

대한항공 (003490)

2024.10.14

3Q24 Preview

[건설/운승] 배세호
2122-9178 seho.bae@imfnsec.com

투자의견 Buy, 목표주가 31,000원 유지

대한항공에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 31,000원을 유지한다. 목표주가는 12개월 선행 EV에 Target Multiple 4.4배를 적용하고 순차입금을 차감해 산정했다. 목표주가는 12개월 선행 기준 P/E 9.0배, P/B 1.03배에 해당한다. 견조한 실적이 계속 이어지고 있으나 주가는 부진하다. Valuation(P/B, P/E, EV/EBITDA)은 역사적 하단에 위치해 있다. 미국 경쟁 당국의 기업결합 승인과 아시아나항공 인수 이후의 경영 방향성 등 불확실성이 주가의 하방 압력으로 작용하고 있는 것으로 파악된다. 다만 하반기, 2025년의 견조한 실적 전망, 그리고 기업결합 이후의 장기적인 기업가치 개선 효과를 감안했을 때 현재 주가는 충분히 매수할 수 있는 구간이다.

3Q24 영업이익 6,192억원(+14.0% YoY) 예상

3Q24 연결 기준 대한항공의 매출액은 4.6조원(+8.2% YoY, +4.4% QoQ), 영업이익은 6,192억원(+14.0% YoY, +39.8% QoQ, OPM 13.5%)가 예상된다. 추정 영업이익은 컨센서스를 3% 상회하는 것이다. 별도 기준 3Q24 국제 여객 매출액은 2.6조원(+5.2% YoY, +10.7% QoQ)가 예상된다. 계절적 성수기와 국제 여객 회복 추이에 따라 국제선 RPK(수송)는 +7.8% YoY, +5.2% QoQ가 예상된다. 국제 여객 운임(원화 기준)은 -2.4% YoY, +5.2% QoQ가 예상된다. 견조한 여객 수요와 프레스티지 좌석의 높은 수요도 유지되며 운임의 YoY 하락 폭은 제한적이었다. 화물 매출액은 1.1조원(+21.2% YoY, +1.1% QoQ)이 예상된다. 계절적 비수기임에도 불구하고, 높은 운임과 중국발 이커머스 물동량의 증가로 P와 Q 모두 호조를 보인 것으로 보인다. 특히 화물 운임의 경우 483원/km(+12.8% YoY, -1.5% QoQ)가 예상되는데, 2Q24에 이어 화물운임이 강하게 턴어라운드하고 있다. 별도 영업비용은 3.6조원(+8.3% YoY, +0.3% QoQ)가 예상된다. 유류비는 1.1조원(-3.3% YoY, -5.0% QoQ)가 예상되는데, 3Q24 평균 항공유가 전년동기대비 19% 하락했지만, 8월부터 급락한 점을 감안했을 시 항공유 하락에 대한 실적 영향은 유가 하락 대비로는 적을 것으로 보인다. 인건비는 0.9조원(+19.9% YoY, +3.4% QoQ)로 인력 증가와 2024년 예정 인센티브도 반영했다.

견조한 실적 이어갈 것, 합병 이후의 방향성에 중점

4Q24에도 높은 국제선 여객 운임, 화물 운임, 그리고 유류단가 하락 효과가 반영되어 견조한 영업이익이 예상된다. 안전장려금 등 일회성 인건비 항목을 보수적으로 반영해도 4,763억원(+67.5% YoY)가 예상된다. 다만 견조한 실적에도 불구하고 주가는 부진한 데, 추가 반등을 위해서는 대한항공과 아시아나항공의 합병 이후의 경영 방향성의 윤곽이 필요하다고 판단한다. 구체적으로 중복 노선과 중복 인력에 대한 방향성이 중요하다. 2024년 10월 기준 대한항공의 국제선 노선 101개, 아시아나의 국제선 노선 78개 중 49개의 노선이 중복 노선으로 일부 잉여 기재/인력이 발생할 가능성이 있다. 하지만 장기적으로 경쟁강도 완화로 구조적인 기업가치 개선이 예상된다.

