대한항공(003490)

불황의 순기능

예상과 다르게 흘러가는 여름 성수기

올해 3분기는 전통적인 계절성에서 크게 벗어나고 있다. 항공기 사고 불안감과 내수경기 둔화로 해외여행 수요가 꺾이면서 여름 성수기 효과는 미주 노선을 제외하면 크지 않다. 2분기는 원래 비수기라 수요 충격이 비교적 크지 않았지만 여름 성수기 부진은 달랐다. 대처할 준비가 부족했던 만큼 단기 LCC들의 가격 인하경쟁이 컸고, 이제는 대한항공에게도 간접적인 피해를 주고 있다. 대신 미주 수요는 변함없이 좋지만 공정위 가격규제가 문제다. 행태적 조치가 성수기까지 지속된 탓에 공급부족 환경임에도 가격을 낮춰야 했다. 또한 10월 황금연휴 효과 역시 예상보다 크다. 9월 국제선 수요가 4분기로 넘어가고 있다. 오히려 화물은 우려와 다르게 선방하고 있는데, 2분기 기저효과가 사라지면서 운임은 전년대비 하락전환할 것이다. 결국 대한항공의 3분기 영업이익은 시장 컨센서스를 10% 하회할 전망이다.

아쉬운 3분기 감익도 LCC 실적 쇼크 감안하면 재평가 필요

리오프닝 호황은 끝난지 오래다. 대한항공도 상반기에 이어 3분기 감익이 불가피하다. 단기적으로 공급 규제와 좌석간격 논란 등 공정위 노이즈 역시 과도하게 부각되고 있다. 다만 대한항공의 경쟁력은 오히려 지금 같은 불황에서 재평가받을 여지가 더 많다. 수요가 마냥 좋을 때는 레버리지 높은 LCC의 수익성이 더 크게 올랐지만, 해외여행 사이클이 꺾이고 기재 운영/정비 역량이 의심받기 시작하자 FSC 대비 약점들이 드러나고 있다. 대한항공 3분기 실적이 아쉬운 정도라면 LCC들은 쇼크가 우려된다. 결과적으로 올해 한진그룹만 영업흑자를 유지할 전망이다.

지금 같이 불안정한 환경에서 오히려 경쟁력이 더 부각

대한항공은 이제 아웃바운드와 인바운드 이익 비중이 비슷해졌다. 프리미엄과 가성비 수요 간 양극화가 구조적으로 이어지는 한편 외국인 입국수요가 우리나라 해외여행 증가세를 역전해버린 상황이라 대한항공의 과점적 지배력은 더욱 견고해질 것이다. 그럼에도 2025F PBR이 0.8배에 불과해 전세계에서 가장 저평가받는 항공사다. 3분기 부진 우려로 주가가 조정받을 경우 매수 기회로 추천한다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2023A	16,112	1,790	1,061	2,866	(40.1)	3,513	8.3	3.9	0.9	11.5	3.1
2024A	17,871	2,110	1,317	3,566	24.4	3,906	6.3	5.5	0.8	13.2	3.3
2025F	25,612	1,913	1,259	3,409	(4.4)	5,153	7.0	4.3	0.8	11.5	3.1
2026F	25,591	2,326	1,191	3,226	(5.4)	5,667	7.4	3.8	0.7	10.0	4.2
2027F	26,143	2,563	1,522	4,121	27.7	5,937	5.8	3.4	0.7	11.9	5.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

한국투자증권은 당사 고객 및 별도의 서비스 계약을 맺은 법인에게만 리서치 리포트를 공개하고 있습니다. 한국투자증권의 사전 승인 없이 리포트를 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형 및 판매하는 행위는 저작권법 위반으로 법적 처벌의 대상이 될 수 있음을 알려드립니다.

매수(유지)

목표주가: 30,000원(유지)

KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
49	32	52	61

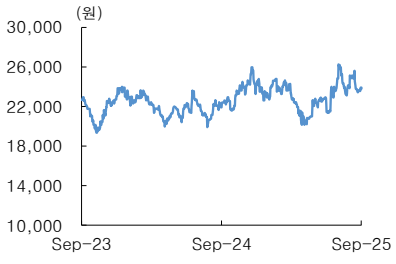
Stock Data

KOSPI(9/12)		3,396
주가(9/12)		23,900
시가총액(십억원)		8,800
발행주식수(백만)		368
52주 최고/최저가(원)		26,250/20,150
일평균거래대금(6개월, 백만원)		32,875
유동주식비율/외국인지분율(%)		66.7/16.5
주요주주(%)	한진칼 외 22 인	27.0
	국민연금공단	9.0

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	0.2	2.6	7.7
KOSPI 대비(%p)	(6.2)	(29.3)	(24.4)

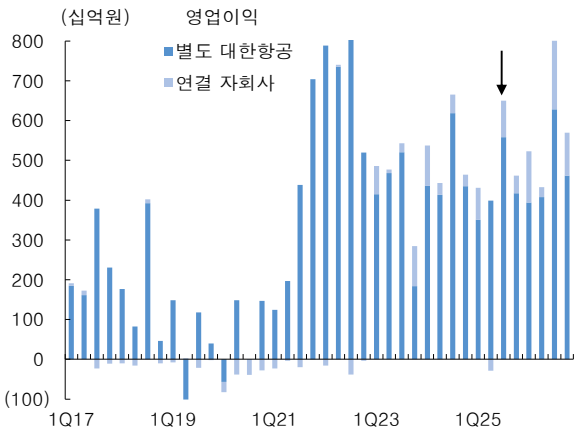
주가추이



자료: FnGuide

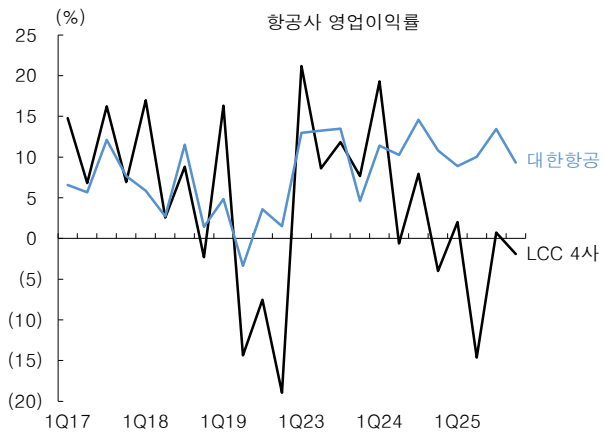
최고운
gowoon@koreainvestment.com
황현정
hj.hwang@koreainvestment.com

