



BUY (유지)

목표주가(12M) 27,000원
현재주가(9.27) 22,950원

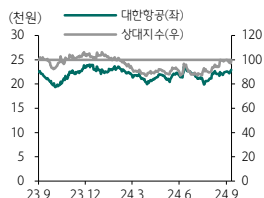
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,649.78
52주 최고/최저(원)	24,000/19,350
시가총액(십억원)	8,450.7
시가총액비중(%)	0.39
발행주식수(천주)	368,220.7
60일 평균 거래량(천주)	834.8
60일 평균 거래대금(십억원)	18.3
외국인지분율(%)	16.71
주요주주 지분율(%)	
한진칼 외 26 인	27.05
국민연금공단	7.32

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	18,026.1	18,486.8
영업이익(십억원)	2,023.0	1,961.6
순이익(십억원)	1,391.7	1,355.9
EPS(원)	3,579	3,498
BPS(원)	28,545	31,414

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	14,096.1	16,111.8	18,191.5	18,771.0
영업이익	2,830.6	1,790.1	2,160.0	2,013.0
세전이익	2,562.1	1,575.7	1,971.9	1,833.2
순이익	1,728.4	1,061.2	1,408.5	1,309.4
EPS	4,798	2,873	3,814	3,545
증감율	151.86	(40.12)	32.75	(7.05)
PER	4.78	8.32	6.02	6.47
PBR	0.94	0.93	0.80	0.73
EV/EBITDA	3.10	3.94	3.14	3.11
ROE	21.95	11.46	13.96	11.72
BPS	24,353	25,793	28,856	31,651
DPS	750	750	750	750



Analyst 안도현 dohyunahn@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 09월 30일 | 기업분석

대한항공 (003490)

3Q24 Pre: 탑라인 견조, 유가 실적 반영은 4분기

여객/화물 모두 양호한 성장세

대한항공에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 27,000원을 유지한다. 3분기는 여객 성수기였으나, 일본/중국 노선의 공급 증가로 단거리 노선의 여객 운임은 예상 대비 저조했다. 하지만 미국/유럽/동남아 노선의 여객 운임이 양호했기 때문에 3분기 국제선 여객운임은 3% (YoY) 하락한 132원/km로 추정한다. 화물 운임은 17% (YoY) 501원/km으로 추정하는데, 중국 씨커머스 발 수요가 견조한 것으로 파악되고 있다. 비용 측면에서는 인건비 증가 등 전반적인 비용 증가 부담이 있으나, 탑라인 성장과 연료비 부담 완화로 전년 동기와 유사한 수익성을 기록할 전망이다. (연결 기준) 3분기 매출액은 전년 동기 대비 13% 증가한 4.81조원, 영업이익은 15% 증가한 6,220억원(영업이익률 12.9% (+0.1%p (YoY)))을 예상 중에 있다. 최근 국제유가 하락에 따라 연료비 부담이 점차 완화되고 있으나, 항공사 실적에서 본격화되는 것은 4분기일 것으로 예상된다. 따라서 4분기 영업이익 추정치를 5,570억원(영업이익률 11.9%)으로 상향하여 제시한다. 2024년 연간 매출액/영업이익은 18.19조원/2.16조원(영업이익률 11.9%)으로 추정한다.

밸류업 지수 편입에도 불구하고, 주주환원 확대 여력은 제한적

대한항공은 밸류업지수에 편입이 되었는데, 2022년/2023년 배당액은 동일한 750원으로 배당성향은 15.6%/26.1%였다. 대한항공의 현재 배당정책(2023년~2025년)에 따른 배당금은 별도기준 순이익의 30% 이내로, 2024년 실적만 감안하면 배당금을 상향할 수 있는 여지는 충분하다. 하지만 아시아나항공 인수를 앞두고 있는 만큼 주주환원 확대 여력은 제한적일 것으로 예상된다.

아시아나항공 인수를 앞두고...

