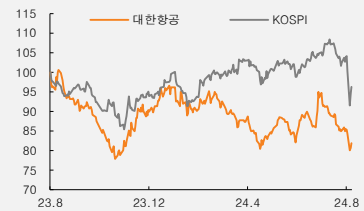


투자의견(유지)	매수
목표주가(유지)	30,000원
현재주가(24/8/7)	20,350원
상승여력	47.4%

영업이익(24F,십억원)	1,947
Consensus 영업이익(24F,십억원)	2,039
EPS 성장률(24F,%)	20.7
MKT EPS 성장률(24F,%)	86.1
P/E(24F,x)	5.9
MKT P/E(24F,x)	9.8
KOSPI	2,568.41
시가총액(십억원)	7,493
발행주식수(백만주)	368
유동주식비율(%)	65.5
외국인 보유비중(%)	16.2
베타(12M) 일간수익률	0.72
52주 최저가(원)	19,350
52주 최고가(원)	25,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-10.2	-11.7	-14.3
상대주가	0.1	-10.3	-13.9



[운송플랫폼/에너지]

류제현

jay.ryu@miraeasset.com

대한항공

여객 둔화를 상쇄하는 화물

2Q24 Review: 화물 호조, 단거리 여객 둔화 최소화

대한항공의 2Q24 별도 기준 매출액은 4조237억원(13.8% YoY)을 기록했다. 여객 공급이 12.1% YoY 증가했고 높은 탑승률 유지(84.6%, 1.3%p YoY)로 수송량 역시 12.9% YoY 상승했다. 화물 공급 역시 2.9% 증가했으며 탑재율 개선(74.2%, 4.0%p YoY)에 힘입어 수송량은 8.8% YoY 증가했다. 기타 수익 역시 37.5% YoY 증가했는데, 이는 항공우주 매출 호조(1,630억원, 34% YoY)에 기인한다.

별도 기준 영업이익은 4,134억원(OPM 10.3%)으로 11.7% YoY 감소했다. 매출액의 증가에도 불구하고, 연료비(20.9% YoY)를 포함한 비용(인건비 약 35% YoY) 증가가 주 원인이다. 특히 지난해와는 달리 성과급을 선반영해 인건비 상승폭이 컸다. 단거리 수요 둔화로 여객 객단가가 3.0% YoY 하락한 것도 이익 감소에 영향을 미친 것으로 보인다.

순이익은 6.1% YoY 하락에 그쳤는데, 외화환산손익(356억원)을 파생상품이익(892억원)으로 만회한 것과 더불어, 항공기 자산 매각 관련 이익이 반영되었기 때문이다.

호의적인 화물 수급 환경에 다가오는 M&A 모멘텀

3Q24 연결기준 영업이익은 6,045억원으로, 이익 개선세가 재현될 것을 전망한다. 최근 항공유가 하락으로 비용 부담이 완화되고 있다. 화물은 수에즈 운하 운행 차질에 따른 수송 수요 이전 효과, 중국발 이커머스 수요 확대가 기대된다. 이커머스 비중은 15% 이상으로 추정된다. 화물 매출액 중 중국발 비중은 2Q19 22%에서 2Q24 39%까지 확대되었는데, 이는 대부분 이커머스 수요에 기인한다.

대한항공의 아시아나항공 인수는 10월경 확정될 전망이다. 공시에 따르면 동사는 에어인천과 아시아나항공 화물 부문 매각을 위한 매각 기본 합의를 체결하였다. 거래대금은 4700억원으로 확정하였으며, 6개월내 거래 종결을 예정하고 있다.

목표주가 30,000원 및 매수 의견 유지

대한항공에 대해 목표주가 30,000원(PBR 1.0배 유지) 및 매수 의견을 유지한다. 현재 주가는 PBR 0.65배로 과거 5개년 밴드 저점을 하회하고 있다. 여객 경기 둔화에 대한 우려와 M&A 지연 가능성, 지정학적 불안에 따른 불확실성이 반영된 상황이다. 하지만, 장거리 노선과 화물 노선의 호조가 이어지고 있고, M&A 불확실성도 완화되고 있다. 역사적 저점 수준의 밸류에이션인 만큼, 적극적 매수 관점을 유지한다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	14,096	16,112	18,199	19,314	20,034
영업이익 (십억원)	2,831	1,790	1,947	2,002	2,046
영업이익률 (%)	20.1	11.1	10.7	10.4	10.2
순이익 (십억원)	1,728	1,061	1,280	1,321	1,524
EPS (원)	4,798	2,873	3,467	3,577	4,126
ROE (%)	22.0	11.5	12.7	11.6	11.7
P/E (배)	4.8	8.3	5.9	5.7	4.9
P/B (배)	0.9	0.9	0.7	0.6	0.5
배당수익률 (%)	3.3	3.1	3.7	3.7	3.7

