

대한항공 (003490)

양지환 jihwan.yang@daishin.com
이지니 jin.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

33,000

유지

현재주가

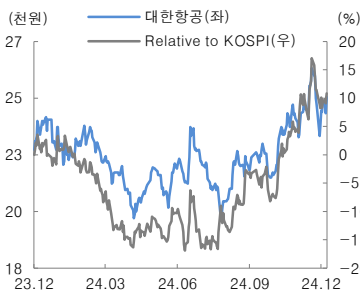
24,300

(24.12.19)

운송업중

KOSPI	2435.93
시가총액	9,158십억원
시가총액변동	0.43%
자본금(보통주)	1,841십억원
52주 최고/최저	25,950원 / 19,900원
120일 평균거래대금	253억원
외국인지분율	17.67%
주요주주	한진칼 외 26 인 27.05% 국민연금공단 8.36%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.5	10.7	14.0	6.4
상대수익률	1.8	14.8	26.9	10.0



불안한 정국 감안하면 양호

- 불안정한 정국과 높은 환율에도 최근 국제여행객수 견조한 것으로 판단
- 2024년 4분기 실적은 직전 추정 및 시장 기대치를 하회할 전망
- OZ 합병에 따른 항공화물 시장 지배력 상승과 규모의 경제효과 기대

투자 의견 매수, 목표주가 33,000원 유지

12.3 계엄 및 대통령 탄핵, 그리고 미 FOMC의 매파적 발언 등으로 환율이 치솟고 있지만, 예상보다 인바운드 및 아웃바운드 여객 수요는 견조한 것으로 판단

다만, 작년 유럽노선의 높은 기저, 그리고 중국 노선에서 공급 대비 수요 회복이 더딘 효과로 국제여행객 Yield는 당사의 예상을 하회할 것으로 추정함

또한 아시아나항공 인수에 따른 특별 상여금 지급으로 2024년 4분기 동사의 실적은 당사의 직전 추정 및 시장 기대치를 하회할 것으로 예상함

불안정한 정세 및 높은 환율 등으로 단기적으로 수요가 위축될 가능성은 있지만, 정국 안정 시 회복 가능할 것으로 전망. 정국 안정 시 2025년 중국비자면제 효과 본격화, 아시아나항공 인수에 따른 항공화물부문에서의 높아진 시장 지배력과 규모의 경제효과 등을 기대해 볼 수 있을 것으로 판단함

24년 4분기 실적 연결기준 매출액 4.5조원, 영업이익 4,552억원 전망

대한항공의 2024년 4분기 실적은 연결 매출액 4조 5천억원(+2.4% yoy), 영업이익 4,552억원(+60.1% yoy)로 당사의 직전 추정 및 컨센서스를 하회할 전망

예상보다 부진한 실적은 1)국제여행객 Yield 하락, 2)아시아나항공인수에 따른 특별 상여금 지급 등 때문으로 판단함

부문별로(증감은 yoy) [국제여행객] 매출액 2조 2,427억원(-4.1%), ASK 221억Km(+2.3%), RPK 186.6억Km(+1.8%), L/F 84.5%(-0.8%p), Yield 120.2원/km(-5.8%)

[항공화물] 매출액 1조 1,935억원(+8.3%), CTK 31.1억Km(+2.0%), RTK 22.6억Km(+1.9%), L/F 72.4%(-0.1%p), Yield 528.5원/km를 기록할 것으로 추정

국제여행객 Yield가 전년동기대비 하락한 이유는 1)전년동기 유럽노선의 높은 기저, 2)중국노선 공급확대에 비해 수요 회복이 더디게 진행, 3)유류할증료 하락 때문

아시아나항공 연결 손익 반영은 2025년 1분기부터 시작

아시아나항공 지분 63.9%의 취득은 12월 11일로 거래가 종결되었지만, 연결손익에는 2025년부터 반영될 예정임. 아시아나항공은 12월 13일 전환사채(92회, 93회, 92회, 99회) 6,800억을 포함한 1.1조원의 정책자금을 상환하기로 결정하여 대한항공과 아시아나항공의 연결 대차대조표 상 부채규모 크게 감소할 전망이다