[그림 1] 3분기 영업이익은 컨센서스를 10% 하회할 전망



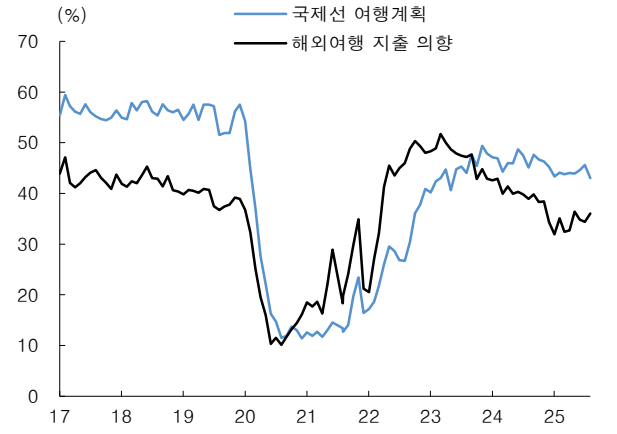
자료: 대한항공, 한국투자증권

[그림 2] 다만 LCC들의 대규모 적자 위기에 비하면 양호한 실적



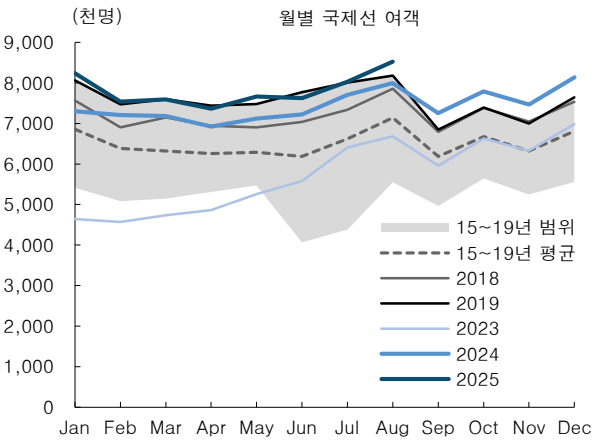
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 3] 우리나라 해외여행 수요는 아직 반등하지 못하고 있음



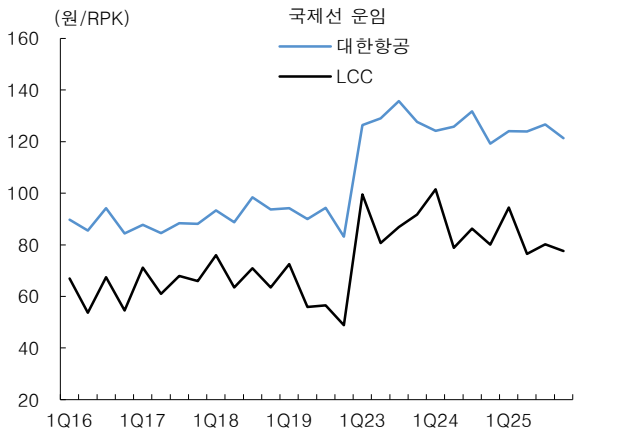
자료: 컨슈머인사이트, 한국투자증권

[그림 4] 8월 국제선 여객수가 사상 최대 실적을 달성했지만



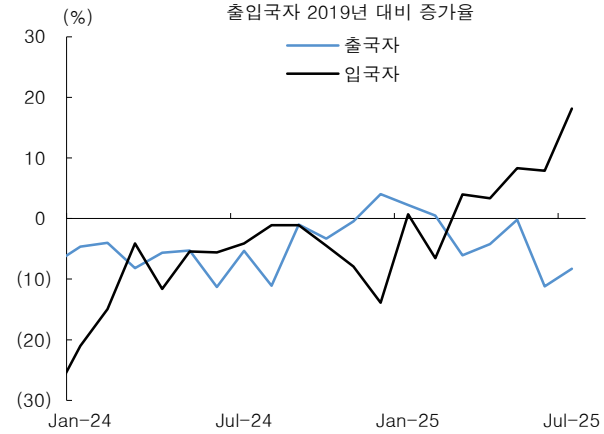
자료: 한국공항공사, 인천국제공항공사, 한국투자증권

[그림 5] LCC들의 공격적인 가격할인 마케팅 효과와



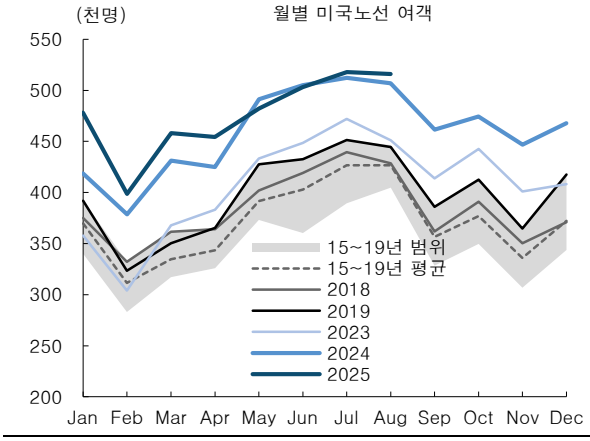
주: 정확한 비교를 위해 팬데믹 기간 당시 왜곡된 운임 수치들은 제외
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 6] 아웃바운드보다 외국인 인바운드 수요 증가 덕분



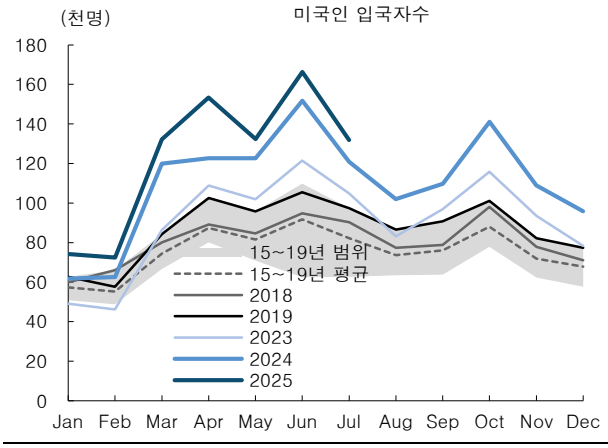
주: 2019년 8월~12월 출국자 수는 일본 보이콧 영향을 보정한 기준
자료: 한국관광공사, 한국투자증권

