

# 대한항공 (003490)

양지환  
jihwan.yang@daishin.com

이지수  
jane.lee@daishin.com

투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**43,000**

유지

현재주가

**28,300**

(22.01.28)

운송업종

ESG평가 등급	S	A+	A	<b>B+</b>	B	C	D
----------	---	----	---	-----------	---	---	---

KOSPI	2663.34
시가총액	9,882십억원
시가총액비중	0.44%
자본금(보통주)	2,607십억원
52주 최고/최저	34,500원 / 26,200원
120일 평균거래대금	636억원
외국인지분율	11.71%
주요주주	한진칼 외 16 인 28.61% 국민연금공단 7.60%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.4	-8.1	-6.1	-4.6
상대수익률	10.7	3.8	14.1	10.0



## 2022년 화물 연착륙 기대

### 투자자의견 매수, 목표주가 43,000원 유지

- 대한항공의 2021년 4분기 실적은 당사 및 시장 기대치를 큰 폭으로 상회
- 이유는 1)항공화물운임이 예상보다 큰 폭으로 상승, 2)오미크론 확산에도 불구하고 여객 부문의 매출액이 당사 추정을 크게 상회하였기 때문임
- 4분기 항공화물 Yield는 778.5원/kg(+41.1% yoy)을 기록하여, 항공화물 수익은 2.18조원(+60.2% yoy)으로 사상 최대 매출액 시현
- 항공여객수익도 3,795억원으로 전분기의 3,318억원대비 477억원 증가하여 오미크론 확산 영향에도 예상보다 견조한 매출 성장세를 나타냄
- 2022년 1월에도 4분기대비 높은 화물 Yield를 기록하고 있고, 2022년 항공화물 운임은 연착륙할 가능성이 높아 2022년에도 견조한 실적 유지 전망
- 2022년 실적은 연결기준 매출액 약 11.4조원(+26.3% yoy), 영업이익 약 1.6조원(+12.6% yoy) 예상 (적용 환율: 평균 1,173.8원, 항공유가: \$90/bbl)
- 2022년부터 신규 항공기 도입 본격화로 하반기부터 CAPEX 증가 전망
- 공시된 내용을 기준 총 항공기 구매 계약금액은 15.7조원, 임차계약금액 4조원. 구매(82대) 및 임차(10대) 대수는 92대임. 옵션 행사 시 구매 132대

### 2021년 4분기 실적은 시장 기대치 크게 상회

- 4분기 실적은 (연결) 매출액 2.9조원, 영업이익 7,027억원, (별도) 매출액 2.82조원, 영업이익 7,044억원을 시현
- 사업부문별 [항공화물] 공급 33.2억Km(+11.4% yoy), 수송 28억Km(+13.5% yoy), L/F 84.3%(+1.6%p yoy), Yield 778.5원/kg(+41.1% yoy) [국제여객] 공급 56.7억Km(+3.2% yoy), 수송 23억Km(+88.8% yoy), L/F 40.6%(+18.4%p yoy), Yield 122.1원/kg(-14.8% yoy). 자세한 내용 뒷 페이지 참조

(단위: 십억원, %)

구분	4Q20	3Q21	직전추정	잠정치	4Q21			1Q22		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,904	2,304	2,808	2,908	52.8	26.2	2,787	2,730	52.3	-6.1
영업이익	121	419	660	703	482.4	67.7	562	497	388.8	-29.3
순이익	427	106	342	353	-17.4	232.0	344	319	흑전	-9.5

자료: 대한항공, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	12,384	7,606	9,018	11,388	12,242
영업이익	176	109	1,417	1,595	894
세전순이익	-815	-934	797	1,577	672
총당기순이익	-623	-230	531	1,057	450
지배지분순이익	-629	-212	521	1,035	441
EPS	-4,197	-1,181	1,717	2,967	1,264
PER	NA	NA	17.1	9.5	22.4
BPS	17,723	17,902	26,082	25,640	26,904
PBR	1.0	1.2	1.1	1.1	1.1
ROE	-22.1	-7.2	9.4	12.3	4.8

