

2022. 4. 6



▲ 운송

Analyst **배기연**
02. 6454-4879
kiyeon.bae@meritz.co.kr

RA **오정하**
02. 6454-4873
junggha.oh@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 36,000 원

현재주가 (4.5) 32,000 원

상승여력 12.5%

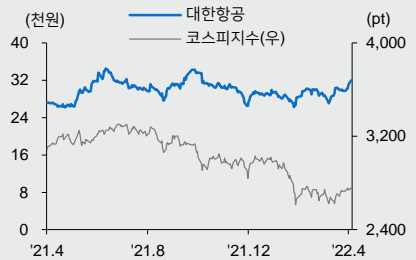
KOSPI	2,759.20pt
시가총액	111,303억원
발행주식수	34,782만주
유동주식비율	61.04%
외국인비중	13.21%
52주 최고/최저가	34,500원/26,200원
평균거래대금	574.4억원

주요주주(%)

한진칼 외 16 인	28.61
국민연금공단	7.60

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	12.1	-4.5	18.3
상대주가	10.2	2.5	33.8

주가그래프



대한항공 003490

1Q22 Preview: 화물 호실적 지속

- ✓ 화물부문 1분기 매출액은 전년동기대비 +40.2% 성장
- ✓ 여객(국내선, 국제선)부문 1분기 매출액은 전년동기대비 +251.2% 성장했으나, 2019년과 비교하면 29.1% 회복에 그친 상황
- ✓ 1) 전세계 교역망 안정화로 화물Yield의 하향 안정화 가능성, 2) 고유가로 인한 연료비 증가 가능성
- ✓ Historical EV/EBITDA 8.8배 적용한 적정주가 36,000원 제시

화물: 1분기 호실적 견인. Yield는 719원을 예상하며 과거 평균대비 +132%
대한항공의 별도기준 1분기 매출액은 2조 7,264억원(+55.8% YoY), 영업이익은 5,325억원(+327.8% YoY)을 예상한다. 호실적을 기록중인 화물부문의 매출액을 1조 8,968억원(+40.2% YoY)으로 추정하기 때문이다. 화물부문 가격지표인 화물Yield가 700원/톤km를 상회했다고 판단한다.

여객: 회복구간의 초입. 실적을 견인하기는 아직 이른 상황

1분기 국내선 매출액은 1,048억원(+158.2% YoY), 국제선은 4,500억원(+283.3% YoY)을 예상한다. 국제선의 경우 2019년 1분기 실적 대비 25.0%의 회복에 그치며 여전히 회복 초입 구간에 있다고 판단한다.

2022년 연간 EBITDA(별도) 1조 9,671억원을 예상

대한항공의 별도기준 2022년 EBITDA는 1조 9,671억원(-36.2% YoY), 영업이익은 3,668억원(-75.0% YoY)을 예상한다. 1) 화물 Yield 하락 우려로 인해 4분기까지 Yield 수준이 평시 수준인 393원/톤km로 하향 안정화될 수 있다. 2) 유가 상승으로 2022년 WTI 95달러를 가정시 연료비는 전년대비 91.2% 증가할 수 있다.

Historical EV/EBITDA 8.8배 적용한 적정주가는 36,000원

조건부 결합 승인으로, 대한항공 밸류에이션은 아시아나항공의 EBITDA를 합산해야 할 당위성이 있다. 2022년 총 EBITDA는 2조 7,706억원(-39.1% YoY)으로 예상한다. 2009~18년 EV/EBITDA 평균 8.8배를 적용한 적정주가 36,000원을 제시한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	12,384.3	176.1	-629.1	-4,229	285.8	17,723	-4.4	1.0	8.0	-22.1	871.5
2020	7,610.5	107.3	-211.6	-1,188	-69.1	14,148	-17.7	1.5	9.0	-7.2	660.6
2021	9,016.8	1,418.0	577.7	1,912	-248.2	19,356	15.4	1.5	6.0	11.6	288.5
2022E	10,712.3	388.0	468.2	1,346	-29.3	20,698	23.8	1.5	9.0	6.7	250.2
2023E	12,642.2	332.2	179.7	517	-61.6	21,213	61.9	1.5	8.0	2.5	257.4

2022년 1분기 실적 프리뷰

대한항공의 연결기준 1분기 매출액은 2조 8,211억원(+57.4% YoY), 영업이익은 5,363억원(+427.9% YoY)를 예상한다. 영업이익률은 19.0%를 기록하며 전년동기대비 13.3%p 개선된 모습을 예상한다. 화물부문 실적 호조가 지속된 효과로 추정하며, 화물부문 매출 1조 8,968억원(+40.2% YoY)으로 예상한다.