[그림 7] 반면 미국 노선은 역대급 호황이 지속



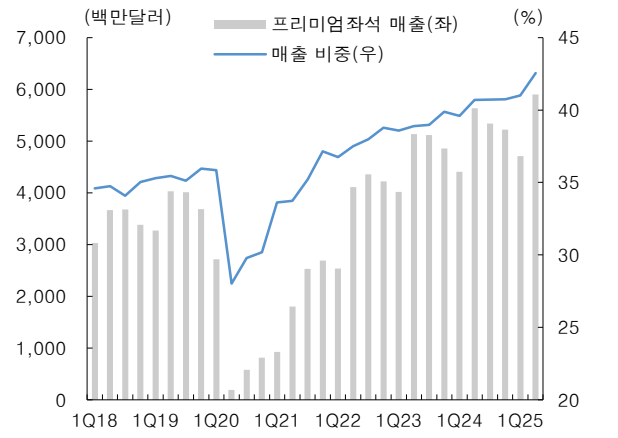
자료: 한국공항공사, 인천국제공항공사, 한국투자증권

[그림 8] 아웃바운드 중에서도 미국인 입국수요가 급증했기 때문



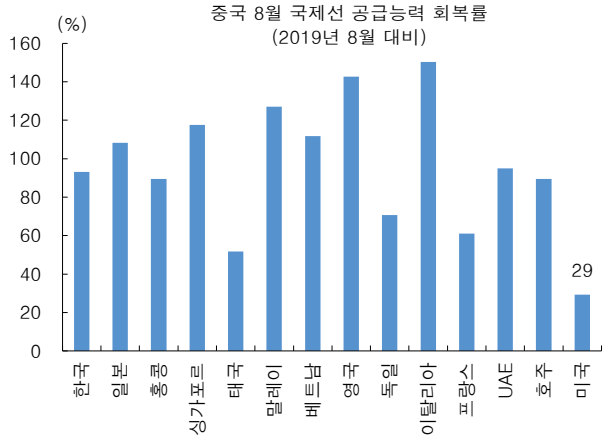
자료: 한국관광공사, 한국투자증권

[그림 9] 미국에서는 출장 등 프리미엄 수요가 꾸준히 증가했는데



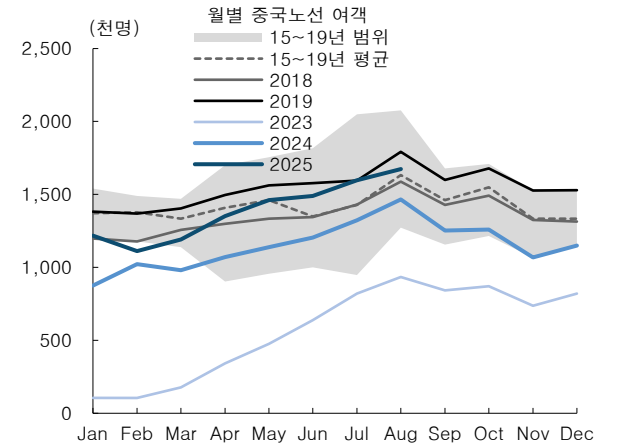
자료: 델타항공, 한국투자증권

[그림 10] 중국 항공업계가 미중 갈등으로 미국 노선 공급을 크게 축소하면서 우리나라 FSC에게 수혜가 넘어오고 있음



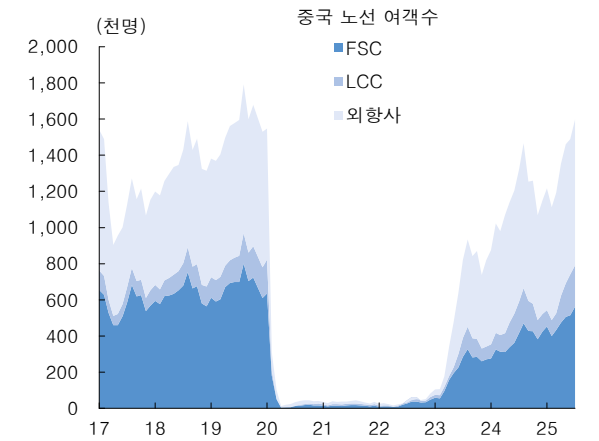
자료: 중국 민항국, OAG, 한국투자증권

[그림 11] 중국 여객수요가 무비자 수혜로 회복하는 것도



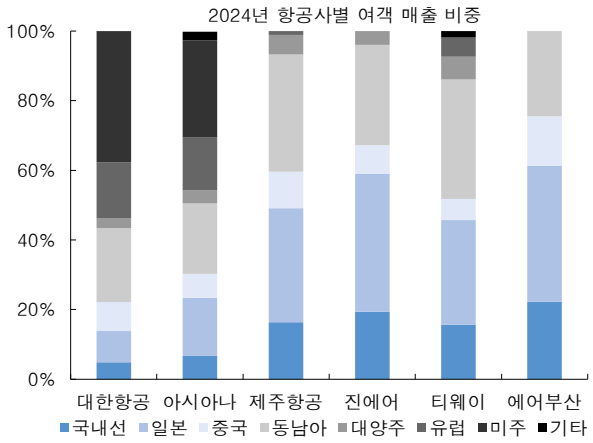
자료: 한국공항공사, 인천국제공항공사, 한국투자증권

[그림 12] 운수권을 선점한 양대 국적사에게 더 유리한 기회



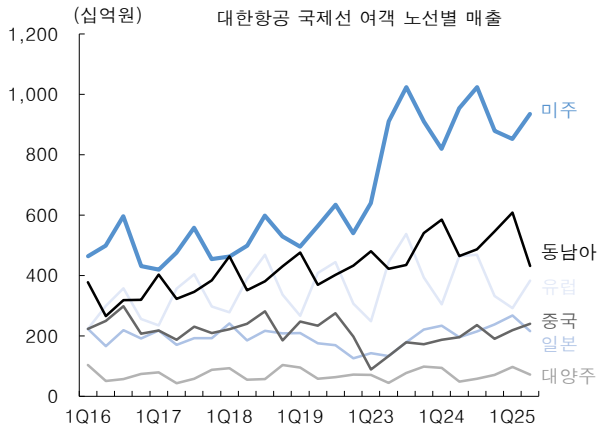
자료: 한국항공협회, 한국투자증권

[그림 13] 결국 현재 항공시장은 FSC와 LCC 간 양극화가 불가피



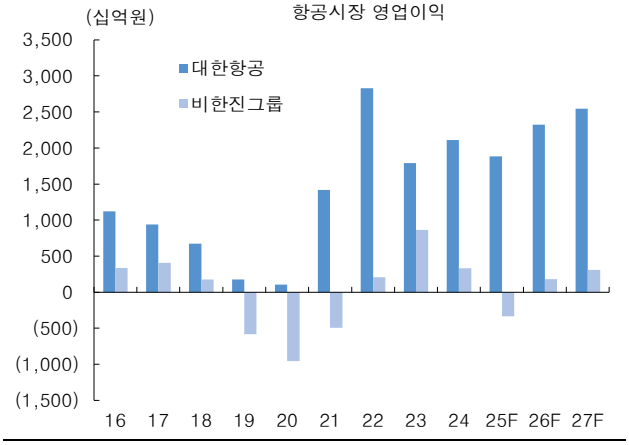
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 14] 대한항공은 미주 노선의 역대급 호황으로 차별화