대한항공의 아시아나항공의 인수가 2024년 내로 마무리 될 예정이다. 인수 이후 약 2년간 아시아나항공은 대한항공의 자회사 형태로 연결재무제표에 반영 될 예정인데, 아시아나항공은 유상증자를 통한 자본확충과 부채상환으로 비용구조가 크게 개선 될 예정이다. 단순 계산으로 유상증자 후 아시아나항공의 부채비율은 600%대까지 하락하고, 이자부담도 연간 최소 1,150억원 이상 축소될 것으로 전망한다. 대한항공은 유럽/미국 노선 이관과 합병 비용 등으로 인해서 단기 부침이 있겠으나, 장기적으로는 국내 유일의 FSC로서의 원거리 노선 지배력이 강화되고 네트워크 효율화 등을 통한 시너지를 기대해 볼 수 있기 때문에 밸류에이션 상향이 필요하다고 판단한다. 다만 양 사 시너지 효과의 본격화는 합병 이후 시점인 것으로 예상하고 있다. 현재 대한항공 주가는 12MF P/E 6배, P/B 0.8배로 매우 저평가된 상태라는 판단이다.

도표 1. 대한항공의 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	3,592	3,877	4,249	4,393	4,291	4,402	4,806	4,692	14,096	16,112	18,192	18,771
매출액(별도)	3,196	3,535	3,864	3,980	3,823	4,024	4,370	4,259	13,413	14,575	16,475	16,865
항공운송	2,826	3,185	3,474	3,559	3,339	3,542	3,949	3,930	12,078	13,044	14,759	15,094
여객	1,778	2,221	2,558	2,457	2,342	2,445	2,824	2,737	4,353	9,014	10,348	10,859
화물	1,049	964	915	1,102	997	1,097	1,124	1,193	7,724	4,030	4,411	4,235
항공우주	118	122	139	163	130	163	153	150	491	541	595	625
기타	252	229	251	258	354	319	269	179	844	991	1,121	1,147
영업이익	486	477	543	284	538	443	622	557	2,831	1,790	2,160	2,013
세전이익	365	489	577	145	547	484	612	329	2,562	1,576	1,972	1,833
지배주주순이익	234	354	407	66	375	352	456	225	1,728	1,061	1,408	1,309
증가율 (YoY)												
매출액	25	13	9	13	19	14	13	7	56	14	13	3
영업이익	(37)	(36)	(32)	(45)	11	(7)	15	96	99	(37)	21	(7)
세전이익	(50)	(21)	3	(78)	50	(1)	6	126	204	(39)	25	(7)
지배주주순이익	(56)	(21)	3	(81)	60	(1)	12	240	199	(39)	33	(7)
Margin												
영업이익률	13.5	12.3	12.8	6.5	12.5	10.1	12.9	11.9	20.1	11.1	11.9	10.7
세전이익률	10.2	12.6	13.6	3.3	12.8	11.0	12.7	7.0	18.2	9.8	10.8	9.8
지배주주순이익률	6.5	9.1	9.6	1.5	8.7	8.0	9.5	4.8	12.3	6.6	7.7	7.0

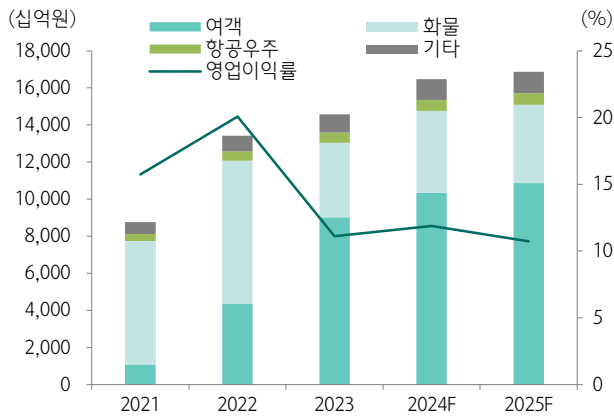
자료: 대한항공, 하나증권

도표 2. 대한항공의 수송실적 추이 및 전망

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
국내선												
ASK(백만km)	662	709	697	656	629	712	676	571	3,015	2,724	2,588	2,665
RPK(백만km)	573	623	600	562	531	629	579	478	2,480	2,358	2,217	2,294
여객운임(원/km)	193	205	205	209	197	207	203	197	187	203	201	207
국제선												
ASK(백만km)	16,034	19,351	21,068	21,600	21,631	21,774	24,228	26,030	39,450	78,053	93,664	101,157
RPK(백만km)	13,191	16,223	17,951	18,331	18,022	18,398	20,464	21,294	29,142	65,696	78,178	83,651
여객운임(원/km)	126	129	136	128	124	126	132	124	133	130	127	124
화물												
ACTK(백만톤km)	2,744	2,935	3,022	3,056	2,999	3,019	3,113	3,332	12,004	11,757	12,462	12,089
CTK(백만톤km)	2,016	2,060	2,139	2,216	2,165	2,241	2,246	2,369	9,617	8,431	9,021	8,660
화물운임(원/km)	520	468	428	497	460	490	501	503	803	478	489	489