(단위: 십억원 %)

구분	4Q23	3Q24	직전추정	당사추정	4Q24(F)			1Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	4,393	4,675	4,686	4,500	2.4	-3.8	4,647	4,440	3.5	-1.3
영업이익	284	666	541	455	60.1	-31.6	491	555	3.2	21.8
순이익	66	292	477	247	272.6	-15.6	308	505	34.6	104.6

자료: 대한항공, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	14,096	16,112	17,869	18,279	18,263
영업이익	2,831	1,790	2,101	2,063	2,081
세전순이익	2,562	1,576	1,803	2,236	2,180
총당기순이익	1,730	1,129	1,292	1,603	1,562
자배지분순이익	1,728	1,061	1,266	1,571	1,531
EPS	4,798	2,873	3,428	4,252	4,146
PER	4.8	8.3	7.2	5.8	6.0
BPS	24,969	25,793	28,471	31,973	35,369
PBR	0.9	0.9	0.9	0.8	0.7
ROE	22.0	11.5	12.6	14.1	12.3

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

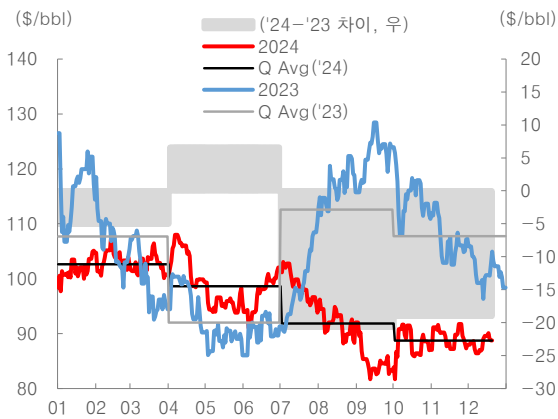
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	18,055	18,437	17,869	18,279	-1.0	-0.9
판매비와 관리비	1,655	1,761	1,629	1,746	-1.5	-0.9
영업이익	2,187	2,088	2,101	2,063	-3.9	-1.2
영업이익률	12.1	11.3	11.8	11.3	-0.4	0.0
영업외손익	-55	200	-298	173	적자유지	-13.5
세전순이익	2,132	2,288	1,803	2,236	-15.4	-2.3
자배지분순이익	1,497	1,607	1,266	1,571	-15.4	-2.3
순이익률	8.5	8.9	7.2	8.8	-1.2	-0.1
EPS(자배지분순이익)	4,053	4,351	3,428	4,252	-15.4	-2.3

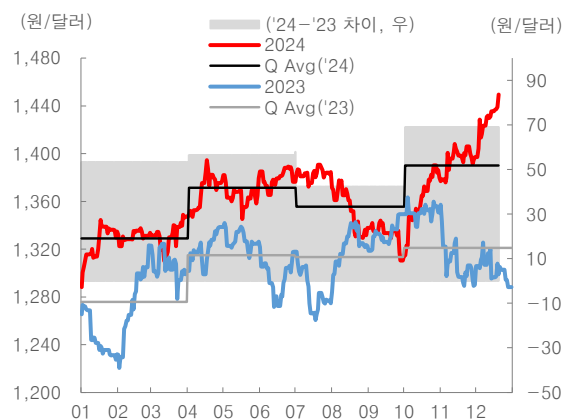
자료: 대한항공, 대신증권 Research Center

그림 1. Jet Fuel 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 2. 원달러 환율 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