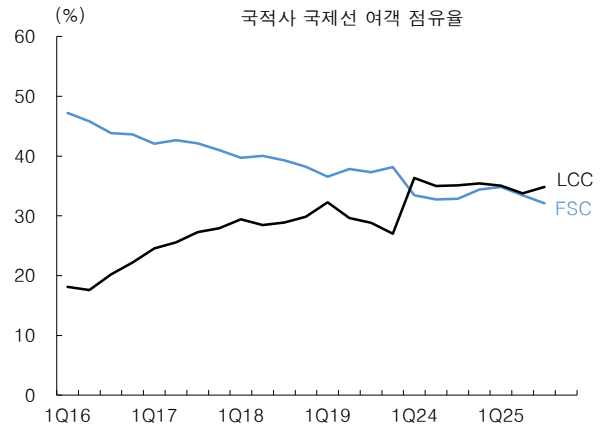
자료: 대한항공, 한국투자증권

[그림 15] 올해 대한항공 계열이 아니면 모두 영업손실이 우려



자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 16] 표면적인 LCC 점유율 반등에 의미를 부여하기 어려움

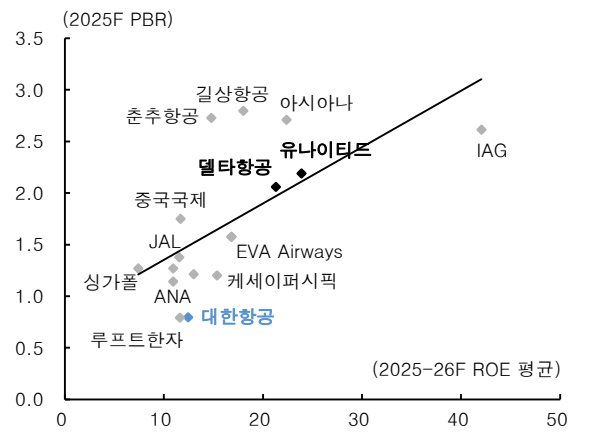


주: 정확한 비교를 위해 팬데믹 기간 당시 왜곡된 운임 수치들은 제외
자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 17] 대한항공은 과점적 시장 지배력에 대한 재평가가 필요

자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 18] 해외 피어와 비교해도 가장 매력적인 항공주



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 1> 분기 실적 전망

(단위: 십억원, %, % YoY)