2022년 1분기 화물 Yield는 719원(+30.0% YoY, -7.6% QoQ)으로 추정한다. 2013~19년 평균 Yield 대비 131.5% 상승한 고운임세는 맞으나 발틱거래소에서 집계하는 항공화물 운임이 2021년 12월 피크를 기록한 후 상승세가 멈추는 등 전분기 대비 추가적인 운임 상승 가능성은 제한적이다.

유가 상승에 따른 1분기 연료비는 7,191억원(+119.1% YoY)으로 예상한다. 1) 유가가 WTI 기준 전년동기대비 63.4% 상승했으며, 2)여객부문 공급력이 70.1%, 화물부문 공급력이 10.5% 증가한 영향이다. 유가가 급등하면서 영업비용에서 연료비가 차지하는 비중이 32.8%(+12.6%p YoY)로 확대됐다고 추정한다.

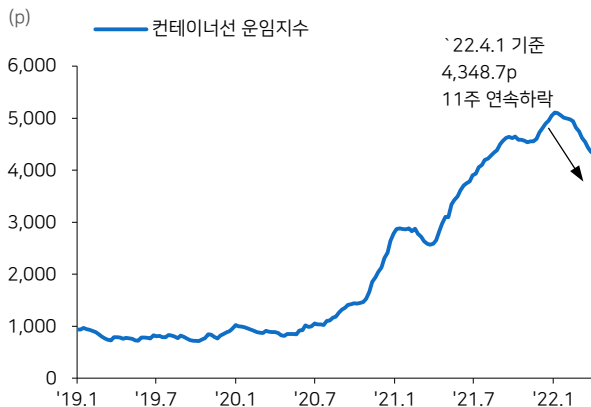
표1 대한항공 1Q22 Preview

(십억원)	1Q22E	1Q21	(% YoY)	4Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	2,821.1	1,792.5	57.4	2,907.50	-3.0	2,831.3	-0.4
영업이익	536.3	101.6	427.9	703.7	-23.8	597.0	-10.2
세전이익	320.0	-61.2	-622.9	590.7	-45.8	495.1	-35.4
지배순이익	238.7	-53.7	-544.5	409.6	-41.7	362.6	-34.2

주: 연결기준

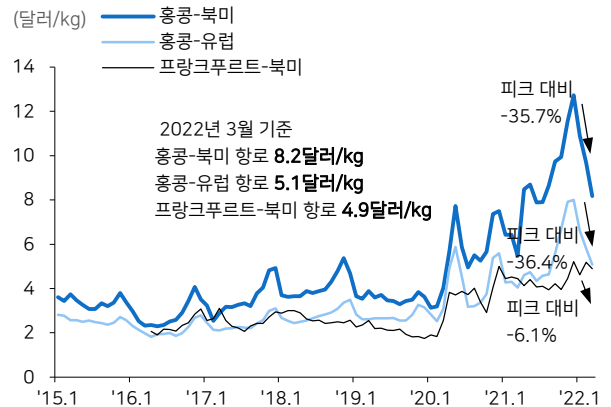
자료: 대한항공, 메리츠증권 리서치센터

그림1 해상운임(컨테이너운임) 추이 - 11주 연속 하락



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림2 항공화물운임 추이 - `21.12 이후 평균 26.1% 하락