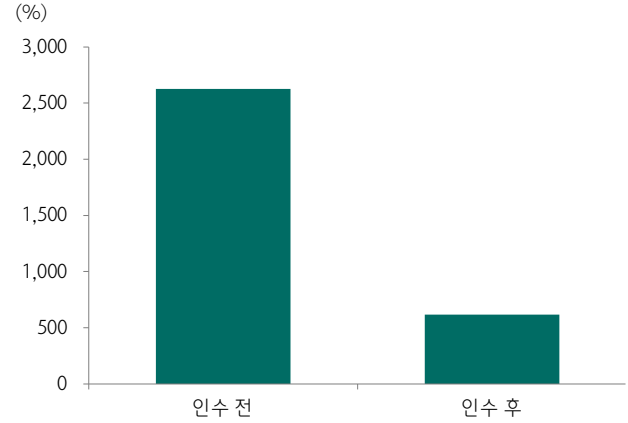
자료: 대한항공, 하나증권

도표 3. 대한항공의 사업부별 실적 추이 및 전망



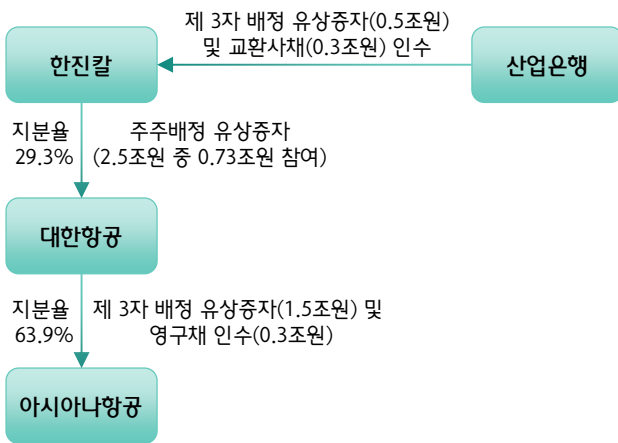
자료: 대한항공, 하나증권

도표 4. 아시아나항공 부채비율 변화



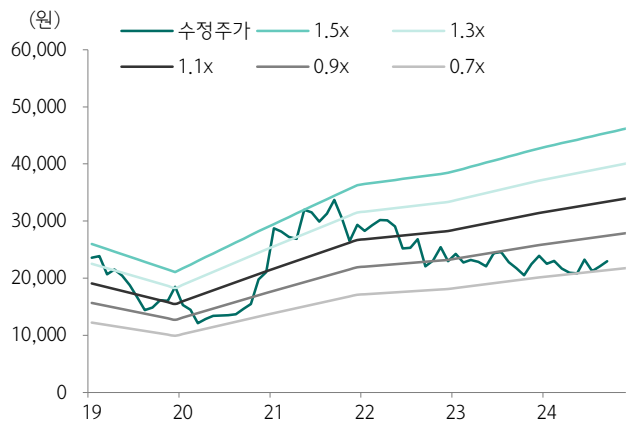
주) 인수 전은 2024년 6월말 기준
자료: 아시아나항공, 하나증권

도표 5. 대한항공의 아시아나항공 인수 구조도



자료: 각 사, 언론보도, 하나증권

도표 6. 대한항공 P/B 밴드



자료: 대한항공, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서		(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F	
매출액	14,096.1	16,111.8	18,191.5	18,771.0	20,155.2	
매출원가	10,245.4	12,850.3	14,394.8	15,074.9	16,297.7	
매출총이익	3,850.7	3,261.5	3,796.7	3,696.1	3,857.5	
판매비	1,020.1	1,471.4	1,636.8	1,683.2	1,773.4	
영업이익	2,830.6	1,790.1	2,160.0	2,013.0	2,084.0	
금융손익	(50.0)	(152.2)	(123.4)	(116.3)	(114.3)	
종속/관계기업손익	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타영업외손익	(218.6)	(62.2)	(64.7)	(63.4)	(64.1)	
세전이익	2,562.1	1,575.7	1,971.9	1,833.2	1,905.6	
법인세	832.6	446.6	473.3	440.0	457.4	
계속사업이익	1,729.5	1,129.1	1,498.6	1,393.3	1,448.3	
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	1,729.5	1,129.1	1,498.6	1,393.3	1,448.3	
비지배주주지분 손이익	1.1	67.9	90.2	83.8	87.1	
지배주주순이익	1,728.4	1,061.2	1,408.5	1,309.4	1,361.1	
지배주주지분포괄이익	2,269.0	814.5	1,410.3	1,311.1	1,362.9	