	2024				2025F				2026F			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QF	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF
매출액	**4,291**	**4,402**	**4,675**	**4,502**	**6,492**	**6,211**	**6,490**	**6,420**	**6,294**	**6,097**	**6,753**	**6,447**
국내선 여객	104	131	125	113	99	121	126	119	109	124	124	123
ASK(백만 km)	629	712	718	654	614	704	734	678	657	711	712	694
RPK(백만 km)	531	629	612	584	517	621	643	603	558	627	629	617
L/F(%)	84.4	88.3	85.2	89.3	84.2	88.2	87.6	89.0	85.0	88.1	88.3	88.8
Yield(원)	196.8	207.5	204.1	193.2	191.1	195.2	195.9	197.0	195.9	197.1	197.3	199.0
국제선 여객	**2,238**	**2,314**	**2,492**	**2,262**	**2,337**	**2,275**	**2,486**	**2,417**	**2,405**	**2,368**	**2,721**	**2,477**
ASK(백만 km)	21,631	21,774	22,634	22,304	22,174	21,584	23,073	23,364	23,177	22,435	24,614	23,902
RPK(백만 km)	18,022	18,398	18,917	18,973	18,836	18,354	19,561	19,922	19,595	19,033	20,916	20,260
L/F(%)	83.3	84.5	83.6	85.1	84.9	85.0	84.8	85.3	84.5	84.8	85.0	84.8
Yield(원)	124.2	125.8	131.7	119.2	124.0	124.0	127.1	121.3	122.8	124.4	130.1	122.2
화물	**997**	**1,097**	**1,120**	**1,198**	**1,054**	**1,055**	**1,078**	**1,137**	**1,042**	**1,053**	**1,112**	**1,158**
AFTK(백만 km)	2,999	3,019	3,062	3,051	2,896	2,944	3,010	3,017	2,974	3,015	3,109	3,102
FTK(백만 km)	2,165	2,241	2,209	2,230	2,043	2,128	2,187	2,208	2,135	2,192	2,270	2,274
L/F(%)	72.2	74.2	72.1	73.1	70.5	72.3	72.7	73.2	71.8	72.7	73.0	73.3
Yield(원)	460.3	489.6	506.9	537.2	515.9	496.0	493.0	515.2	487.8	480.3	489.8	509.4
기타	953	860	938	929	3,002	2,759	2,800	2,747	2,738	2,553	2,795	2,689
매출액 증가율(% YoY)	*19.5*	*13.5*	*10.0*	*2.5*	*51.3*	*41.1*	*38.8*	*42.6*	*(3.0)*	*(1.8)*	*4.1*	*0.4*
국내선	*(5.5)*	*2.1*	*1.7*	*(4.0)*	*(5.5)*	*(7.1)*	*0.9*	*5.3*	*10.7*	*1.9*	*(1.5)*	*3.3*
ASK	*(5.0)*	*0.4*	*3.0*	*(0.3)*	*(2.4)*	*(1.1)*	*2.2*	*3.6*	*7.0*	*1.0*	*(3.0)*	*2.5*
RPK	*(7.3)*	*1.0*	*2.0*	*3.9*	*(2.6)*	*(1.3)*	*5.1*	*3.2*	*8.0*	*0.9*	*(2.2)*	*2.3*
L/F(%p)	*(2.1)*	*0.5*	*(0.9)*	*3.6*	*(0.2)*	*(0.1)*	*2.4*	*(0.3)*	*0.8*	*(0.1)*	*0.7*	*(0.2)*
Yield	*1.9*	*1.1*	*(0.3)*	*(7.6)*	*(2.9)*	*(5.9)*	*(4.0)*	*2.0*	*2.5*	*1.0*	*0.7*	*1.0*
국제선	*34.2*	*10.6*	*2.3*	*(3.3)*	*4.4*	*(1.7)*	*(0.3)*	*6.9*	*2.9*	*4.1*	*9.5*	*2.5*
ASK	*34.9*	*12.5*	*7.4*	*3.3*	*2.5*	*(0.9)*	*1.9*	*4.8*	*4.5*	*3.9*	*6.7*	*2.3*
RPK	*36.6*	*13.4*	*5.4*	*3.5*	*4.5*	*(0.2)*	*3.4*	*5.0*	*4.0*	*3.7*	*6.9*	*1.7*
L/F(%p)	*1.0*	*0.7*	*(1.6)*	*0.2*	*1.6*	*0.5*	*1.2*	*0.2*	*(0.4)*	*(0.2)*	*0.2*	*(0.5)*
Yield	*(1.8)*	*(2.5)*	*(2.9)*	*(6.6)*	*(0.1)*	*(1.4)*	*(3.6)*	*1.8*	*(1.0)*	*0.3*	*2.4*	*0.8*
화물	*(4.9)*	*13.8*	*22.3*	*8.7*	*5.8*	*(3.8)*	*(3.7)*	*(5.1)*	*(1.2)*	*(0.2)*	*3.1*	*1.8*
AFTK	*9.3*	*2.9*	*1.3*	*(0.2)*	*(3.4)*	*(2.5)*	*(1.7)*	*(1.1)*	*2.7*	*2.4*	*3.3*	*2.8*
FTK	*7.4*	*8.8*	*3.3*	*0.6*	*(5.6)*	*(5.0)*	*(1.0)*	*(1.0)*	*4.5*	*3.0*	*3.8*	*3.0*
L/F(%p)	*(1.3)*	*4.0*	*1.4*	*0.6*	*(1.6)*	*(1.9)*	*0.5*	*0.1*	*1.2*	*0.4*	*0.4*	*0.1*
Yield	*(11.5)*	*4.6*	*18.5*	*8.0*	*12.1*	*1.3*	*(2.7)*	*(4.1)*	*(5.4)*	*(3.2)*	*(0.7)*	*(1.1)*
기타	*24.4*	*24.2*	*21.0*	*11.3*	*215.1*	*220.7*	*198.4*	*195.6*	*(8.8)*	*(7.5)*	*(0.2)*	*(2.1)*
영업비용	3,754	3,959	4,010	4,038	6,061	5,841	5,839	5,958	5,771	5,664	5,952	5,878
증가율	*20.8*	*16.4*	*8.2*	*(1.7)*	*61.5*	*47.5*	*45.6*	*47.6*	*(4.8)*	*(3.0)*	*1.9*	*(1.3)*
연료유류비(별도)	1,168	1,186	1,166	1,065	1,095	948	1,028	1,037	1,014	986	1,093	1,073
증가율	*16.3*	*20.9*	*(0.3)*	*(18.2)*	*(6.3)*	*(20.1)*	*(11.8)*	*(2.6)*	*(7.4)*	*4.0*	*6.3*	*3.5*
종업원급여	632	729	749	812	721	780	788	803	762	811	827	831
감가상각비	382	388	411	432	463	466	468	471	476	475	487	490
정비비	105	123	130	86	180	182	144	192	174	173	188	164
공항관련비	309	325	342	340	346	350	359	352	358	360	377	359
기타	1,157	1,209	1,211	1,303	3,258	3,116	3,051	3,104	2,987	2,859	2,980	2,962
영업이익	**538**	**443**	**666**	**464**	**431**	**370**	**650**	**462**	**523**	**433**	**801**	**569**
증가율	*10.7*	*(7.2)*	*22.6*	*63.2*	*(19.8)*	*(16.4)*	*(2.3)*	*(0.5)*	*21.4*	*16.9*	*23.1*	*23.3*
영업이익률	*12.5*	*10.1*	*14.2*	*10.3*	*6.6*	*6.0*	*10.0*	*7.2*	*8.3*	*7.1*	*11.9*	*8.8*
세전이익	547	484	438	367	452	779	407	292	363	276	645	415
지배주주순이익	**375**	**352**	**292**	**298**	**285**	**485**	**285**	**205**	**255**	**193**	**452**	**291**
증가율	*60.3*	*(0.6)*	*(28.2)*	*349.8*	*(24.1)*	*37.6*	*(2.4)*	*(31.3)*	*(10.6)*	*(60.1)*	*58.7*	*42.3*
별도 기준 매출액	3,823	4,024	4,241	4,030	3,956	3,986	4,222	4,168	4,043	4,096	4,514	4,279
증가율	*19.6*	*13.8*	*9.8*	*1.2*	*3.5*	*(0.9)*	*(0.4)*	*3.4*	*2.2*	*2.8*	*6.9*	*2.7*
별도 기준 영업이익	**436**	**413**	**619**	**435**	**351**	**399**	**558**	**417**	**394**	**408**	**628**	**461**
증가율	*5.1*	*(11.7)*	*18.9*	*137.1*	*(19.5)*	*(3.5)*	*(9.7)*	*(4.1)*	*12.4*	*2.2*	*12.5*	*10.6*
영업이익률	*11.4*	*10.3*	*14.6*	*10.8*	*8.9*	*10.0*	*13.2*	*10.0*	*9.8*	*10.0*	*13.9*	*10.8*