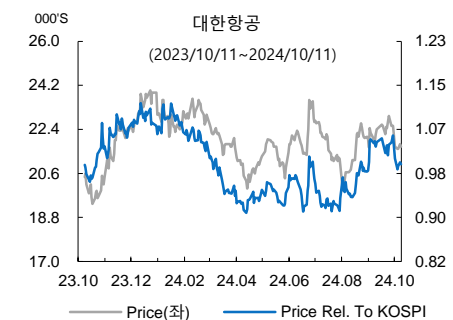
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	31,000원(유지)
종가(2024.10.11)	21,700원
상승여력	42.9%

Stock Indicator	
자본금	1,847십억원
발행주식수	36,822만주
시가총액	7,990십억원
외국인지분율	16.6%
52주 주가	19,350~24,000원
60일평균거래량	826,993주
60일평균거래대금	18.0십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.1	-1.8	5.9	7.7
상대수익률	-4.0	7.3	9.0	2.0

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	16,112	17,877	18,811	19,827
영업이익(십억원)	1,790	2,066	2,052	2,584
순이익(십억원)	1,061	1,413	1,274	1,629
EPS(원)	2,882	3,836	3,459	4,423
BPS(원)	25,870	29,064	31,767	35,434
PER(배)	8.3	5.7	6.3	4.9
PBR(배)	0.9	0.8	0.7	0.6
ROE(%)	11.5	13.2	10.9	12.5
배당수익률(%)	3.1	3.5	3.5	3.5
EV/EBITDA(배)	4.1	3.8	3.7	3.3

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

표10. 대한항공 3Q24E 영업실적 및 컨센서스 비교(별도)

(십억원, %)	3Q24E	전년동기대비		전분기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		3Q23	YoY %	3Q24	YoY %	3Q24E	Diff %	3Q24E	Diff %
매출액	4,580	4,249	7.8	4,402	4.0	4,667	-1.9	4,741	-3.4
영업이익	619	543	14.0	443	39.8	602	2.9	646	-4.1
세전이익	666	577	15.5	484	37.7	587	13.5	522	27.7
지배주주순이익	464	407	14.2	352	31.7	425	9.1	500	-7.2
영업이익률	13.5	12.8	0.7	10.1	3.5	12.9	0.6	13.6	-0.1
지배주주순이익률	14.6	13.6	1.0	11.0	3.6	12.6	2.0	11.0	3.5

자료: Dart, Quantiwise, iM증권

표11. 대한항공 2024E 영업실적 및 컨센서스 비교(연결)

(십억원, %)	2024E	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		2023	YoY %	2024E	Diff %	2024E	Diff %
매출액	17,877	16,112	11.0	18,027	-0.8	18,232	-1.9
영업이익	2,066	1,790	15.4	2,028	1.9	2,062	0.2
세전이익	2,024	1,576	28.4	1,915	5.7	2,200	-8.0
지배주주순이익	1,413	1,069	32.1	1,322	6.8	1,521	-7.1
영업이익률	11.6	11.1	0.4	11.2	0.3	11.3	0.2
지배주주순이익률	11.3	9.8	1.5	10.6	0.7	12.1	-0.7

자료: Dart, Quantiwise, iM증권

표12. 대한항공 연간 실적추정 변경(연결 기준)

(단위: 십억원, %)	신규추정		기존추정		변동률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	17,877	18,811	18,232	18,865	-1.9	-0.3
영업이익	2,066	2,052	2,062	2,019	0.2	1.7
영업이익률	11.6	10.9	11.3	10.7	0.3	0.2
EBITDA	3,765	3,819	3,727.0	3,715	1.0	2.8
세전이익	1,807	1,614	1,939	1,544	-6.8	4.6
지배주주순이익	1,413	1,274	1,521	1,221	-7.1	4.3
지배주주순이익률	7.9	6.8	8.3	6.5	-0.4	0.3
EPS	3,836	3,459	4,130	3,315	-7.1	4.3
BPS	29,064	31,767	28,810	31,621	0.9	0.5

