당사국 14개국의 경쟁당국으로부터 승인을 받아야 하는데, 한국과 중국, 싱가포르, 영국 등 11개국에서는 심사가 완료 및 종결되었다. 하지만 미국, 일본 그리고 EU의 기업결합심사에서 제동이 걸린 상황이다. 최근 유럽연합의 경쟁당국이 경쟁제한이 우려된다는 내용의 중간심사보고서를 발부하면서 인수전이 불발되는 것이 아닌가 하는 시장의 불안을 일으켰다. 하지만 대한항공은 EU의 중간보고서를 통해서 제기된 문제를 해결하여 최종보고서에서 긍정적인 결과를 도출할 수 있다며 안도하는 입장을 표명한바 있다. 뿐만 아니라 미국에서는 작년 유나이티드 항공이 이슈 제기를 했다는 보도나 나온데 이어, 미 법무부에서 인수를 막기 위한 소송을 진행할 예정이라는 보도가 나왔다. 그리고 대한항공에서는 즉시 특정 매체의 소송 가능성 제기일 뿐, 확정된 것이 없다는 입장문을 발표했다.



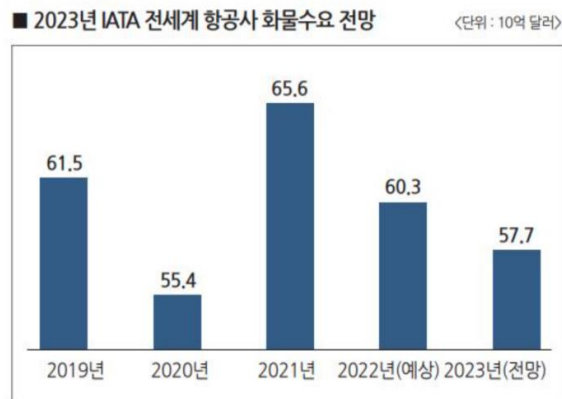
대한항공은 EU가 8월에 승인 여부를 결정하는 만큼 하반기 안에 기업결합심사를 마치고 합병 절차에 들어갈 것으로 기대하고 있다. 대한항공의 이러한 기대에는 영국의 사례에서 비롯된 것으로 보인다. 올해 3월, 대한항공이 영국의 경쟁당국인 CMA로부터 기업결합승인을 받을 수 있었던 뒷배경에는 일부 슬롯을 현지 항공사에 양도하기로 했다는 사실이 있다. 승인에 앞서 영국의 CMA는 합병 이후 항공권 가격 인상과 서비스 하락이 예상된다는 독과점을 해소할 시정 조치안을 요구했다. 그리고 이러한 요구를 충족시키기 위해 대한항공은 공항 이착륙 횟수인 슬롯은 현지 항공사에 양도하는 방식을 사용했다. 해당 방법은 합병에서 비롯되는 시너지를 감소시킨다는 평가가 존재한다. 항공사의 합병을 통해 얻을 수 있는 가장 큰 시너지는 해당 노선에 대한 공급을 증가시킬 수 있다는 점인데, 그러한 공급을 현지의 항공사에 양보한다면 공급의 증가가 제한되기 때문이다.

2. 화물 운임 및 수요 감소

화물 운임은 지속적으로 감소하고 있으며 해운의 정상화로 인해 화물의 항공운송에 대한 수요가 감소하고 있다. 따라서 매출액은 증가하는 모습을 보여주고 있지만 영업이익적인 측면에서 최근 2분기 모두 컨센서스를 하회하는 등 부정적인 모습을 보여주고 있다. 코로나-19 당시 여객 수요가 전무하다시피 한 대한항공의 매출을 이끌어 간 것은 화물 매출이었다. 2018년, 2019년 매출 비중을 보면 여객 60%, 화물 20% 수준의 매출 구성비를 기록했지만, 팬데믹 당시 화물 운송의 비중은 50% ~ 70% 수준을 기록하며 동사가 영업활동을 계속해서 영위할 수 있도록 핵심적인 역할을 수행하였다.

(단위: 억원)								
구 분		주요 사업 내용	2023년 1분기		2022년		2021년	
			매출액	비율(%)	매출액	비율(%)	매출액	비율(%)
대한항공	항공운송	여객노선(국내)	1,107	3.5%	4,635	3.5%	2,687	3.1%
		여객노선(국제)	16,670	52.1%	38,896	29.0%	8,152	9.3%
		화물노선	10,485	32.8%	77,244	57.6%	66,948	76.5%
		기타	2,522	7.9%	8,442	6.3%	6,080	6.9%
	항공우주	항공기 제조판매 및 정비	1,175	3.7%	4,910	3.6%	3,667	4.2%
	합 계		31,959	100.0%	134,127	100.0%	87,534	100.0%

하지만 엔데믹 선언 이후, 세계적인 경기 침체 흐름으로 화물 운송 산업은 위축되었다. 항공편으로 운송된 유상화물의 중량과 운송거리를 곱한 수치인 FTK는 전년동기대비 21.6%, 직전분기대비 8.7% 감소하는 모습을 보이며 화물운송부문의 실적 감소를 예견했다. 그리고 2021년을 피크로 IATA는 전세계 항공사의 화물수요가 점차 감소함을 예상했다.