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 2Q24 실적 비교표 (십억원, %, %p)

	2Q23	1Q24	2Q24P			성장률	
			잠정치	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	3,877	4,291	4,454	4,239	4,347	14.9	3.8
영업이익	477	538	428.8	509	468	-10.1	-20.2
영업이익률 (%)	12.3	12.5	9.6	12.0	10.8	-2.7	-2.9
세전이익	489	547	478	350	372	-2.2	-12.7
순이익	354	375	325.8	240	267	-8.1	-13.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 대한항공, WiseFn, 미래에셋증권 리서치센터 예상

표 2. 수익예상 변경표 (십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	24F	25F	24F	25F	24F	25F	
매출액	18,700	19,182	18,199	19,314	-2.7	0.7	화물 단가 호조, 여객 공급 조정
영업이익	1,914	1,935	1,947	2,002	1.7	3.5	2Q24 반영, 유가 하락
세전이익	1,698	1,767	1,897	1,829	11.7	3.5	자산 매각 이익
순이익	1,281	1,311	1,280	1,321	0.0	0.7	
EPS (원)	3,468	3,551	3,467	3,577	0.0	0.7	

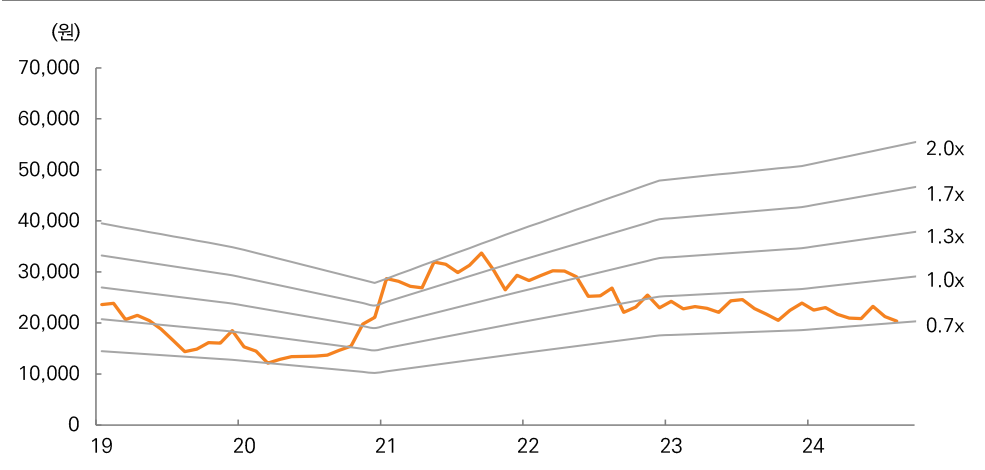
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 분기별 실적 추이 및 전망 (십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	3,592	3,877	4,249	4,393	4,291	4,454	4,819	4,635	16,112	18,199	19,314
영업이익	486	477	543	284	537.5	429	605	376.4	1,790	1,947	2,002
세전이익	365	489	577	145	547.2	478	553	318	1,576	1,897	1,829
순이익(지배)	234	354	407	66	375	326	368	211	1,061	1,280	1,321
영업이익률 (%)	13.5	12.3	12.8	6.5	12.5	9.6	12.5	8.1	11.1	10.7	10.4
세전순이익률 (%)	10.2	12.6	13.6	3.3	12.8	10.7	11.5	6.9	9.8	10.4	9.5
순이익률 (지배, %)	7.0	9.3	9.9	2.2	9.5	7.9	8.3	4.9	6.6	7.0	6.8
국제여객 RPK 증감률(%)	485.2	195.4	85.6	56.3	36.6	13.5	8.0	4.6	125.4	14.2	1.5
국제여객 L/F(%)	82.3	83.8	85.2	84.9	83.3	84.5	85.2	83.2	84.2	84.1	81.3
국제화물 RFTK 증감률(%)	-21.6	-18.7	-7.0	0.3	7.4	8.8	7.7	2.7	-12.3	6.6	2.7
국제화물 L/F(%)	73.5	70.2	70.8	72.5	72.2	74.2	74.0	73.0	71.7	73.4	73.9