표 1. 대한항공 분기 및 연간 별도 실적 추정표

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2023	2024F	2025F
환율평균 (원/달러)	1,276.8	1,315.0	1,311.7	1,321.0	1,329.1	1,360.0	1,355.7	1,390.0	1,306.1	1,340.4	1,356.3
Jet Fuel Mops (\$/bbl)	106.0	92.0	110.3	115.0	102.6	99.0	94.3	88.0	105.8	100.2	99.9
매출액	3,196	3,535	3,864	3,980	3,823	4,024	4,241	4,072	14,575	16,159	16,524
% yoy	13.9	6.1	5.3	10.3	19.6	13.8	9.8	2.3	8.7	10.9	2.3
국내여객	111	128	123	118	104	131	125	116	479	476	481
국제여객	1,667	2,093	2,436	2,339	2,238	2,314	2,492	2,243	8,535	9,287	9,482
화물	1,049	964	915	1,102	997	1,097	1,120	1,194	4,030	4,407	4,506
항공우주	118	122	139	163	130	163	156	171	541	620	655
기타	252	229	251	258	354	319	348	349	991	1,370	1,400
영업비용	2,781	3,067	3,344	3,796	3,386	3,610	3,622	3,643	12,988	14,262	14,582
% yoy	37.9	18.1	18.2	23.0	21.8	17.7	8.3	-4.1	23.4	9.8	2.2
영업이익	415	468	520	184	436	413	619	430	1,587	1,898	1,954
OPM	13.0	13.2	13.5	4.6	11.4	10.3	14.6	10.6	10.9	11.7	11.8
% yoy	-47.4	-36.4	-38.0	-64.7	5.1	-11.7	18.9	134.0	-45.0	19.6	2.9
ASK (백만 km)											
국제여객	16,034	19,351	21,067	21,600	21,631	21,774	22,634	22,097	78,052	88,136	90,562
%yoy	182.8	178.6	73.9	46.8	34.9	12.5	7.4	2.3	97.9	12.9	2.8
RPK (백만 km)											
국제여객	13,191	16,223	17,950	18,331	18,022	18,398	18,917	18,661	65,695	73,998	76,255
%yoy	485.2	195.4	85.6	56.3	36.6	13.4	5.4	1.8	125.4	12.6	3.1
화물 (백만 km)											
AFTK	2,744	2,935	3,022	3,056	2,999	3,019	3,062	3,117	11,757	12,197	12,197
%yoy	-11.4	-4.2	3.5	4.6	9.3	2.9	1.3	2.0	-2.1	3.7	0.0
RFTK	2,016	2,060	2,139	2,216	2,165	2,241	2,209	2,258	8,431	8,873	9,137
%yoy	-21.6	-18.7	-7.0	0.3	7.4	8.8	3.3	1.9	-12.3	5.2	3.0
Load Factor (%)											
국내여객	86.6	87.9	86.1	86.2	84.4	88.3	86.1	84.2	86.7	152.1	85.6
국제여객	82.3	83.8	85.2	84.9	83.3	84.5	83.6	84.5	84.2	84.0	84.2
화물	73.5	70.2	70.8	72.5	72.2	74.2	72.1	72.4	71.7	72.7	74.9
Yield (cent)											
국내여객	15.1	15.6	15.6	15.8	14.8	15.3	15.4	15.2	15.5	15.2	15.3
% yoy	21.3	6.2	3.8	-2.4	-2.1	-2.1	-1.6	-4.0	6.5	-2.5	1.2
국제여객	9.9	9.8	10.3	9.7	9.3	9.2	9.7	8.6	9.9	9.2	9.2
% yoy	-4.8	-8.9	1.3	1.6	-5.6	-5.7	-6.1	-10.5	-2.9	-6.9	-0.8
화물	40.7	35.6	32.6	37.6	34.6	36.0	37.4	38.0	36.6	36.5	36.4
% yoy	-41.2	-47.6	-45.8	-26.4	-15.0	1.2	14.6	1.0	-41.0	-0.4	-0.4
Yield (원)											
국내여객	193.2	205.0	204.7	209.1	196.8	207.5	208.2	211.2	203.0	205.9	208.0
% yoy	28.5	10.8	1.6	-5.8	1.9	1.2	1.7	1.0	7.0	1.4	1.0
국제여객	126.4	129.0	135.7	127.6	124.2	125.8	131.7	120.2	129.9	125.5	124.3
% yoy	0.9	-5.0	-0.9	-2.0	-1.8	-2.5	-2.9	-5.8	-2.4	-3.4	-0.9
화물	520.1	467.9	427.9	497.3	460.3	489.6	506.9	528.5	478.0	496.7	493.2
% yoy	-37.7	-45.4	-47.0	-29.0	-11.5	4.6	18.5	6.3	-40.5	3.9	-0.7