자료: 대한항공, 한국투자증권

<표 2> 연간 실적 전망

(단위: 십억원, %, % YoY)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**12,092**	**13,012**	**12,384**	**7,611**	**9,017**	**14,096**	**16,112**	**17,871**	**25,612**	**25,591**	**26,143**
국내선 여객	507	469	486	243	269	464	479	473	465	480	478
ASK(백만 km)	3,727	3,344	3,316	2,152	2,522	2,924	2,724	2,713	2,729	2,774	2,810
RPK(백만 km)	2,894	2,509	2,713	1,530	1,897	2,480	2,358	2,356	2,384	2,430	2,457
L/F(%)	77.6	75.0	81.8	71.1	75.2	84.8	86.6	86.8	87.3	87.6	87.4
Yield(원)	175.2	186.9	179.2	158.9	141.7	186.9	203.0	200.6	195.0	197.4	194.6
국제선 여객	**6,539**	**7,269**	**7,281**	**1,762**	**815**	**3,890**	**8,535**	**9,306**	**9,515**	**9,971**	**10,307**
ASK(백만 km)	94,404	96,608	97,792	32,708	20,997	39,450	78,052	88,343	90,195	94,128	96,952
RPK(백만 km)	74,948	77,638	80,559	17,549	6,737	29,142	65,695	74,310	76,672	79,805	82,040
L/F(%)	79.4	80.4	82.4	53.7	32.1	73.9	84.2	84.1	85.0	84.8	84.6
Yield(원)	87.2	93.6	90.4	100.4	121.0	133.5	129.9	125.2	124.1	124.9	125.6
화물	**2,809**	**3,012**	**2,557**	**4,251**	**6,695**	**7,725**	**4,030**	**4,412**	**4,325**	**4,364**	**4,525**
AFTK(백만 km)	10,939	10,836	10,480	10,741	12,587	12,004	11,757	12,131	11,867	12,200	12,444
FTK(백만 km)	8,593	8,290	7,482	8,649	10,682	9,617	8,431	8,845	8,566	8,871	9,030
L/F(%)	78.6	76.5	71.4	80.5	84.9	80.1	71.7	72.9	72.2	72.7	72.6
Yield(원)	326.9	363.4	341.8	491.5	626.7	803.2	478.0	498.8	504.9	492.0	501.1
기타	2,238	2,262	2,059	1,355	1,238	2,018	3,068	3,681	11,308	10,776	10,832
매출액 증가율(% YoY)	*3.1*	*7.6*	*(4.8)*	*(38.5)*	*18.5*	*56.3*	*14.3*	*10.9*	*43.3*	*(0.1)*	*2.2*
국내선	*2.7*	*(7.5)*	*3.7*	*(50.0)*	*10.5*	*72.5*	*3.3*	*(1.3)*	*(1.7)*	*3.2*	*(0.3)*
ASK	*0.5*	*(10.3)*	*(0.8)*	*(35.1)*	*17.2*	*15.9*	*(6.8)*	*(0.4)*	*0.6*	*1.6*	*1.3*
RPK	*0.5*	*(13.3)*	*8.1*	*(43.6)*	*24.0*	*30.7*	*(4.9)*	*(0.1)*	*1.2*	*1.9*	*1.1*
L/F(%p)	*(0.0)*	*(2.6)*	*6.8*	*(10.7)*	*4.1*	*9.6*	*1.7*	*0.3*	*0.5*	*0.3*	*(0.2)*
Yield	*2.2*	*6.7*	*(4.1)*	*(11.3)*	*(10.8)*	*31.9*	*8.6*	*(1.2)*	*(2.8)*	*1.2*	*(1.4)*
국제선	*1.0*	*11.2*	*0.2*	*(75.8)*	*(53.7)*	*377.2*	*119.4*	*9.0*	*2.2*	*4.8*	*3.4*
ASK	*1.6*	*2.3*	*1.2*	*(66.6)*	*(35.8)*	*87.9*	*97.9*	*13.2*	*2.1*	*4.4*	*3.0*
RPK	*2.6*	*3.6*	*3.8*	*(78.2)*	*(61.6)*	*332.6*	*125.4*	*13.1*	*3.2*	*4.1*	*2.8*
L/F(%p)	*0.8*	*1.0*	*2.0*	*(28.7)*	*(21.6)*	*41.8*	*10.3*	*(0.1)*	*0.9*	*(0.2)*	*(0.2)*
Yield	*(1.3)*	*7.3*	*(3.5)*	*11.1*	*20.5*	*10.3*	*(2.7)*	*(3.6)*	*(0.9)*	*0.7*	*0.6*
화물	*14.9*	*7.2*	*(15.1)*	*66.2*	*57.5*	*15.4*	*(47.8)*	*9.5*	*(2.0)*	*0.9*	*3.7*
AFTK	*3.0*	*(0.9)*	*(3.3)*	*2.5*	*17.2*	*(4.6)*	*(2.1)*	*3.2*	*(2.2)*	*2.8*	*2.0*
FTK	*5.3*	*(3.5)*	*(9.7)*	*15.6*	*23.5*	*(10.0)*	*(12.3)*	*4.9*	*(3.2)*	*3.6*	*1.8*
L/F(%p)	*1.7*	*(2.0)*	*(5.1)*	*9.1*	*4.3*	*(4.8)*	*(8.4)*	*1.2*	*(0.7)*	*0.5*	*(0.1)*
Yield	*9.2*	*11.2*	*(5.9)*	*43.8*	*27.5*	*28.2*	*(40.5)*	*4.4*	*1.2*	*(2.6)*	*1.8*
기타	*(3.6)*	*1.1*	*(9.0)*	*(34.2)*	*(8.6)*	*63.0*	*52.0*	*20.0*	*207.2*	*(4.7)*	*0.5*
영업비용	11,152	12,340	12,208	7,503	7,599	11,266	14,322	15,761	23,699	23,265	23,579
증가율	*5.1*	*10.7*	*(1.1)*	*(38.5)*	*1.3*	*48.3*	*27.1*	*10.0*	*50.4*	*(1.8)*	*1.4*
연료유류비(별도)	2,616	3,296	3,183	1,247	1,800	4,008	4,457	4,585	4,108	4,166	4,371
증가율	*19.5*	*26.0*	*(3.4)*	*(60.8)*	*44.3*	*122.6*	*11.2*	*2.9*	*(10.4)*	*1.4*	*4.9*
종업원급여	1,896	2,069	2,143	1,647	1,693	2,099	2,587	2,922	3,091	3,230	3,343
감가상각비	1,641	1,660	1,978	1,865	1,617	1,503	1,530	1,613	1,867	1,928	1,947
정비비	406	480	240	360	404	393	456	444	698	700	717
공항관련비	1,186	1,244	1,332	650	661	729	1,114	1,316	1,407	1,453	1,482
기타	3,406	3,592	3,331	1,733	1,425	2,534	4,178	4,881	12,529	11,788	11,719
영업이익	**940**	**671**	**176**	**107**	**1,418**	**2,831**	**1,790**	**2,110**	**1,913**	**2,326**	**2,563**
증가율	*(16.2)*	*(28.6)*	*(73.8)*	*(39.1)*	*1,221.2*	*99.6*	*(36.8)*	*17.9*	*(9.3)*	*21.6*	*10.2*
영업이익률	*7.8*	*5.2*	*1.4*	*1.4*	*15.7*	*20.1*	*11.1*	*11.8*	*7.5*	*9.1*	*9.8*
세전이익	1,122	(178)	(815)	(936)	843	2,562	1,576	1,836	1,852	1,700	2,127
지배주주순이익	**792**	**(168)**	**(629)**	**(212)**	**578**	**1,728**	**1,061**	**1,317**	**1,259**	**1,191**	**1,522**
증가율	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*	*199.2*	*(38.6)*	*24.1*	*(4.4)*	*(5.4)*	*27.7*
별도 기준 매출액	11,803	12,647	12,292	7,405	8,753	13,413	14,575	16,117	16,332	16,931	17,497
증가율	*2.6*	*7.2*	*(2.8)*	*(39.8)*	*18.2*	*53.2*	*8.7*	*10.6*	*1.3*	*3.7*	*3.3*
별도 기준 영업이익	**956**	**698**	**286**	**238**	**1,464**	**2,884**	**1,587**	**1,903**	**1,726**	**1,892**	**2,003**
증가율	*(11.4)*	*(27.0)*	*(59.0)*	*(16.8)*	*514.4*	*96.9*	*(45.0)*	*19.9*	*(9.3)*	*9.6*	*5.9*
영업이익률	*8.1*	*5.5*	*2.3*	*3.2*	*16.7*	*21.5*	*10.9*	*11.8*	*10.6*	*11.2*	*11.4*