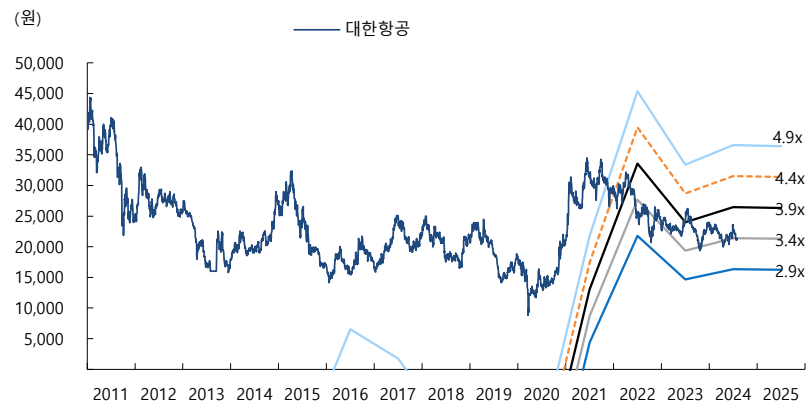
자료: iM증권

표13. 대한항공 목표주가 Valuation

	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	비고
EBITDA(십억원)	1,973	3,035	4,347	3,446	3,765	3,819	지배주주순이익 기준
-영업이익	107	1,418	2,831	1,790	2,066	2,052	
-감가상각비	1,969	1,695	1,650	1,723	1,787	1,883	
EPS (원)	-938	1,661	4,694	2,904	3,836	3,459	
BPS (원)	14,218	19,418	24,426	25,870	29,064	31,767	
고점 P/E (배)	-	20.8	6.9	9.0			최근 3년 평균 12.2
평균 P/E (배)	-	17.8	5.7	7.9			최근 3년 평균 10.5
저점 P/E (배)	-	12.7	4.4	6.7			최근 3년 평균 7.9
고점 EV/EBITDA(배)	8.6	6.4	3.6	4.1			최근 3년 평균 4.7
평균 EV/EBITDA(배)	7.5	5.5	3.3	3.8			최근 3년 평균 4.2
저점 EV/EBITDA(배)	6.8	4.0	2.8	3.4			최근 3년 평균 3.4
ROE(%)	-6.6	8.6	19.2	11.2	13.2	10.9	
적용 EBITDA (십억원)					3,805		12개월 선행 EBITDA
Target EV 배수					4.4		최근 3년 중상단
순차입금	12,100	7,295	4,584	4,594	5,000		2024년말 예상 순차입금
주식수(백만주)					368.2		
목표주가 (원)					31,000		Target P/E9.0배
전일 종가 (원)					21,700		
상승 여력					42.9		

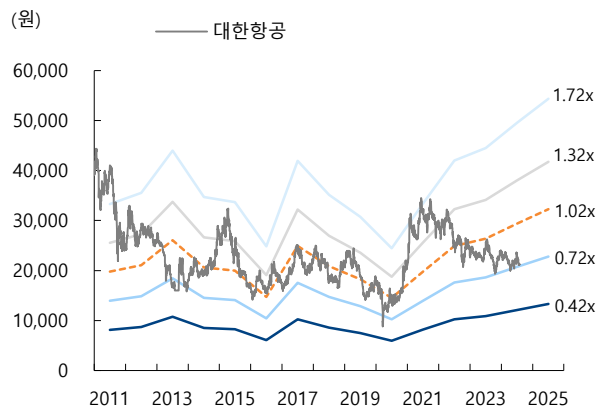
자료: iM증권 리서치본부

그림1. 대한항공 EV/EBITDA Band



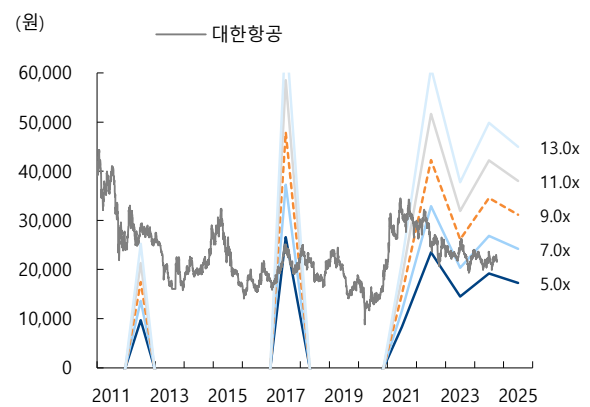
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림2. 대한항공 P/E Band