자료: Baltic Exchange, 메리츠증권 리서치센터

표2 대한항공 사업부별 실적 추이 및 전망											
(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021P	2022E	2023E
1) 대한항공(별도)	1,749.8	1,950.8	2,227.0	2,825.9	2,726.4	2,543.7	2,505.2	2,531.7	8,753.4	10,307.0	12,175.9
매출액_항공운송사업부	1,676.1	1,845.1	2,141.1	2,724.4	2,601.5	2,395.3	2,333.4	2,336.5	8,386.7	9,666.7	11,421.5
I) 국내선 매출	40.6	69.6	70.6	87.9	104.8	121.4	127.4	133.5	268.7	487.1	539.2
ASK(백만km)	444.0	643.0	721.0	714.0	747.8	781.5	815.3	849.0	2,522.0	3,193.5	3,523.0
RPK(백만km)	333.0	493.0	491.0	580.0	602.5	624.6	646.3	667.5	1,897.0	2,541.0	2,748.8
L/F(%)	75.0	76.7	68.1	81.2	80.6	79.9	79.3	78.6	75.2	79.6	78.0
Yield(원)	121.8	141.2	143.8	151.6	174.0	194.3	197.2	200.0	139.6	191.4	196.1
II) 국제선 매출	117.4	145.0	261.2	291.6	450.0	653.8	878.8	1,134.1	815.2	3,116.7	6,731.0
ASK(백만km)	5,107.0	4,888.0	5,329.0	5,673.0	8,409.6	11,146.2	13,882.8	16,619.4	20,997.0	50,058.1	89,984.9
RPK(백만km)	1,050.0	1,304.0	2,082.0	2,301.0	3,906.3	5,834.0	8,084.0	10,656.4	6,737.0	28,480.7	69,466.7
L/F(%)	20.6	26.7	39.1	40.6	46.5	52.3	58.2	64.1	32.1	56.9	77.2
Yield(원)	111.8	111.2	125.5	126.7	115.2	112.1	108.7	106.4	118.8	110.6	97.1
III) 화물 매출	1,353.0	1,510.8	1,650.3	2,180.7	1,896.8	1,451.5	1,136.8	853.5	6,694.8	5,338.6	3,029.5
ATK(백만톤km)	2,883.0	3,136.0	3,244.0	3,324.0	3,193.3	3,062.6	2,931.9	2,801.3	12,587.0	11,989.1	10,607.8
RPK(백만톤km)	2,446.0	2,697.0	2,738.0	2,801.0	2,637.7	2,478.7	2,324.1	2,173.9	10,682.0	9,614.4	8,143.5
L/F(%)	84.8	86.0	84.4	84.3	82.6	80.9	79.3	77.6	84.9	80.2	76.8
Yield(원)	553.2	560.2	602.7	778.6	719.1	585.6	489.1	392.6	623.7	546.6	372.3
IV) 기타	165.1	119.7	159.0	164.2	149.9	168.6	190.4	215.4	608.0	724.2	1,121.8
매출액_항공우주 사업부	73.7	105.6	85.9	101.5	124.9	148.4	171.8	195.2	366.7	640.3	754.4
영업비용(매출원가+판매비)	1,625.3	1,753.8	1,788.3	2,121.5	2,193.9	2,473.4	2,579.1	2,693.9	7,289.0	9,940.3	11,880.6
I) 연료비	328.1	400.6	482.2	589.1	719.1	903.4	907.4	911.5	1,800.0	3,441.5	3,786.4
II) 연료비 외	1,297.2	1,353.3	1,306.1	1,532.4	1,474.8	1,570.0	1,671.6	1,782.4	5,489.0	6,498.8	8,094.2
감가상각비	414.7	402.8	397.5	401.8	400.1	400.1	400.1	400.1	1,616.8	1,600.3	1,600.3
인건비	391.9	380.4	392.8	528.1	433.9	444.6	455.2	465.8	1,693.3	1,799.5	1,959.8
공항관련비	174.1	159.3	155.6	171.5	188.0	210.9	233.8	256.6	660.5	889.3	1,230.3
기타	232.8	321.7	264.8	335.8	345.9	391.9	442.6	500.2	1,155.1	1,680.6	2,496.0
영업이익	124.5	196.9	438.6	704.4	532.5	70.3	-73.8	-162.2	1,464.4	366.8	295.3
EBITDA	539.1	599.7	836.1	1,106.3	932.6	470.4	326.3	237.9	3,081.2	1,967.1	1,895.6

자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
EBITDA(대한항공 연결)	2,063.3	2,082.9	3,101.5	2,011.1	1,955.7
대한항공(별도)	1,990.4	2,103.5	3,081.2	1,967.1	1,895.6
한국공항(별도)	72.9	-20.6	20.2	44.1	60.1
순차입금(대한항공 연결)	15,487.7	13,730.4	8,404.1	7,156.6	4,995.1
조정 EV/EBITDA(배)	8.8	8.9	8.7	8.7	8.7
조정 EV(2009년 이후 대한항공(연결)의 평균 EV/EBITDA 8.7배)	18,212.8	18,517.2	27,282.6	17,691.4	17,203.6
시가총액 환산	2,725.1	4,786.8	18,878.6	10,534.8	12,208.5
주식수(백만주)	94.8	174.2	347.8	347.8	347.8
대한항공(연결) 추가(원)				30,288	35,100
EBITDA(아시아나항공 연결)	513.9	695.2	1,447.6	759.4	587.7
아시아나항공(별도)	393.8	783.6	1,521.6	768.8	532.3
에어서울(별도)	33.6	-35.2	-18.0	-0.8	16.4
에어부산(별도)	86.5	-53.2	-56.0	-8.5	39.0
순차입금(아시아나항공 연결) (중도금 4천억원)	7,219.2	7,460.9	6,392.9	5,292.9	5,292.9
조정 EV	4,535.8	6,180.5	12,594.0	6,607.1	5,112.9
시가총액 환산				1,314.2	-180.1
주식수 (백만주)	223.2	74.4	74.4		
EBTIDA(대한항공(연결)+아시아나항공(연결))				2,770.6	2,543.4
EV(대한항공(연결)+아시아나항공(연결)_멀티플 8.7배 적용)				24,372.0	22,373.3
시가총액 환산				11,922.4	12,085.2
주식수(백만주)				347.8	347.8
대한항공(아시아나 인수 후) 추가(원)				34,278	34,746