자료: 대한항공, 한국투자증권

<표 3> 대한항공 목표주가 30,000원 유지

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
EBITDAR	4,683	4,529	4,491	2,259	2,076	3,113	4,480	3,513	3,906	5,153	5,667
영업이익	1,121	940	671	176	107	1,418	2,831	1,790	2,110	1,913	2,326
감가상각비	1,752	1,693	1,751	2,083	1,969	1,695	1,650	1,723	1,796	3,240	3,342
임차료	1,811	1,896	2,069								
EV/EBITDAR	4.1	4.1	4.2	8.0	7.9	5.7	3.3	3.8	3.5	4.1	4.1
EV	19,378	18,378	18,841	18,110	16,473	17,594	14,703	13,239	13,839	21,042	23,141
순부채	17,252	15,475	15,839	15,302	13,714	8,255	5,102	4,736	5,558	12,661	11,902
이자지급차입금	16,325	14,914	15,794	17,056	15,675	12,516	11,145	10,974	11,268	18,499	17,999
현금성자산	1,286	1,334	1,771	1,754	1,962	4,261	6,043	6,238	5,710	5,837	6,097
운용리스부채	2,213	1,895	1,816								
우선주 시가총액	14	16	16	19	26	45	37	30	26	26	26
시가총액	2,112	2,887	2,987	2,789	2,734	9,294	9,564	8,472	8,255	8,355	11,214
유통주식수(천주)	121,853	142,145	148,761	148,761	178,005	302,211	359,111	368,221	368,221	368,221	368,221
목표주가(원)										22,000	30,000

주: 2026F EV/EBITDA 4.1배 적용(과거 호황기 2015~17년 평균). 운용리스 부채는 2019년 회계기준 변경으로 금융부채에 포함. 2024년말 순부채는 아시아나항공 제외
자료: 대한항공, 한국투자증권

<표 4> 실적 전망 변경 비교

(단위: 십억원, %)

	변경 후			변경 전			변동률		
	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
별도 매출액	**16,332**	**16,931**	**17,497**	**16,390**	**16,986**	**17,568**	**(0.4)**	**(0.3)**	**(0.4)**
국제선 여객	9,515	9,971	10,307	9,612	10,067	10,473	(1.0)	(0.9)	(1.6)
ASK	90,195	94,128	96,952	90,468	94,086	97,097	(0.3)	0.0	(0.1)
RPK	76,672	79,805	82,040	76,901	79,824	82,218	(0.3)	(0.0)	(0.2)
운임	124	125	126	125	126	127	(0.7)	(0.9)	(1.4)
국내선 여객	465	480	478	459	478	476	1.4	0.2	0.5
화물	4,325	4,364	4,525	4,322	4,358	4,477	0.1	0.1	1.1
운임	505	492	501	507	492	498	(0.4)	(0.0)	0.6
기타	2,028	2,116	2,187	1,998	2,082	2,142	1.5	1.6	2.1
별도 영업이익	**1,726**	**1,892**	**2,003**	**1,792**	**1,911**	**2,102**	**(3.7)**	**(1.0)**	**(4.7)**
영업이익률	10.6	11.2	11.4	10.9	11.2	12.0	(0.4)	(0.1)	(0.5)
연결 기준									
매출액	**25,612**	**25,591**	**26,143**	**25,974**	**26,361**	**26,921**	**(1.4)**	**(2.9)**	**(2.9)**
영업이익	**1,913**	**2,326**	**2,563**	**2,091**	**2,438**	**2,737**	**(8.5)**	**(4.6)**	**(6.3)**
영업이익률	7.5	9.1	9.8	8.0	9.3	10.2	(0.6)	(0.2)	(0.4)
세전이익	1,852	1,700	2,127	2,004	2,220	2,596	(7.6)	(23.4)	(18.1)
순이익	1,259	1,191	1,522	1,380	1,582	1,888	(8.8)	(24.7)	(19.4)
EPS(원)	3,409	3,226	4,121	3,736	4,282	5,112	(8.8)	(24.7)	(19.4)
BPS(원)	31,016	33,242	36,163	31,343	34,625	38,537	(1.0)	(4.0)	(6.2)
ROE(%)	11.5	10.0	11.9	12.5	13.0	14.0	(1.0)	(2.9)	(2.1)

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

대한항공은 우리나라 대표 국적항공사로 안정적 노선 포트폴리오와 높은 서비스 품질에 기반한 프리미엄 이미지를 구축함. 2024년 기준 우리나라 항공시장에서 국제여객수송 점유율 17%, 국제화물수송 점유율 25%를 차지함.

- FSC(Full Service Carrier): 일반 대형항공사로서 노선의 대부분을 정기편으로 운항. 수화물, 기내서비스 일체가 포함된 서비스를 제공함. 우리나라의 경우 대한항공과 아시아나항공이 해당
- LCC(Low Cost Carrier): 단일기종 중심의 기재 운영, 기내서비스의 최소화, 보조공항 이용 등 기존의 대형항공사와 대조되는 비용절감 전략을 통해 낮은 운임의 항공권을 제공하는 저비용항공사
- ASK(Available Seat Kilometers): 판매 가능한 좌석수에 이동 거리를 곱한 값으로 항공산업에서 사용하는 대표적인 수송공급 지표
- RPK(Revenue Passenger Kilometers): 유상 여객수에 이동 거리를 곱한 값으로 항공산업에서 사용하는 대표적인 수송실적 지표
- AFTK(Available Freight Tonne Kilometers): 운송할 수 있는 화물탑재중량에 이동 거리를 곱한 값으로 ASK와 같은 개념의 화물 수송공급 지표
- FTK(Freight Tonne Kilometers): 유상 화물톤수에 이동 거리를 곱한 값으로 RPK와 같은 개념의 화물 수송실적 지표
- L/F(Load factor): 공급 대비 이용률로 RPK에서 ASK를 나눈 탑승률 지표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**16,112**	**17,871**	**25,612**	**25,591**	**26,143**
매출원가	12,850	14,113	21,185	20,790	21,071
매출총이익	3,261	3,758	4,427	4,801	5,072
판매관리비	1,471	1,648	2,514	2,475	2,508
영업이익	**1,790**	**2,110**	**1,913**	**2,326**	**2,563**
영업이익률(%)	*11.1*	*11.8*	*7.5*	*9.1*	*9.8*
EBITDA	3,513	3,906	5,153	5,667	5,937
EBITDA Margin(%)	*21.8*	*21.9*	*20.1*	*22.1*	*22.7*
영업외수익	(214)	(274)	(61)	(626)	(436)
금융수익	438	648	502	526	531
금융비용	591	597	1,396	1,152	968
기타영업외손익	(62)	(326)	823	0	0
관계기업관련손익	0	0	9	0	0
세전계속사업이익	**1,576**	**1,836**	**1,852**	**1,700**	**2,127**
법인세비용	447	454	509	451	564
연결당기순이익	1,129	1,382	1,343	1,249	1,562
지배주주지분순이익	**1,061**	**1,317**	**1,259**	**1,191**	**1,522**
지배주주순이익률(%)	*6.6*	*7.4*	*4.9*	*4.7*	*5.8*
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	14.3	10.9	43.3	(0.1)	2.2
영업이익 증가율	(36.8)	17.9	(9.3)	21.6	10.2
지배주주순이익 증가율	(38.6)	24.1	(4.4)	(5.4)	27.7
EPS 증가율	(40.1)	24.4	(4.4)	(5.4)	27.7
EBITDA 증가율	(21.6)	11.2	31.9	10.0	4.8