자료: 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

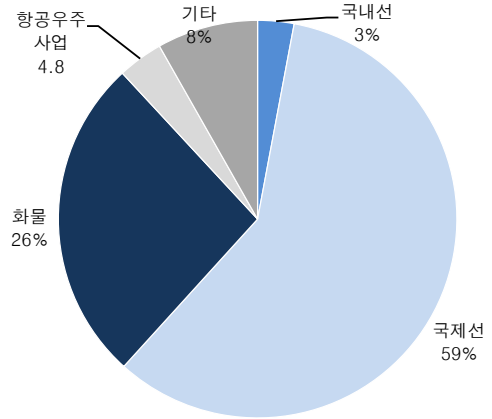
- 대한항공은 1962년 대한항공공사 설립 및 1966년 3월 상장된 후 1969년 3월 국영에서 민영으로 전환
- 주요사업은 1)항공운송서비스, 2)항공우주사업, 3)가내식 제조사업, 4)가내서비스 판매사업 등을 영위함
- 주력사업인 항공운송서비스 사업은 국내13개도시 및 해외 42개국 110개 도시에 여객 및 화물 노선을 개설하여 여객 및 화물을 운송

주가 변동요인

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

자료: 대한항공, 대신증권 Research Center

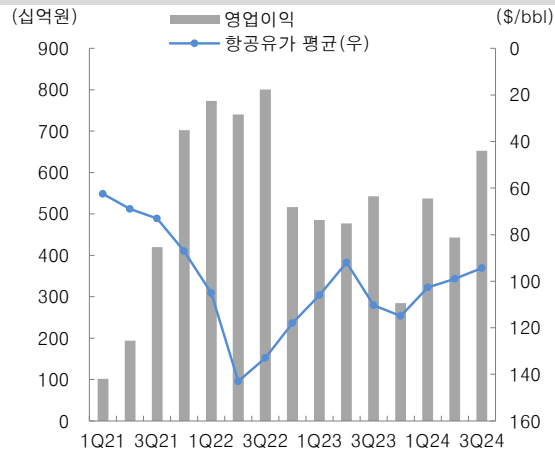
대한항공의 사업부문별 매출 비중



주: 2024년 3분기 기준
자료: 대한항공, 대신증권 Research Center

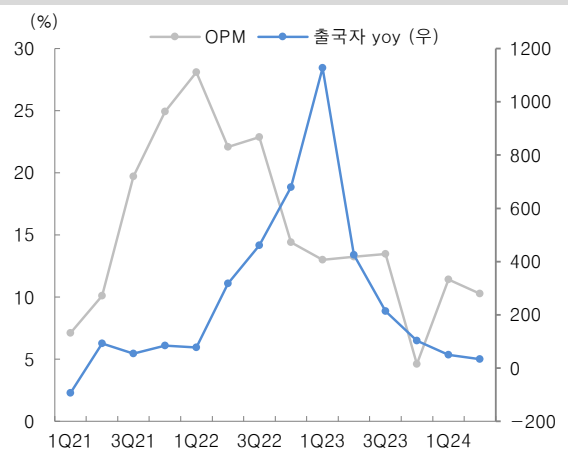
Earnings Driver

대한항공 영업이익과 유가 추이



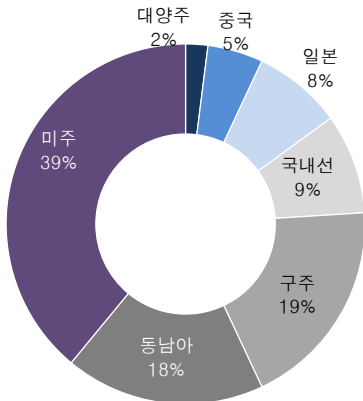
자료: 대한항공, 대신증권 Research Center

대한항공 OPM 과 출국자수 증가를 추이



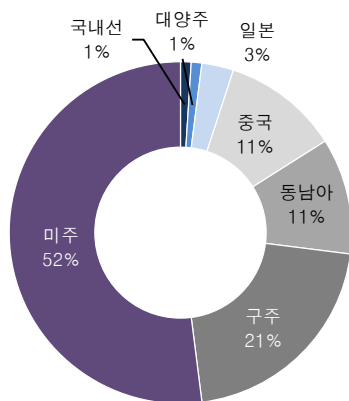
자료: 대한항공, 한국관광공사, 대신증권 Research Center

대한항공의 국제여객 노선별 매출 비중



주: 2024년 3분기 기준
자료: 대한항공, 대신증권 Research Center

대한항공 화물 노선별 매출 비중



주: 2024년 3분기 기준
자료: 대한항공, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	14,096	16,112	17,869	18,279	18,263
매출원가	10,245	12,850	14,138	14,470	14,389
매출총이익	3,851	3,261	3,731	3,809	3,874
판매비와관리비	1,020	1,471	1,629	1,746	1,793
영업이익	2,831	1,790	2,101	2,063	2,081
영업외수익	201	11.1	11.8	11.3	11.4
EBITDA	4,480	3,513	3,772	3,711	3,672
영업외손익	-268	-214	-298	173	99
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	383	438	530	560	488
외환관련이익	723	503	681	642	623