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림3. 대한항공 P/B Band



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

표5. 대한항공(별도) 영업실적 및 추이

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
주요 가정											
평균환율	1,276	1,315	1,313	1,310	1,329	1,371	1,355	1,340	1,303	1,349	1,306
제트유가(달러/배럴)	107	92	113	107	102	99	92	90	105	96	96
국제선											
ASK(백만석km)	16,034	19,351	21,067	21,601	21,631	21,774	22,680	22,791	78,053	88,876	95,402
YoY	182.8	178.6	73.9	46.8	34.9	12.5	7.7	5.5	97.9	13.9	7.3
RPK(백만인km)	13,191	16,223	17,950	18,331	18,022	18,398	19,355	19,451	65,695	75,226	81,497
YoY	485.2	195.4	85.6	56.3	36.6	13.4	7.8	6.1	125.4	14.5	8.3
L/F(%)	82.3	83.8	85.2	84.9	83.3	84.5	85.3	85.3	84.2	84.6	85
Yield(원km)	126	129	136	128	124	126	132	123	130	126	125
YoY	0.9	-5.0	-0.5	-3.0	-1.8	-2.5	-2.4	-3.9	-0.6	-2.7	-1.3
국내선											
ASK(백만석km)	662	709	697	656	629	712	698	684	2,724	2,723	2,768
YoY	-2.4	-9.3	-9.4	-5.7	-5.0	0.4	0.1	4.2	-6.9	-0.1	1.7
RPK(백만인km)	573	623	600	562	531	629	603	577	2,358	2,340	2,334
YoY	11.3	-10.2	-7.6	-9.5	-7.3	1.0	0.4	2.7	-4.9	-0.8	-0.3
L/F(%)	87	88	86	86	84	88	86	84	87	86	84
Yield(원km)	193	205	205	209	197	207	209	199	203	203	198
YoY	28.5	10.8	-1.7	5.9	2.0	1.0	2.2	-5.0	8.6	0.1	-2.3
화물											
AFTK(백만톤km)	2,744	2,935	3,022	3,056	2,999	3,019	3,049	3,156	11,757	12,223	12,527
YoY	-11.4	-4.2	3.5	4.6	9.3	2.9	0.9	3.3	-2.1	4.0	2.5
FTK(백만톤km)	2,016	2,060	2,139	2,216	2,165	2,241	2,297	2,403	8,431	9,106	9,567
YoY	-21.6	-18.8	-7.0	0.3	7.4	8.8	7.4	8.4	-12.3	8.0	5.1
L/F(%)	73	70	71	73	72	74	75	76	72	74	76
Yield(원km)	520	468	428	497	460	490	483	537	478	494	495
YoY	-37.7	-45.4	-47.0	-29.0	-11.5	4.7	12.8	8.0	-40.9	3.2	0.4
실적 추정											
매출액	3,196	3,535	3,864	3,980	3,823	4,024	4,189	4,215	14,575	16,251	17,174
YoY	13.9	6.1	5.3	10.4	19.6	13.8	8.4	5.9	8.7	11.5	5.7
국제 여객	1,667	2,093	2,436	2,339	2,238	2,314	2,562	2,386	8,535	9,500	10,159
국내 여객	111	128	123	118	105	130	126	115	479	475	463
화물	1,049	964	915	1,102	997	1,097	1,109	1,291	4,030	4,494	4,738
기타	370	351	390	421	484	482	392	423	1,532	1,781	1,814
영업비용	2,781	3,067	3,343	3,796	3,386	3,610	3,620	3,789	12,988	14,406	15,326
유류비	1,005	981	1,170	1,291	1,168	1,191	1,131	1,102	4,446	4,593	4,635
감가상각비	390	394	363	380	373	397	397	404	1,527	1,571	1,638
인건비	590	696	716	911	711	830	859	1,041	2,914	3,441	3,535
공항관련비	389	491	568	569	711	722	745	746	2,018	2,924	3,118
영업이익	415	468	520	184	436	413	569	426	1,587	1,844	1,848
YoY	-47.4	-36.4	-38.0	-64.7	5.1	-11.7	9.3	132.1	-45.0	16.2	0.2
영업이익률	13.0	13.2	13.5	4.6	11.4	10.3	13.6	10.1	10.9	11.4	10.8
영업외손익	29	28	53	-394	31	59	23	-150	-284	-38	-234
세전이익	444	496	573	-211	467	472	591	276	1,302	1,807	1,614
지배주주순이익	355	371	424	-235	345	349	429	200	917	1,323	1,170