재무상태표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	**30,392**	**47,012**	**46,076**	**45,999**	**46,793**
유동자산	8,595	11,617	10,558	10,966	11,721
현금성자산	623	2,216	1,502	1,501	1,533
매출채권및기타채권	1,138	1,590	1,629	1,705	1,742
재고자산	854	1,171	1,229	1,228	1,254
비유동자산	21,797	35,395	35,518	35,032	35,071
투자자산	758	1,166	1,127	1,254	1,412
유형자산	18,175	28,374	28,667	28,366	28,209
무형자산	824	3,077	3,001	2,819	2,880
부채총계	**20,577**	**36,049**	**34,047**	**33,091**	**32,766**
유동부채	9,410	16,973	14,639	14,866	14,824
매입채무및기타채무	1,814	3,465	3,780	3,777	3,859
단기차입금및단기사채	1,021	2,517	2,062	2,050	1,835
유동성장기부채	2,718	4,723	3,765	3,815	3,738
비유동부채	11,167	19,075	19,408	18,224	17,942
사채	1,843	1,463	1,953	1,703	1,453
장기차입금및금융부채	5,374	10,729	10,718	10,430	10,475
자본총계	**9,815**	**10,963**	**12,029**	**12,908**	**14,027**
지배주주지분	9,526	10,473	11,455	12,277	13,356
자본금	1,847	1,847	1,847	1,847	1,847
자본잉여금	4,145	4,145	4,145	4,145	4,145
기타자본	(0)	(0)	0	0	0
이익잉여금	2,592	3,486	4,468	5,290	6,369
비지배주주지분	**289**	**490**	**574**	**631**	**671**
순차입금	4,736	12,564	12,661	11,902	10,755

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동현금흐름	**4,092**	**4,559**	**3,950**	**4,685**	**5,246**
당기순이익	1,129	1,382	1,343	1,249	1,562
유형자산감가상각비	1,666	1,737	3,125	3,227	3,259
무형자산상각비	57	59	115	115	115
자산부채변동	969	412	(493)	168	204
기타	271	969	(140)	(74)	106
투자활동현금흐름	**(2,410)**	**(871)**	**(3,333)**	**(3,760)**	**(4,233)**
유형자산투자	(1,909)	(2,894)	(3,435)	(2,942)	(3,119)
유형자산매각	7	16	16	16	16
투자자산순증	(502)	1,652	48	(127)	(158)
무형자산순증	(8)	(12)	(38)	67	(176)
기타	2	367	76	(774)	(796)
재무활동현금흐름	**(2,085)**	**(2,163)**	**(1,330)**	**(927)**	**(980)**
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(1,201)	(1,341)	(970)	(500)	(497)
배당금지급	(282)	(278)	(277)	(277)	(369)
기타	(602)	(544)	(83)	(150)	(114)
기타현금흐름	(31)	67	0	0	0
현금의증가	**(434)**	**1,593**	**(713)**	**(1)**	**32**
FCF	0	0	0	0	0

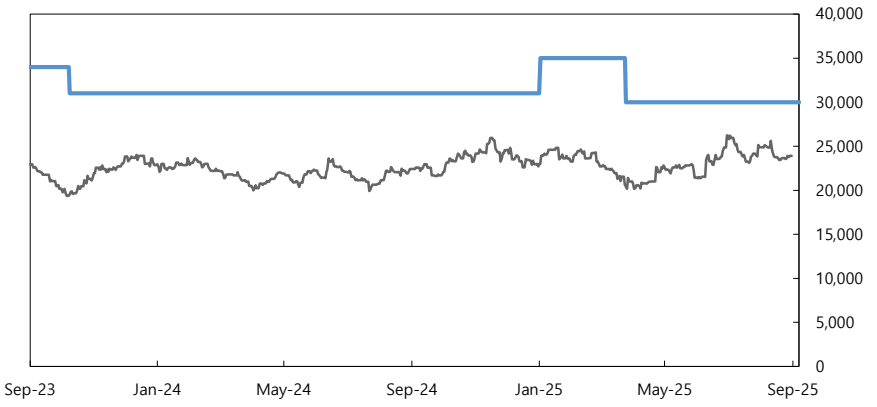
주: K-IFRS (연결) 기준

주요 투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	2,866	3,566	3,409	3,226	4,121
BPS	25,793	28,356	31,016	33,242	36,163
DPS	750	750	750	1,000	1,200
수익성(%)					
ROA	3.8	3.6	2.9	2.7	3.4
ROE	11.5	13.2	11.5	10.0	11.9
배당수익률	3.1	3.3	3.1	4.2	5.0
배당성향	26.1	21.0	22.0	31.0	29.1
안정성					
부채비율(x)	209.6	328.8	283.1	256.4	233.6
차입금/자본총계비율(%)	111.8	177.6	153.8	139.4	124.8
이자보상배율(x)	3.4	4.1	4.2	5.4	6.1
순차입금/EBITDA(x)	1.3	3.2	2.5	2.1	1.8
Valuation(x)					
PER	8.3	6.3	7.0	7.4	5.8
최고	9.2	7.3	7.8	8.3	6.5
최저	6.7	5.4	5.9	6.2	4.9
PBR	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
최고	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7
최저	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
PSR	0.5	0.5	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	3.9	5.5	4.3	3.8	3.4

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
대한항공(003490)	2023.01.25	매수	34,000원	-31.8	-22.8
	2023.10.23	매수	31,000원	-29.0	-22.6
	2024.10.23	1년경과		-22.6	-16.3
	2025.01.16	매수	35,000원	-33.4	-29.1
	2025.04.08	매수	30,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2025년 9월 15일 현재 대한항공 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매　　수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중　　립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2025. 6. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.9%	22.1%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중　　립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.