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

**연간 실적 추정 변경**

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F
매출액	8,918	11,237	9,018	11,388	1.1	1.3
판매비와 관리비	640	731	640	744	0.0	1.8
영업이익	1,374	1,512	1,417	1,595	3.1	5.5
영업이익률	15.4	13.5	15.7	14.0	0.3	0.6
영업외손익	-707	-27	-620	-18	적자유지	적자유지
세전순이익	668	1,484	797	1,577	19.3	6.2
지배지분순이익	510	1,135	521	1,035	2.0	-8.8
순이익률	5.8	10.3	5.9	9.3	0.1	-1.0
EPS(지배지분순이익)	1,682	3,252	1,717	2,967	2.0	-8.8

자료: 대한항공, 대신증권 Research Center

**표 1. 대한항공 분기 및 연간 별도 실적 추정표**

(단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2020	2021F	2022F
환율평균 (원/달러)	1,115.0	1,121.0	1,157.9	1,183.0	1,185.0	1,180.0	1,165.0	1,165.0	1,179.8	1,144.2	1,173.8
Jet Fuel Mops (\$/bbl)	62.5	69.0	73.0	87.0	90.0	90.0	90.0	90.0	45.9	72.9	90.0
<b>매출액</b>	1,750	1,951	2,227	2,826	2,635	2,622	2,794	2,971	7,405	8,753	11,022
% yoy	-25.6	15.4	43.6	56.0	50.6	34.4	25.5	5.1	-39.8	18.2	25.9
국내여객	41	70	71	99	82	91	96	95	243	279	364
국제여객	117	145	261	281	367	472	824	969	1,762	805	2,631
화물	1,353	1,511	1,650	2,181	1,900	1,753	1,538	1,541	4,251	6,695	6,732
항공우주	74	106	86	104	118	127	129	156	565	369	530
기타	165	120	159	162	168	180	207	210	536	606	765
영업비용	1,625	1,819	1,788	2,122	2,119	2,246	2,428	2,633	7,167	7,354	9,426
% yoy	-32.5	17.9	15.9	26.9	30.4	23.5	35.8	24.1	-40.3	2.6	28.2
<b>영업이익</b>	124	197	439	704	516	376	366	337	238	1,464	1,596
OPM	7.1	10.1	19.7	24.9	19.6	14.3	13.1	11.4	3.2	16.7	14.5
% yoy	-319.7	32.7	5,639.3	408.3	314.9	90.9	-16.6	-52.1	-16.9	515.3	9.0
<b>ASK (백만 km)</b>											
국제여객	5,107	4,888	5,329	5,672	5,873	7,332	9,592	11,344	32,708	20,996	34,141
%yoy	-72.3	47.4	-3.0	3.2	15.0	50.0	80.0	100.0	-66.6	-35.8	62.6
<b>RPK (백만 km)</b>											
국제여객	1,050	1,304	2,082	2,301	2,940	3,912	6,662	8,054	17,549	6,737	21,568
%yoy	-92.2	0.7	34.5	88.8	180.0	200.0	220.0	250.0	-78.2	-61.6	220.1
<b>화물 (백만 km)</b>											
AFTK	2,883	3,136	3,244	3,324	3,200	3,230	3,147	3,091	10,741	12,587	12,668
%yoy	16.2	21.3	20.5	11.4	11.0	3.0	-3.0	-7.0	2.5	17.2	0.6
RFTK	2,446	2,697	2,738	2,801	2,740	2,778	2,601	2,577	8,649	10,682	10,695
%yoy	30.2	29.2	23.6	13.5	12.0	3.0	-5.0	-8.0	15.6	23.5	0.1
<b>Load Factor (%)</b>											
국내여객	75.0	76.7	68.1	81.1	77.3	79.9	80.5	81.1	71.1	75.2	79.8
국제여객	20.6	26.7	39.1	40.6	50.1	53.4	69.5	71.0	53.7	32.1	63.2
화물	84.8	86.0	84.4	84.3	85.6	86.0	82.7	83.4	80.5	84.9	84.4
<b>Yield (cent)</b>											
국내여객	10.9	12.6	12.4	14.4	12.6	12.6	13.0	12.8	13.4	12.6	12.7
% yoy	-19.9	21.3	-13.8	-5.1	14.8	-0.2	4.4	-11.1	-12.9	-6.1	1.0
국제여객	10.0	9.9	10.8	10.3	10.5	10.2	10.6	10.3	10.5	10.3	10.4
% yoy	32.8	-3.5	-4.6	-19.6	5.0	3.0	-2.0	0.0	35.3	-2.2	1.4
화물	49.6	50.0	52.1	65.8	58.5	53.5	50.8	51.3	41.2	54.4	53.5
% yoy	71.8	3.8	34.8	33.3	18.0	7.0	-2.5	-22.0	40.2	31.8	-1.5
<b>Yield (원)</b>											
국내여객	121.9	141.2	143.8	169.8	148.7	148.2	151.0	148.6	157.5	144.2	149.1
% yoy	-25.2	11.4	-16.0	0.5	22.0	5.0	5.0	-12.5	-12.1	-8.4	3.4
국제여객	111.8	111.2	125.5	122.1	124.8	120.6	123.7	120.3	100.4	119.4	122.0
% yoy	24.0	-11.4	-7.0	-14.8	11.6	8.4	-1.4	-1.5	11.1	18.9	2.1
화물	553.1	560.2	602.7	778.5	693.7	630.9	591.3	598.0	491.5	626.7	629.4
% yoy	60.4	-4.6	31.4	41.1	25.4	12.6	-1.9	-23.2	43.8	27.5	0.4