자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

FSC 글로벌	PER(배)			PBR(배)			ROE(%)			EV/EBITDA(배)			EBITDA 이익률(%)		
	21	22E	23E	21	22E	23E	21	22E	23E	21	22E	23E	21	22E	23E
Delta Air Lines	-	27.0	7.0	6.5	5.4	2.6	10.3	23.9	53.7	223.9	9.9	5.4	15.9	9.8	8.6
United Continental Holdings	-	-	6.6	2.9	3.0	2.0	-35.7	-15.1	38.1	-	9.3	4.4	9.7	8.0	6.8
American Airline	-	-	10.8	-	-	-	-	22.2	-11.7	-	23.9	7.2	11.0	3.7	3.2
IAG	-	121.2	6.5	10.0	94.3	7.0	-240.0	-33.9	106.7	-	7.2	4.5	-10.0	13.7	11.1
Singapore Airlines	-	-	463.3	0.8	1.5	1.6	-8.8	-6.1	0.0	-	14.0	7.4	-9.4	18.0	10.8
Deutsche Lufthansa	-	-	11.7	2.0	2.2	1.9	-75.6	-4.8	14.9	-	6.8	4.7	0.0	9.4	8.0
업종평균	-	-	9.0	3.8	3.5	2.2	(40.1)	(1.0)	26.7	-	10.1	5.5	2.8	10.2	8.6
FSC 아시아태평양	PER(배)			PBR(배)			ROE(%)			EV/EBITDA(배)			EBITDA 이익률(%)		
	21	22E	23E	21	22E	23E	21	22E	23E	21	22E	23E	21	22E	23E
China Southern Airlines	-	-	19.0	1.0	1.0	1.0	-17.7	-3.7	5.0	16.2	14.0	8.9	13.3	16.3	13.4
China Eastern Airlines	-	-	14.3	0.8	0.8	0.7	-23.2	-6.4	7.9	31.0	11.7	7.7	12.2	22.3	18.1
Singapore Airlines	-	-	462.5	0.8	1.5	1.6	-8.8	-6.1	0.0	-	13.9	7.4	-9.4	18.0	10.8
ANA Holdings	-	-	65.9	1.5	1.3	1.3	-21.4	-11.8	2.4	-	77.8	9.5	-39.3	2.5	1.7
Air New Zealand	-	-	74.4	83.4	70.6	66.0	88.1	80.4	69.8	95.8	77.6	62.6	79.7	103.0	115.8
대한항공	20.9	21.6	56.2	1.6	1.4	1.4	11.2	6.7	2.5	6.0	8.5	7.5	34.4	19.1	16.1
업종평균	-	-	53.1	1.1	1.3	1.3	-16.0	-5.4	5.1	23.6	29.3	8.4	5.3	18.9	14.1