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. PBR 밴드차트



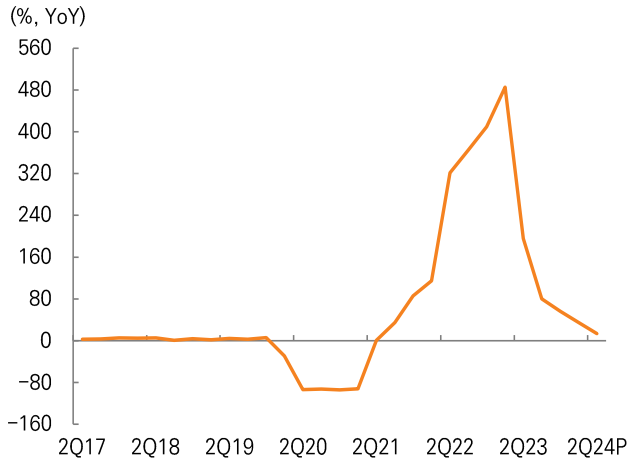
자료: Quantivise, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 운영 항공기 기단 (대)

구분	기종	대한항공	아시아나항공	합산
중대형기	A380	9	6	15
	A330	26	15	41
	B747-8I	8	-	8
	B747	-	1	1
	B767	-	1	1
	A350	-	15	15
	B777	37	9	46
	B787-9	13	-	13
소형기	A320/321	-	13	13
	A321NEO	11	9	18
	B737-800/900	17	-	17
	A220 (CS300)	10	-	10
	B737-8	5	-	5
여객기 계		136	70	206
화물기	B747F	4	10	14
	B767F	-	1	1
	A350F	-	-	-
	B747-8F	7	-	7
	B777F	12	-	12
	A330F	-	-	-
화물기 계		23	11	34
총계		159	81	240

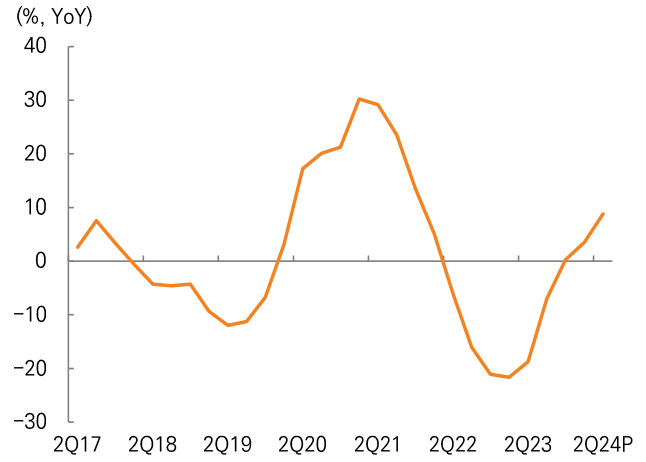
주: 대한항공은 2024년 2분기말 기준, 아시아나항공은 2024년 1분기말 기준
자료: 회사자료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 대한항공 국제여객 수송 증감률



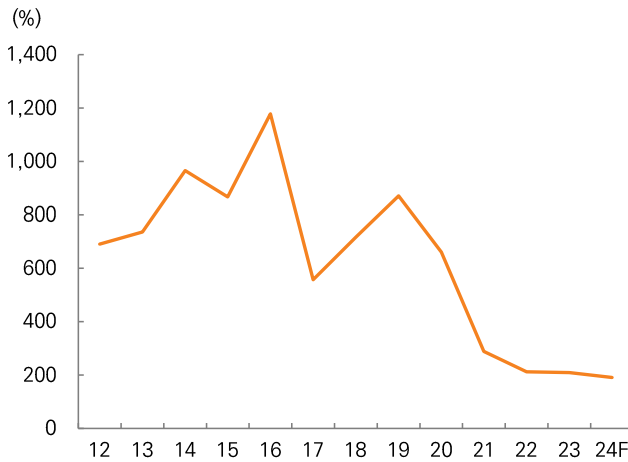
자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 대한항공 화물 수송 증감률