자료: 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

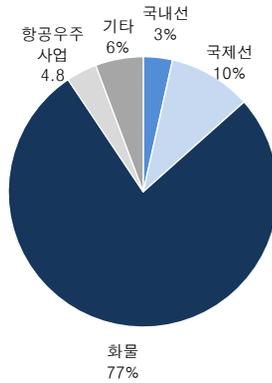
- 대한항공은 1962년 대한항공공사 설립 및 1966년 3월 상장된 후 1969년 3월 국영에서 민영으로 전환
- 주요사업은 1)항공운송서비스, 2)항공우주사업, 3)기내식 제조사업, 4)기내서비스 판매사업 등을 영위함
- 주력사업인 항공운송서비스 사업은 국내13개도시 및 해외 42개국 110개 도시에 여객 및 화물 노선을 개설하여 여객 및 화물을 운송

주가 변동요인

- 항공운송업은 국내 및 글로벌 경기에 연동되는 대표적인 경기 민감업종으로 국내 및 전세계 GDP 성장률 및 화물 물동량의 영향
- 항공운송업의 주요 영업비용은 유류비, 인건비, 기재비 등이며, 유가상승이 수익성에 절대적인 영향을 미치는 요인임
- 원/달러환율 또한 항공사의 수익성에 영향을 미치는 요인임

자료: 대한항공, 대신증권 Research Center

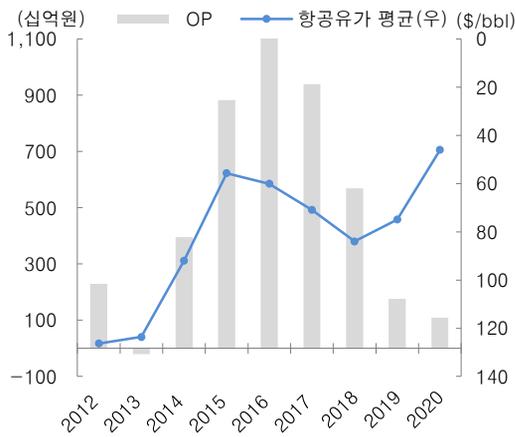
대한항공의 사업부문별 매출 비중



자료: 대한항공, 대신증권 Research Center

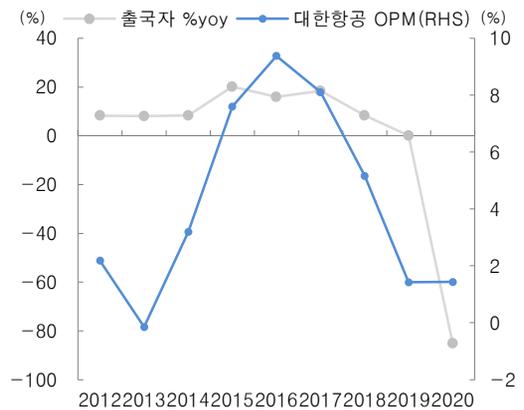
Earnings Driver

대한항공 영업이익과 유가 추이



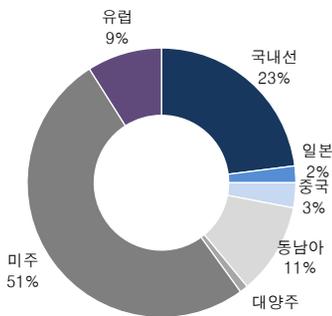
주: 유가는 촉반전  
자료: 대한항공, 대신증권 Research Center