NOPAT	1,910.7	1,282.7	1,641.6	1,529.8	1,583.8	
EBITDA	4,480.3	3,513.0	3,866.0	3,747.2	3,884.4	
성장성(%)						
매출액증가율	56.33	14.30	12.91	3.19	7.37	
NOPAT증가율	96.29	(32.87)	27.98	(6.81)	3.53	
EBITDA증가율	43.91	(21.59)	10.05	(3.07)	3.66	
영업이익증가율	99.62	(36.76)	20.66	(6.81)	3.53	
(지배주주)순이익증가율	199.19	(38.60)	32.73	(7.04)	3.95	
EPS증가율	151.86	(40.12)	32.75	(7.05)	3.95	
수익성(%)						
매출총이익률	27.32	20.24	20.87	19.69	19.14	
EBITDA이익률	31.78	21.80	21.25	19.96	19.27	
영업이익률	20.08	11.11	11.87	10.72	10.34	
계속사업이익률	12.27	7.01	8.24	7.42	7.19	

투자지표					
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	4,798	2,873	3,814	3,545	3,685
BPS	24,353	25,793	28,856	31,651	34,586
CFPS	13,336	10,238	10,810	10,343	10,795
EBITDAPS	12,438	9,512	10,468	10,146	10,518
SPS	39,132	43,624	49,255	50,824	54,572
DPS	750	750	750	750	750
주기지표(배)					
PER	4.78	8.32	6.02	6.47	6.23
PBR	0.94	0.93	0.80	0.73	0.66
PCFR	1.72	2.33	2.12	2.22	2.13
EV/EBITDA	3.10	3.94	3.14	3.11	2.79
PSR	0.59	0.55	0.47	0.45	0.42
재무비율(%)					
ROE	21.95	11.46	13.96	11.72	11.13
ROA	6.21	3.57	4.44	3.89	3.86
ROIC	11.51	7.78	10.01	9.15	9.22
부채비율	212.06	209.64	199.28	182.34	171.32
순부채비율	54.90	48.25	33.05	25.30	16.26
이자보상배율(배)	7.06	3.37	3.70	3.65	3.85