자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 대한항공 부채비율 추이



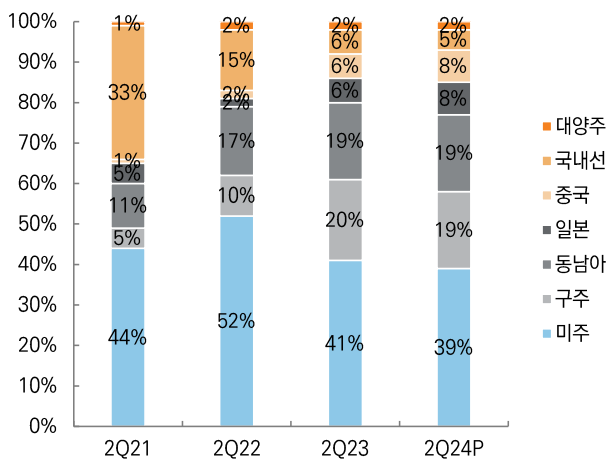
자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 항공유 가격



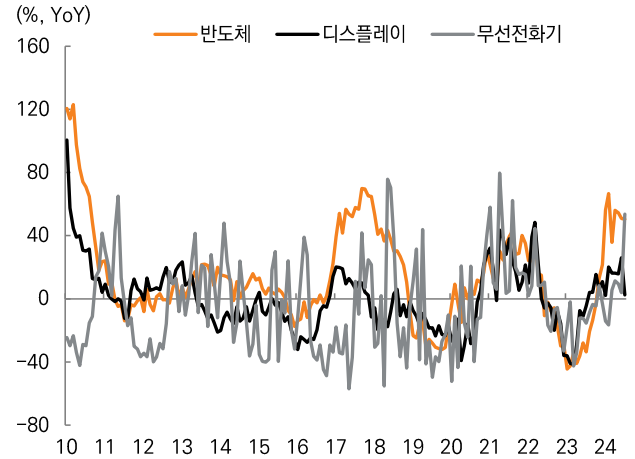
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 대한항공 여객 노선별 매출 비중



자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. IT제품 수출 증가율



주: 2024년 7월까지 수치
자료: 산업통상자원부, 미래에셋증권 리서치센터

대한항공 (003490)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	16,112	18,199	19,314	20,034
매출원가	12,850	14,837	15,908	16,489
매출총이익	3,262	3,362	3,406	3,545
판매비와관리비	1,471	1,415	1,404	1,499
조정영업이익	1,790	1,947	2,002	2,046
영업이익	1,790	1,947	2,002	2,046
비영업손익	-214	-50	-173	71
금융손익	-230	-193	-100	164
관계기업등 투자손익	0	0	0	20
세전계속사업손익	1,576	1,897	1,829	2,117
계속사업법인세비용	447	508	467	546
계속사업이익	1,129	1,388	1,362	1,571
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	1,129	1,388	1,362	1,571
지배주주	1,061	1,280	1,321	1,524
비지배주주	68	108	41	47
총포괄이익	866	1,413	1,362	1,571
지배주주	815	1,309	1,262	1,455
비지배주주	51	104	100	116
EBITDA	3,513	3,609	3,693	3,813
FCF	2,184	2,062	2,230	1,999
EBITDA 마진율 (%)	21.8	19.8	19.1	19.0
영업이익률 (%)	11.1	10.7	10.4	10.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	6.6	7.0	6.8	7.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	8,595	10,743	12,495	14,202
현금 및 현금성자산	623	2,077	3,302	4,596
매출채권 및 기타채권	973	1,027	1,089	1,138
재고자산	854	901	955	998
기타유동자산	6,145	6,738	7,149	7,470
비유동자산	21,797	21,403	21,525	21,769
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	18,175	18,446	18,602	18,875
무형자산	824	771	724	684
자산총계	30,392	32,146	34,021	35,971
유동부채	9,410	10,537	10,901	11,186
매입채무 및 기타채무	365	385	409	427
단기금융부채	3,758	4,573	4,574	4,575
기타유동부채	5,287	5,579	5,918	6,184
비유동부채	11,167	10,586	10,555	10,468
장기금융부채	7,217	6,419	6,134	5,849
기타비유동부채	3,950	4,167	4,421	4,619
부채총계	20,577	21,123	21,455	21,654
지배주주지분	9,526	10,627	12,128	13,833
자본금	1,847	1,847	1,957	2,067
자본잉여금	4,145	4,145	4,493	4,841
이익잉여금	2,592	3,595	4,639	5,886
비지배주주지분	289	396	437	484
자본총계	9,815	11,023	12,565	14,317