대한항공 OPM 과 출국자수 증가율 추이



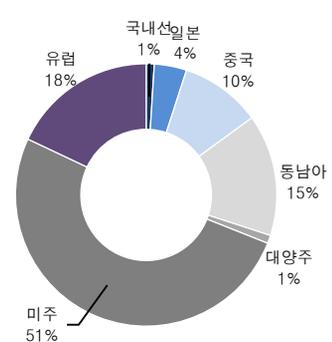
자료: 대한항공, 인천공항, 대신증권 Research Center

대한항공의 국제여객 노선별 매출 비중



주: 2021년 4분기 기준  
자료: 대한항공, 대신증권 Research Center

대한항공 화물 노선별 매출 비중



주: 2021년 4분기 기준  
자료: 대한항공, 대신증권 Research Center

재무제표

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	12,384	7,606	9,018	11,388	12,242
매출원가	10,936	6,844	6,960	9,049	10,100
매출총이익	1,448	762	2,057	2,339	2,142
판매비와관리비	1,272	653	640	744	1,249
영업이익	176	109	1,417	1,595	894
영업이익률	1.4	1.4	15.7	14.0	7.3
EBITDA	2,259	2,078	3,097	3,217	2,498
영업외손익	-991	-1,043	-620	-18	-222
관계기업손익	0	-1	-1	-1	-1
금융수익	211	84	341	89	86
외환관련이익	327	807	331	453	245
금융비용	-674	-752	-418	-383	-409
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-527	-374	-542	277	101
법인세비용차감전순이익	-815	-934	797	1,577	672
법인세비용	126	111	-265	-520	-222
계속사업순이익	-689	-823	531	1,057	450
중단사업순이익	66	593	0	0	0
당기순이익	-623	-230	531	1,057	450
당기순이익률	-5.0	-3.0	5.9	9.3	3.7
비재배분순이익	6	-18	11	21	9
재배분순이익	-629	-212	521	1,035	441
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-6	10	0	0	0
포괄순이익	-681	-132	531	1,057	450
비재배분포괄이익	3	-18	11	21	9
재배분포괄이익	-683	-114	521	1,035	441

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	-4,197	-1,181	1,717	2,967	1,264
PER	NA	NA	17.1	9.5	22.4
BPS	17,723	17,902	26,082	25,640	26,904
PBR	1.0	1.2	1.1	1.1	1.1
EBITDAPS	15,071	11,602	10,210	9,220	7,160
EV/EBITDA	80	90	6.4	5.8	7.4
SPS	82,632	42,465	29,729	32,636	35,084
PSR	0.2	0.5	1.0	0.9	0.8
CFPS	17,282	12,671	12,390	10,251	8,174
DPS	0	0	0	0	0

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증가율	-48	-38.6	18.6	26.3	7.5
영업이익 증가율	-73.8	-38.1	1,200.9	12.6	-44.0
순이익 증가율	적지	적지	흑전	98.8	-57.4
수익성					
ROC	0.7	0.5	5.0	5.8	3.2
ROA	0.7	0.4	5.4	5.9	3.3
ROE	-22.1	-7.2	9.4	12.3	4.8
안정성					
부채비율	871.5	660.6	231.0	189.1	180.9
순차입금비율	550.3	414.1	117.3	92.6	84.8
이자보상배율	0.3	0.2	3.7	4.7	2.4

자료: 대한항공, 대신증권 Research Center

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	3,575	4,003	5,445	5,533	6,156
현금및현금성자산	816	1,315	2,456	2,084	2,488
매출채권 및 기타채권	900	806	938	1,156	1,240
재고자산	713	551	653	825	887
기타유동자산	1,146	1,331	1,397	1,467	1,541
비유동자산	23,439	21,188	21,604	21,180	21,075
유형자산	21,310	18,482	17,388	16,948	16,824
관계기업투자금	7	6	1,506	1,506	1,504
기타비유동자산	2,122	2,699	2,711	2,727	2,747
자산총계	27,014	25,190	27,049	26,713	27,232
유동부채	8,777	7,988	5,837	4,477	5,160
매입채무 및 기타채무	1,136	833	849	876	885
차입금	763	1,901	901	901	901
유동상채무	4,507	3,947	2,845	1,519	2,250
기타유동부채	2,372	1,307	1,243	1,182	1,124
비유동부채	15,456	13,891	13,041	12,995	12,376
차입금	3,850	3,015	3,021	3,069	3,098
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	11,606	10,875	10,020	9,927	9,279
부채총계	24,233	21,878	18,878	17,473	17,536
자배지분	2,656	3,207	7,911	8,947	9,388
자본금	480	877	2,613	2,613	2,613
자본잉여금	792	1,519	3,966	3,966	3,966
이익잉여금	-346	-523	-2	1,034	1,475
기타자본변동	1,730	1,334	1,334	1,334	1,334
비지배지분	125	105	260	294	308
자본총계	2,781	3,312	8,171	9,240	9,696
순차입금	15,302	13,714	9,588	8,554	8,226