그러나 화물의 운임은 현재 하락세가 끝나가고 있다는 평가가 시장 전반에 깔려 있으며 점차 회복세로 전환될 것이라는 기대감이 있다. 코로나로 인한 요인들이 모두 제거되고 나면 매출의 구성비율이 과거의 수치로 돌아갈 것이며, 화물의 수요의 감소는 정상화의 일환으로 여겨질 것이다.

VI. 밸류에이션

대한항공의 목표주가는 25,790원으로 제시한다. 밸류에이션은 상대가치평가법을 사용하여 peer 그룹들의 PER을 활용하였다. 최근 1년 간의 매출액과 영업이익, 당기순이익을 활용해 2023년 말 해당 지표와 추정 EPS를 구했다. 이후 Peer 그룹의 Per을 이용하여 적정 Per을 추정했다.

1. EPS 추정

대한항공의 EPS는 발표된 2023년 1분기 실적을 반영하여 올해 2~4분기 실적을 추정하여 구했다. 영업수익은 여객, 화물, 기타로 분류되는데, 그중 여객 수익은 1분기부터 매분기 4%씩 증가한다고 가정하여 2023년 2분기, 3분기, 4분기 수치를 추정하였다. 현재 여객이 68% 회복된 상황에서 23년 말까지 80% 수준이 예상된다는 점에서 4%로 가정하였다. 화물수익은 1분기의 화물 실적이 바닥임을 가정하였고 점차 회복됨에 따라 작년 대비 30% 감소할 것으로 예상하여 전동분기 수치에 0.7을 곱해 추정하였다. 대한항공의 영업비용은 연료비 비중이 높은데 이는 여객선이나 화물선의 운항이 늘어남에 따라 소비량이 증가하기 때문에 영업수익과 연동되는 측면이 있다. 이에 따라 영업비용 또한 4% 증가할 것을 가정하였다. 다음 수치들을 바탕으로 도출한 영업이익률은 약 12%이며 순이익률은 2022년도 당기순이익률을 참고하여 7.2%로 예상한다. 따라서 대한항공의 당기순이익은 10081.22억(원)이며 이를 유통주식수인 369,331,408 주로 나누어 추정 EPS는 2729.596(원)으로 산출했다.

	22년1Q	22년2Q	22년3Q	22년4Q	22년 연간		23년 1Q	23년 2Q	23년 3Q	23년 4Q	23년 연간	(단위:억)
영업수익	28052	33324	36684	36068	134128		31959	37420.45	35993.71	34643.83	140017	
여객수익	3598	8742	14543	16648	43531		17777	18488.08	19227.6	19996.71	75489.39	
화물수익	21486	21712	18564	15483	77245		10485	15198.4	12994.8	10838.1	49516.3	
기타수익	2968	2870	3577	3937	13352		3697	3733.97	3771.31	3809.023	15011.3	
영업비용	20168	25965	28292	30867	105292		27809	29436.8	30766.67	34425.66	122438.1	
연료비	6633	10140	11707	11595	40075		10045	10446.8	10864.67	11299.26	42655.73	
연료비외	13535	15825	16585	19272	65217		17764	18990	19902	23126.4	79782.4	
영업이익	7884	7359	8392	5201	28836		4150	7983.65	5227.041	218.1712	17578.86	
영업이익률					0.214989						0.125548	

2. Peer 그룹 설정

Peer 그룹으로는 항공서비스를 제공하는 국내 및 해외사 4개 기업으로 선정했다. 국내 기업으로는 아시아나 항공, 외국 기업으로는 일본항공, 캐세이퍼시픽, 싱가포르항공을 포함시켜 평가하였다. Peer 기업들은 지역적 유사성을 고려하여 주요 FSC-BM 가 비슷한 아시아 지역의 일본, 홍콩, 싱가포르를 선정하였다. 중국과 대만 같은 경우 현재 지나치게 높은 밸류에이션 Per을 지니고 있다는 점에서 제외하였다.

Stock Price	22,550					
국가		PER	PBR	EPS	ROA	EV/EBITDA
대한민국	대한항공	4.76	0.92	4,819	6.56	3.05
대한민국	아시아나	9.43	1.51	1,484	0.2	4.23
일본	일본항공	12.25	1.4	-76.31JPY=-724.99KRW	1.66	9.63
홍콩	캐세이퍼시픽	14.07	0.79	-1.15HKD=-193.52KRW	1.17	11.88
싱가폴	싱가포르	18.29	0.93	0.35SGD=342.57KRW	3.47	3.13

3. Target P/e 선정

해당 peer 그룹의 Target P/E를 계산한 결과 13.51의 PER이 도출되었다. 그러나 계산을 진행한 Peer의 높은 Per과 아시아나 리스크 등을 고려했을 때 Target P/E를 그대로 적용 시 고평가의 우려가 발생할 수 있다고 생각하여, 대한항공의 탄탄한 재무와 잠재력을 반영하여 30% 할인율을 적용하였다. 결과적으로 9.45라는 PER을 산출했다.

4. 목표주가

추정 EPS와 산정한 Target P/E를 바탕으로 목표주가는 $27295.96 \times 9.45 = 25794.59$ (원)이고, 이에 따라 2023년 5월 24일 현재주가 22,350원에서 15% 정도의 upside가 있다고 판단된다.