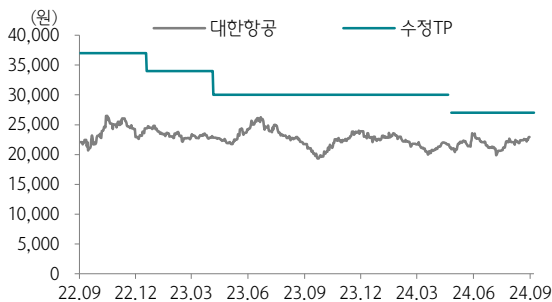
자료: 하나증권

대차대조표		(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F	
유동자산	8,090.9	8,595.2	10,350.9	10,861.9	11,846.0	
금융자산	6,043.4	6,238.0	7,531.3	7,930.7	8,698.8	
현금성자산	1,056.9	622.8	1,191.2	1,388.6	1,674.3	
매출채권	958.2	927.0	1,205.1	1,265.3	1,358.6	
재고자산	730.1	853.6	963.8	994.5	1,067.8	
기타유동자산	359.2	576.6	650.7	671.4	720.8	
비유동자산	20,906.8	21,796.6	22,680.4	23,450.7	24,305.1	
투자자산	761.1	757.6	969.7	898.5	958.5	
금융자산	761.1	757.6	969.7	898.5	958.5	
유형자산	17,079.1	18,174.9	18,512.2	19,099.8	19,677.5	
무형자산	873.8	824.2	774.6	731.3	693.7	
기타비유동자산	2,192.8	2,039.9	2,423.9	2,721.1	2,975.4	
자산총계	28,997.7	30,391.8	33,031.3	34,312.6	36,151.1	
유동부채	8,475.2	9,409.9	10,353.9	10,637.1	11,103.4	
금융부채	3,661.9	3,757.6	3,998.0	4,085.2	4,083.2	
매입채무	255.3	240.2	271.2	279.9	300.5	
기타유동부채	4,558.0	5,412.1	6,084.7	6,272.0	6,719.7	
비유동부채	11,230.1	11,166.7	11,640.7	11,522.6	11,723.6	
금융부채	7,483.3	7,216.6	7,180.7	6,920.5	6,782.2	
기타비유동부채	3,746.8	3,950.1	4,460.0	4,602.1	4,941.4	
부채총계	19,705.2	20,576.6	21,994.5	22,159.7	22,827.0	
지배주주지분	8,994.2	9,526.0	10,657.4	11,689.7	12,773.9	
자본금	1,846.7	1,846.7	1,846.7	1,846.7	1,846.7	
자본잉여금	4,145.6	4,145.3	4,145.3	4,145.3	4,145.3	
자본조정	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	
기타포괄이익누계액	948.3	942.1	942.1	942.1	942.1	
이익잉여금	2,053.7	2,591.9	3,723.4	4,755.7	5,839.8	
비지배주주지분	298.3	289.2	379.4	463.2	550.3	
자본총계	9,292.5	9,815.2	11,036.8	12,152.9	13,324.2	
순금융부채	5,101.8	4,736.2	3,647.4	3,075.1	2,166.6	

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	5,572.4	4,092.5	4,867.5	4,000.5	4,516.6
당기순이익	1,729.5	1,129.1	1,498.6	1,393.3	1,448.3
조정	2,824.1	1,994.3	2,370.8	2,329.1	2,404.1
감가상각비	1,649.7	1,722.9	1,706.0	1,734.3	1,800.4
외환거래손익	309.8	88.9	98.2	56.5	77.3
지분법손익	(0.2)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	864.8	182.5	566.6	538.3	526.4
영업활동 자산부채 변동	1,018.8	969.1	998.1	278.1	664.2
투자활동 현금흐름	(2,975.9)	(2,409.9)	(3,412.8)	(2,763.1)	(3,214.6)
투자자산감소(증가)	64.9	241.6	(212.1)	71.1	(59.9)
자본증가(감소)	(725.2)	(1,908.5)	(1,993.7)	(2,278.6)	(2,340.6)
기타	(2,315.6)	(743.0)	(1,207.0)	(555.6)	(814.1)
재무활동 현금흐름	(2,698.0)	(979.7)	(656.9)	(1,000.9)	(958.8)
금융부채증가(감소)	(1,370.6)	(171.0)	204.5	(173.0)	(140.3)
자본증가(감소)	299.1	(0.2)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1,621.9)	(531.4)	(584.3)	(550.8)	(541.4)
배당지급	(4.6)	(277.1)	(277.1)	(277.1)	(277.1)
현금의 증감	(128.5)	702.8	(568.5)	197.4	285.7
Unlevered CFO	4,803.9	3,781.2	3,992.6	3,820.1	3,987.1
Free Cash Flow	4,810.7	2,183.9	2,873.7	1,721.9	2,176.0

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

대한항공



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.5.24	BUY	27,000		
24.5.19	담당자 변경		-	-
24.5.4	1년 경과		-	-
23.5.4	BUY	30,000	-24.66%	-12.50%
23.1.16	BUY	34,000	-31.44%	-27.06%
22.7.21	BUY	37,000	-33.75%	-27.03%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(안도현)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2024년 9월 29일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본자료를 작성한 애널리스트(안도현)는 2024년 9월 29일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
 - BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
 - Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
 - Reduce(비중축소)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
 - Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 - Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 - Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.74%	4.82%	0.44%	100%

* 기준일: 2024년 09월 26일