금융비용	-433	-591	-589	-571	-560
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-219	-62	-239	184	171
법인세비용차감전순이익	2,562	1,576	1,803	2,236	2,180
법인세비용	-833	-447	-511	-634	-618
계속사업순이익	1,730	1,129	1,292	1,603	1,562
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,730	1,129	1,292	1,603	1,562
당기순이익	12.3	7.0	7.2	8.8	8.6
비재계분순이익	1	68	26	32	31
재계분순이익	1,728	1,061	1,266	1,571	1,531
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	56	-26	-26	-26	-26
포괄순이익	2,286	866	1,028	1,339	1,299
비재계분포괄이익	17	51	21	27	26
재계분포괄이익	2,269	815	1,008	1,312	1,273

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	4,798	2,873	3,428	4,252	4,146
PER	48	8.3	7.2	5.8	6.0
BPS	24,969	25,793	28,471	31,973	35,369
PBR	0.9	0.9	0.9	0.8	0.7
EBITDAPS	12,438	9,512	10,212	10,049	9,943
EV/EBITDA	3.1	3.9	3.4	3.1	2.7
SPS	39,132	43,624	48,382	49,493	49,449
PSR	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
CFPS	13,336	10,238	11,097	10,880	10,725
DPS	750	750	750	750	750

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증/감	56.3	14.3	10.9	2.3	-0.1
영업이익 증/감	99.6	-36.8	17.4	-1.8	0.9
순이익 증/감	198.8	-34.7	14.4	24.0	-2.5
수익성					
ROIC	11.5	7.7	8.9	8.9	9.2
ROA	10.2	6.0	6.8	6.5	6.3
ROE	22.0	11.5	12.6	14.1	12.3
안정성					
부채비율	212.1	209.6	189.5	166.4	149.8
순차입금비율	54.9	48.3	32.1	16.0	1.5
이자보상비율	7.1	3.4	4.1	4.2	4.3