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	4,092	3,706	4,030	3,999
당기순이익	1,129	1,388	1,362	1,571
비현금수익비용가감	2,652	2,336	2,258	2,129
유형자산감가상각비	1,666	1,607	1,644	1,727
무형자산상각비	57	55	47	40
기타	929	674	567	362
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	969	31	465	364
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	90	-145	-59	-47
재고자산 감소(증가)	-118	-51	-55	-43
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	88	54	15	12
법인세납부	-948	-378	-467	-546
투자활동으로 인한 현금흐름	-2,410	-1,433	-2,189	-2,305
유형자산처분(취득)	-1,901	-1,621	-1,800	-2,000
무형자산감소(증가)	-8	-2	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-582	-573	-389	-305
기타투자활동	81	763	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-2,085	-901	-615	-420
장단기금융부채의 증가(감소)	-171	18	-284	-284
자본의 증가(감소)	0	0	458	458
배당금의 지급	-282	0	-277	-277
기타재무활동	-1,632	-919	-512	-317
현금의 증가	-434	1,454	1,226	1,294
기초현금	1,057	623	2,077	3,302
기말현금	623	2,077	3,302	4,596

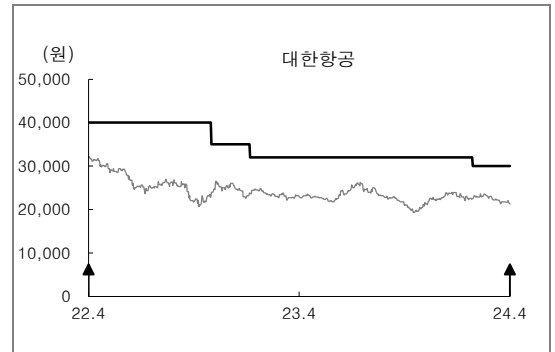
자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	8.3	5.9	5.7	4.9
P/CF (x)	2.3	2.0	2.1	2.0
P/B (x)	0.9	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA (x)	3.9	3.0	2.4	1.8
EPS (원)	2,873	3,467	3,577	4,126
CFPS (원)	10,238	10,083	9,801	10,017
BPS (원)	25,793	28,773	32,839	37,453
DPS (원)	750	750	750	750
배당성향 (%)	24.5	19.9	20.3	17.6
배당수익률 (%)	3.1	3.7	3.7	3.7
매출액증가율 (%)	14.3	13.0	6.1	3.7
EBITDA증가율 (%)	-21.6	2.7	2.3	3.2
조정영업이익증가율 (%)	-36.8	8.8	2.8	2.2
EPS증가율 (%)	-40.1	20.7	3.2	15.4
매출채권 회전율 (회)	17.1	19.1	19.2	18.9
재고자산 회전율 (회)	20.3	20.7	20.8	20.5
매입채무 회전율 (회)	51.9	60.1	60.9	60.0
ROA (%)	3.8	4.4	4.1	4.5
ROE (%)	11.5	12.7	11.6	11.7
ROIC (%)	7.7	9.0	8.9	9.1
부채비율 (%)	209.6	191.6	170.8	151.2
유동비율 (%)	91.3	102.0	114.6	127.0
순차입금/자기자본 (%)	48.3	24.8	6.8	-7.1
조정영업이익/금융비용 (x)	3.4	3.7	3.9	6.5

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
대한항공 (003490)				
2024.01.31	매수	30,000	-	-
2024.01.10	1년 경과 이후	32,000	-29.42	-27.66
2023.01.10	매수	32,000	-28.09	-17.97
2022.11.04	매수	35,000	-29.20	-24.29
2022.06.24	1년 경과 이후	40,000	-38.66	-32.50
2021.06.24	매수	40,000	-25.44	-14.38



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.55%	6.63%	4.22%	0.6%

* 2023년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 대한항공 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.