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	2,288	1,377	2,031	1,457	1,234
당기순이익	-623	-230	531	1,057	450
비현금항목의 가감	3,213	2,500	3,227	2,520	2,402
감가상각비	2,083	1,969	1,680	1,622	1,605
외환손익	387	-393	652	-245	-71
지분법평가손익	0	1	1	1	1
기타	743	923	894	1,142	868
자산부채의 증감	-350	-940	-1,153	-1,297	-1,070
기타현금흐름	48	47	-574	-823	-548
투자활동 현금흐름	-1,549	-3	-1,292	-393	-695
투자자산	40	-462	-1,502	-2	-2
유형자산	-1,178	-571	-560	-1,160	-1,460
기타	-412	1,030	771	769	767
재무활동 현금흐름	-1,447	-858	2,412	-955	1,083
단기차입금	14	1,030	-1,000	0	0
사채	1,372	159	6	-47	-6
장기차입금	904	830	0	94	35
유상증자	-227	1,119	4,184	0	0
현금배당	-77	-61	0	0	0
기타	-3,433	-3,935	-778	-1,002	1,054
현금의 증감	-688	498	1,141	-371	404
기초 현금	1,504	816	1,315	2,456	2,084
기말 현금	816	1,315	2,456	2,084	2,488
NOPLAT	149	96	945	1,069	599
FCF	1,047	1,449	2,025	1,491	703

[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 ESG에 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

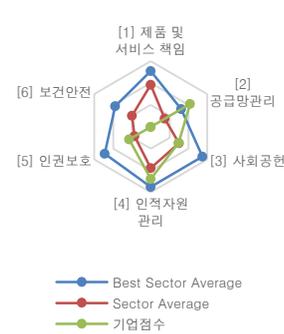
최근 2평가 기간

기준일: 2020.06.30



영역별 대분류 평가 결과

환경 (Environmental)		사회 (Social)		지배구조 (Governance)	
환경 대분류	평가기업 수준	사회 대분류	평가기업 수준	지배구조 대분류	평가기업 수준
환경경영 추진체계	■■■	제품 및 서비스 책임	■	주주가치 권익보호	■
환경관리	■■■	공급망관리	■■■■■	이사회 구성 및 운영	■■■■
자발적인 친환경 활동	■■■	사회공헌	■■■	감사기구 및 내부통제	■■■■
기후변화	■■■	인적자원 관리	■■■■	경영투명성	■■■■■
자원효율화	■■■	인권보호	■■■		
환경위험 관리	■■■	보건안전	■		
친환경 제품 서비스	■■■				



\* 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 적합하지 여부 등을 보장하지 않습니다. 따라서 정보의 오류, 시기 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.

[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 하시기를 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

### 대한항공(003490) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	22.02.03	21.12.10	21.06.10	21.01.26	20.11.16	20.07.12
투자의견	Buy	6개월 경과	Buy	Marketperfor	Marketperfor	Buy
목표주가	43,000	43,000	43,000	31,000	17,800	21,700
과리율(평균%)		(33.68)	(28.44)	(7.44)	20.81	(31.28)
과리율(최대/최소%)		(30.35)	(19.77)	9.68	0.87	(8.21)

제시일자	20.07.06	20.06.21	20.05.27	20.04.20	20.04.05	20.02.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Marketperfor	Buy	Buy
목표주가	19,400	21,700	18,200	13,000	15,600	20,700
과리율(평균%)	(32.20)	(36.07)	(17.54)	(3.81)	(18.10)	(32.52)
과리율(최대/최소%)	(31.20)	(32.14)	(9.89)	(9.75)	(12.92)	(15.94)

### 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20220201)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	91.9%	8.1%	0.0%

**산업 투자의견**

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

**기업 투자의견**

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