자료: 대한항공 대안증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	8,091	8,595	9,735	10,912	12,487
현금및현금성자산	1,057	623	1,506	2,423	3,763
매출채권 및 기타채권	1,143	1,138	1,148	1,226	1,295
재고자산	730	854	947	968	968
기타유동자산	5,161	5,981	6,134	6,294	6,462
비유동자산	20,907	21,797	21,631	21,498	21,130
유형자산	17,079	18,175	18,045	17,932	17,570
관계기업투자금	0	0	3	6	8
기타비유동자산	3,828	3,622	3,583	3,561	3,551
자산총계	28,998	30,392	31,366	32,410	33,617
유동부채	8,475	9,410	9,355	9,172	9,136
매입채무 및 기타채무	1,393	1,814	1,840	1,846	1,846
차입금	906	1,021	921	971	1,071
유동상채무	2,750	2,718	2,543	2,100	1,750
기타유동부채	3,426	3,856	4,050	4,254	4,468
비유동부채	11,230	11,167	11,177	11,071	11,022
차입금	3,440	3,822	3,840	3,790	3,741
잔존증권	15	15	15	15	15
기타비유동부채	7,776	7,330	7,322	7,266	7,266
부채총계	19,705	20,577	20,532	20,243	20,158
자본부분	8,994	9,526	10,515	11,809	13,063
자본금	1,847	1,847	1,847	1,847	1,847
자본잉여금	4,146	4,145	4,145	4,145	4,145
이익잉여금	2,054	2,592	3,581	4,874	6,129
기타자본변동	948	942	942	942	942
비재계분	298	289	319	359	397
자본총계	9,292	9,815	10,834	12,167	13,459
순차입금	5,102	4,736	3,478	1,949	196

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	5,572	4,092	4,284	4,131	4,072
당기순이익	1,730	1,129	1,292	1,603	1,562
비현금항목의 기입	3,074	2,652	2,807	2,416	2,398
감가상각비	1,650	1,723	1,670	1,648	1,591
외환손익	310	89	289	-148	-147
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	1,115	840	848	916	955
자산부채의 증감	1,019	969	877	872	909
기타현금흐름	-250	-658	-692	-760	-799
투자활동 현금흐름	-2,976	-2,410	-1,566	-1,575	-1,283
투자자산	114	20	36	29	23
유형자산	-725	-1,901	-1,493	-1,493	-1,193
기타	-2,365	-529	-109	-111	-114
재무활동 현금흐름	-2,698	-2,085	-1,136	-1,321	-1,178
단기차입금	-221	107	-100	50	100
사채	1,513	768	10	-50	-50
장기차입금	1,183	683	8	0	1
유상증자	299	0	0	0	0
현금배당	-5	-282	-277	-277	-277
기타	-5,468	-3,361	-777	-1,044	-952
현금의 증감	-128	-434	883	917	1,340
기초 현금	1,185	1,057	623	1,506	2,423
기말 현금	1,057	623	1,506	2,423	3,763
NOPLAT	1,911	1,283	1,506	1,479	1,491
FCF	2,797	1,089	1,676	1,627	1,882

[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 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

대한항공(003490) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	24.12.20	24.11.07	24.06.15	23.11.15	23.10.11	23.06.15
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy
목표주가	33,000	33,000	30,000	30,000	29,000	33,000
과다율(평균%)		(25.97)	(26.42)	(25.61)	(29.95)	(27.93)
과다율(최대/최소%)		(21.36)	(18.33)	(20.00)	(25.34)	(20.45)

제시일자	23.02.02	22.12.27
투자의견	Buy	Buy
목표주가	30,000	31,000
과다율(평균%)	(23.61)	(22.81)
과다율(최대/최소%)	(20.50)	(20.00)

제시일자	23.02.02
투자의견	Buy
목표주가	30,000
과다율(평균%)	(23.61)
과다율(최대/최소%)	(20.50)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20241217)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	93.1%	6.9%	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