자료: Dart, iM증권 리서치본부

표6. 대한항공(연결) 영업실적 및 추이

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	3,592	3,877	4,249	4,393	4,291	4,402	4,580	4,604	16,112	17,877	18,811
YoY	24.5	13.3	8.6	13.2	19.5	13.5	7.8	4.8	14.3	11.0	5.2
대한항공	3,196	3,535	3,864	3,980	3,823	4,024	4,189	4,215	14,575	16,251	17,174
YoY	13.9	6.1	5.3	10.4	19.6	13.8	8.4	5.9	8.7	11.5	5.7
진에어	353	259	322	343	430	308	330	316	1,277	1,384	1,347
YoY	422.0	105.0	84.8	52.5	22.1	19.0	2.5	-8.1	115.2	8.4	-2.7
기타	44	83	63	70	39	70	60	73	259	242	291
YoY	-44.8	-6.8	-7.5	46.4	-11.4	-15.2	-5.0	4.3	-8.6	-6.8	20.2
영업비용	3,106	3,400	3,706	4,109	3,754	3,959	3,960	4,137	14,322	15,811	16,759
YoY	47.1	26.8	19.2	22.2	20.8	16.4	6.9	0.7	27.1	10.4	6.0
대한항공	2,781	3,067	3,343	3,796	3,386	3,610	3,620	3,789	12,988	14,406	15,326
YoY	37.9	18.1	18.2	23.0	21.8	17.7	8.3	-0.2	23.4	10.9	6.4
진에어	268	241	290	296	332	307	302	287	1,095	1,228	1,215
YoY	135.0	70.5	51.0	38.9	24.0	27.4	4.1	-3.2	65.7	12.1	-1.0
기타	326	333	73	16	36	42	38	62	747	177	217
YoY	244.9	293.3	-18.3	-74.2	-89.1	-87.5	-47.7	279.5	125.7	-76.3	22.8
영업이익	486	477	543	284.3	538	433	619	476	1,790	2,066	2,052
YoY	-37.2	-35.5	-32.2	-45.0	10.7	-9.3	14.0	67.5	-36.8	15.4	-0.7
대한항공	415	468	520	184	436	413	569	426	1,587	1,844	1,848
YoY	-47.4	-36.4	-38.0	-64.7	5.1	-11.7	9.3	132.1	-45.0	16.2	0.2
진에어	85	18	33	46	98	1	29	29	182	157	131
YoY	흑전	흑전	흑전	298.3	16.0	-95.0	-12.1	-37.8	-369.9	-13.6	-16.4
기타	-14	-9	-10	54	3	29	22	11	22	65	73
YoY	적전	적전	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	-79.0	51.9	199.5	13.1
영업이익률(%)	13.5	12.3	12.8	6.5	12.5	9.8	13.5	10.3	11.1	11.6	10.9
대한항공	13.0	13.2	13.5	4.6	11.4	10.3	13.6	10.1	10.9	11.4	11
진에어	24.1	6.9	10.1	13.5	22.9	0.3	8.7	9.1	14.2	11.3	10
기타	-32.9	-10.4	-15.7	77.7	7.7	40.7	36.3	15.7	8.3	26.8	25
영업외손익	-121	11	34	-139	10	41	47	-140	-214	-42	-194
대한항공	29	28	53	-394	31	59	23	-150	-284	-38	-234
진에어	-8	-4	-6	11	-12	-8	13	-4	-8	-11	14
기타	-141	-17	-19	255	-10	-9	12	14	78	7	26
당기순이익	251	360	420	101	407	359	483	232	1,132	1,480	1,333
지배주주순이익	234	354	407	74	375	352	464	221	1,069	1,413	1,274
대한항공	355	371	424	-235	345	349	429	200	917	1,323	1,170
진에어(54.91%)	33	6	12	47	37	-3	17	10	97	61	60
기타	-155	-17	-29	262	-8	7	18	11	61	28	43
비지배주주순이익	17	6	13	32	32	7	15	9	68	63	52