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

대한항공 (003490)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	12,384.3	7,610.5	9,016.8	10,712.3	12,642.2
매출액증가율 (%)	-4.8	-38.5	18.5	18.8	18.0
매출원가	10,935.9	6,850.1	6,912.1	7,490.5	9,875.1
매출총이익	1,448.4	760.4	2,104.8	3,221.8	2,767.1
판매관리비	1,272.3	653.1	686.8	2,833.7	2,434.9
영업이익	176.1	107.3	1,418.0	388.0	332.2
영업이익률	1.4	1.4	15.7	3.6	2.6
금융손익	-463.7	-667.9	-76.7	-212.3	-167.7
중속/관계기업손익	0.2	-0.9	-0.0	-0.2	-0.4
기타영업외손익	-527.4	-374.3	-498.2	496.4	116.2
세전계속사업이익	-814.8	-935.7	843.1	671.9	280.3
법인세비용	-125.7	-112.2	264.3	201.2	99.7
당기순이익	-622.8	-230.0	578.8	470.7	180.7
지배주주지분 순이익	-629.1	-211.6	577.7	468.2	179.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	2,287.9	1,376.7	3,514.2	1,880.8	3,691.6
당기순이익(손실)	-622.8	-230.0	578.8	470.7	180.7
유형자산상각비	2,054.1	1,938.1	1,663.0	1,625.1	1,674.6
무형자산상각비	28.6	31.1	32.4	28.7	25.5
운전자본의 증감	-349.9	-940.2	47.8	-583.3	1,492.3
투자활동 현금흐름	-1,549.3	-2.7	-2,444.8	-159.8	-1,936.7
유형자산의증가(CAPEX)	-1,182.9	-611.0	-343.0	-66.9	-1,566.9
투자자산의감소(증가)	44.7	-261.9	-206.8	-376.3	355.3
재무활동 현금흐름	-1,447.2	-858.2	-1,211.2	-1,118.5	-1,047.0
차입금의 증감	1,261.4	-1,380.5	-3,159.5	-779.0	-728.6
자본의 증가	-153.8	1,123.0	3,297.9	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-687.7	498.3	-129.2	602.4	707.8
기초현금	1,504.0	816.3	1,314.6	1,185.4	1,787.8
기말현금	816.3	1,314.6	1,185.4	1,787.8	2,495.7

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	3,574.7	4,002.5	6,641.0	6,871.6	8,530.8
현금및현금성자산	816.3	1,314.6	1,185.4	1,787.8	2,495.7
매출채권	701.6	675.1	959.9	871.5	1,097.8
재고자산	712.9	551.2	597.1	597.1	597.1
비유동자산	23,439.4	21,187.5	20,030.9	18,820.3	18,331.9
유형자산	21,310.4	18,482.1	16,914.1	15,355.9	15,248.2
무형자산	294.9	268.2	276.0	247.3	221.8
투자자산	358.0	619.0	825.8	1,202.1	846.8
자산총계	27,014.1	25,190.1	26,671.9	25,691.9	26,862.7
유동부채	8,777.3	7,987.8	8,444.9	8,040.5	8,648.3
매입채무	196.5	86.4	139.2	126.3	159.1
단기차입금	762.9	1,900.9	985.6	905.6	825.6
유동성장기부채	4,506.6	3,947.3	4,372.0	4,332.0	4,292.0
비유동부채	15,456.0	13,890.6	11,361.3	10,315.1	10,697.3
사채	2,017.0	1,244.4	1,058.2	978.2	898.2
장기차입금	1,832.9	1,770.8	919.2	839.2	759.2
부채총계	24,233.3	21,878.3	19,806.2	18,355.6	19,345.6
자본금	479.8	876.6	1,744.7	1,744.7	1,744.7
자본잉여금	792.4	1,518.6	3,948.4	3,948.4	3,948.4
기타포괄이익누계액	650.5	655.7	650.8	650.8	650.8
이익잉여금	-345.8	-522.5	110.1	578.2	758.0
비지배주주지분	124.6	105.2	111.8	114.3	115.3
자본총계	2,780.8	3,311.7	6,865.7	7,336.4	7,517.1

Key Financial Data

	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	83,250	42,755	29,836	30,798	36,347
EPS(지배주주)	-4,229	-1,188	1,912	1,346	517
CFPS	17,411	12,750	11,280	7,297	6,176
EBITDAPS	15,184	11,665	10,302	5,870	5,843
BPS	17,723	14,148	19,356	20,698	21,213
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-4.4	-17.7	15.4	23.8	61.9
PCR	1.1	1.7	2.6	4.4	5.2
PSR	0.2	0.5	1.0	1.0	0.9
PBR	1.0	1.5	1.5	1.5	1.5
EBITDA	2,258.7	2,076.4	3,113.3	2,041.8	2,032.3
EV/EBITDA	8.0	9.0	6.0	9.0	8.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-22.1	-7.2	11.6	6.7	2.5
EBITDA 이익률	18.2	27.3	34.5	19.1	16.1
부채비율	871.5	660.6	288.5	250.2	257.4
금융비용부담률	5.0	6.8	4.3	3.2	2.5
이자보상배율(x)	0.3	0.2	3.6	1.1	1.0
매출채권회전율(x)	17.6	11.1	11.0	11.7	12.8
재고자산회전율(x)	15.2	12.0	15.7	17.9	21.2

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

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 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	79.4%
중립	20.6%
매도	0.0%

2022년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

대한항공 (003490) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