자료: Dart, iM증권

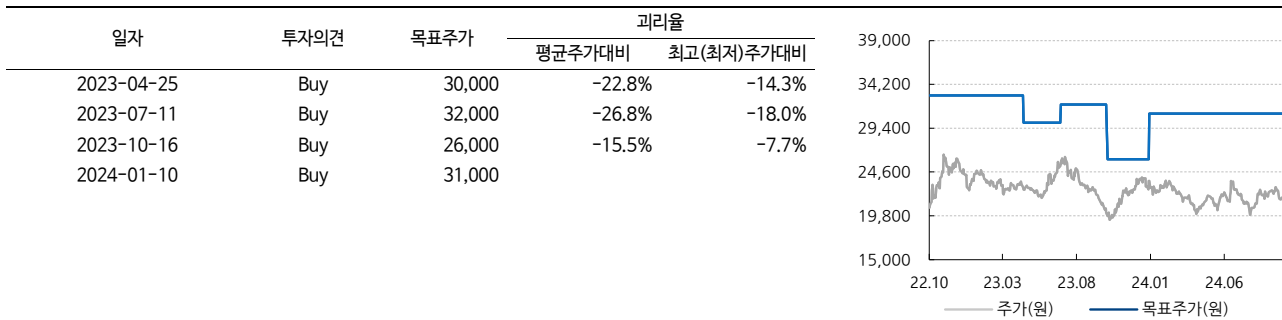
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원, %)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	8,595	9,936	11,168	12,633	매출액	16,112	17,877	18,811	19,827
현금 및 현금성자산	623	750	1,795	2,697	증가율(%)	14.3	11.0	5.2	5.4
단기금융자산	5,615	5,676	5,676	5,676	매출원가	12,850	14,335	15,181	15,591
매출채권	1,138	1,255	1,345	1,832	매출총이익	3,261	3,541	3,630	4,237
재고자산	854	941	988	1,015	판매비와관리비	1,471	1,475	1,578	1,653
비유동자산	21,797	21,917	21,738	21,804	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	18,175	18,332	18,187	18,287	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	824	785	747	712	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	30,392	31,853	32,905	34,437	영업이익	1,790	2,066	2,052	2,584
유동부채	9,410	10,009	9,992	10,132	증가율(%)	-36.8	15.4	-0.7	25.9
매입채무	240	271	280	284	영업이익률(%)	11.1	11.6	10.9	13.0
단기차입금	1,021	1,082	1,095	1,101	이자수익	302	600	425	415
유동성장기부채	2,718	3,609	3,869	3,971	이자비용	531	476	468	468
비유동부채	11,167	10,927	10,967	10,989	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	1,843	2,010	2,063	2,086	기타영업외손익	-62	-121	-126	-178
장기차입금	1,994	1,588	1,574	1,573	세전계속사업이익	1,576	2,024	1,859	2,330
부채총계	20,577	20,936	20,960	21,122	법인세비용	447	544	525	656
지배주주지분	9,526	10,560	11,529	12,852	세전계속이익률(%)	9.8	11.3	9.9	11.8
자본금	1,847	1,847	1,847	1,847	당기순이익	1,129	1,480	1,333	1,675
자본잉여금	4,145	4,145	4,145	4,145	순이익률(%)	7.0	8.3	7.1	8.4
이익잉여금	2,592	3,727	4,724	6,076	지배주주귀속 순이익	1,061	1,413	1,274	1,629
기타자본항목	0	0	0	0	기타포괄이익	-264	-264	-264	-264
비지배주주지분	289	357	417	463	총포괄이익	866	1,217	1,070	1,411
자본총계	9,815	10,917	11,946	13,315	지배주주귀속총포괄이익	866	1,217	1,070	1,411

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	4,092	1,678	2,650	2,926	주당지표(원)				
당기순이익	1,129	1,480	1,333	1,675	EPS	2,882	3,836	3,459	4,423
유형자산감가상각비	-	1,728	1,826	1,817	BPS	25,870	29,064	31,767	35,434
무형자산상각비	57	59	56	54	CFPS	3,037	8,690	8,572	9,504
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	750	750	750	750
투자활동 현금흐름	-2,410	-1,914	-1,598	-1,830	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-1,909	-1,936	-1,682	-1,916	PER	8.3	5.7	6.3	4.9
무형자산의 처분(취득)	-	-	0	0	PBR	0.9	0.8	0.7	0.6
금융상품의 증감	-629	-61	-	-	PCR	7.9	2.5	2.5	2.3
재무활동 현금흐름	-2,085	-107	-506	-691	EV/EBITDA	4.1	3.8	3.7	3.3
단기금융부채의증감	-	150	39	16	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-239	40	22	ROE	11.5	13.2	10.9	12.5
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	11.5	21.6	20.9	22.5
배당금지급	-282	-277	-277	-277	부채비율	209.6	191.8	175.5	158.6
현금및현금성자산의증감	-434	127	1,045	902	순부채비율	13.6	17.1	9.5	2.7
기초현금및현금성자산	1,057	623	750	1,795	매출채권회전율(x)	14.1	14.9	14.5	12.5
기말현금및현금성자산	623	750	1,795	2,697	재고자산회전율(x)	20.3	19.9	19.5	19.8

자료 : 대한항공, iM증권 리서치본부

대한항공 투자의견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2024-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92%	7.3%	0.7%