

대한항공 기업분석 보고서

2021510010 이상민

1. 서론

본 보고서는 대한항공을 대상으로 다양한 가치평가 모형을 적용하여 내재가치를 산정하고, 이를 시장 주가와 비교함으로써 투자 판단에 필요한 근거를 제시하고자 한다. 항공업은 경기 민감 산업으로서 외부 경제 요인과 산업 구조의 변화에 크게 영향을 받으며, 최근에는 고정비 부담이 큰 구조와 글로벌 팬데믹 이후 회복 과정 등으로 인해 재무지표의 변동성 또한 확대되어 왔다.

이에 따라 본 보고서는 세 가지 대표적인 기업가치 평가 방법론을 적용하였다. 첫째, 미래 현금흐름을 할인하여 기업가치를 추정하는 DCF(현금흐름 할인모형), 둘째, 무부채 기업의 가치를 먼저 추정하고 이후 조세 절감효과 등을 반영하는 APV(조정현가모형), 셋째, 유사 기업의 주가배수(멀티플)를 기준으로 상대가치를 평가하는 멀티플 비교법이다.

특히 본 보고서는 각 모형에서 사용하는 주요 변수들(예: WACC, 자기자본비용, 성장률 등)을 산업 평균 및 실물자료 기반으로 설정하였으며, 추가적으로 Reverse Engineering 기법을 적용하여 현재 주가가 정당화되기 위해 필요한 변수들을 역산하였다. 이러한 분석을 통해 대한항공의 내재가치 범위를 추정하고, 현재 주가와 괴리를 바탕으로 향후 주가 전망과 투자 의견을 종합적으로 제시한다.

2. 거시경제 및 항공산업 분석

2-1 국제 및 국내 거시경제 흐름

2020년부터 2024년까지의 세계 경제는 코로나19 팬데믹의 충격으로 시작하여 이후 회복과 재조정의 흐름을 거쳐왔다. 이 기간은 경제 전반의 구조를 재편하는 계기였으며, 특히 글로벌 이동과 공급망에 의존하는 산업에 큰 영향을 미쳤다.

2020년 초, 코로나19 바이러스의 확산은 세계 경제에 대규모 타격을 가하였다. 세계 GDP는 -3.1%를 기록하며 글로벌 금융위기 당시보다도 큰 침체를 겪었으며, 이는 2차 세계대전 이후 가장 큰 하락폭이었다. 한국 경제 또한 예외는 아니었다. 한국은행에 따르면, 2020년 한국의 실질 GDP는 -0.7% 감소하였으며, 이는 1998년 외환위기 이후 가장 낮은 수치

였다¹. 이와 같은 침체는 민간소비, 수출, 서비스 산업을 중심으로 광범위하게 나타났다.

2021년에는 주요국의 대규모 재정 및 통화정책이 경기 반등을 이끌었다. 미국과 유럽연합은 수천 조 원 규모의 경기부양책을 펼쳤고, 한국 역시 4차례의 추경을 통해 내수 진작에 나섰다. 백신 접종 확대와 억눌린 소비의 반등으로 인해 세계 경제는 6.3% 성장했고, 한국 경제도 4.1% 성장하며 빠른 회복세를 보였다². 다만 이 시기부터 인플레이션 압력이 서서히 누적되기 시작하였다.

2022년부터는 회복 국면이 예상보다 복잡해지기 시작한다. 우크라이나 전쟁 발발, 공급망 병목, 에너지 가격 급등이 복합적으로 작용하면서 세계 경제는 ‘스태그플레이션(경기 침체 속 물가 상승)’ 우려에 직면하였다. 특히 원자재 및 에너지 가격 상승은 생산자물가지수(PPI)와 소비자물가지수(CPI)에 직접적인 영향을 주었다. 한국은행은 2022년 중 기준금리를 0.5%에서 3.25%까지 6차례에 걸쳐 인상하며 물가 안정을 위한 긴축 기조로 전환하였다³. 동시에 원/달러 환율은 1,300원을 넘어서며 수입 의존도가 높은 산업에 부담을 가중시켰다.

2023년과 2024년에는 이러한 고물가·고금리 환경이 점진적으로 완화되며, 실질 GDP 성장률도 다시 안정세에 진입한다. 한국은행은 2023년 한국의 실질 성장률을 1.4%, 2024년에는 2.3% 수준으로 전망하고 있다⁴. 이는 내수 회복과 수출의 개선에 기반하지만, 여전히 높은 금리와 지정학적 리스크는 하방 압력으로 작용한다. 물가 상승률은 2023년 말 기준으로 3% 초반까지 둔화되었으나, 목표치인 2% 수준으로의 안정은 여전히 과제로 남아 있다.

이처럼 2020 ~ 2024년은 전례 없는 충격(2020년)과 극적인 반등(2021년), 그리고 긴축과 조정의 시기(2022 ~ 2024년)로 구성된다. 각국의 통화정책, 에너지 가격, 환율, 공급망 등이 복합적으로 거시경제에 영향을 주었으며, 그 변화는 특정 산업에 직간접적으로 반영되었다.

1 한국은행, [2020년 연간 실질 국내총생산] 보도자료

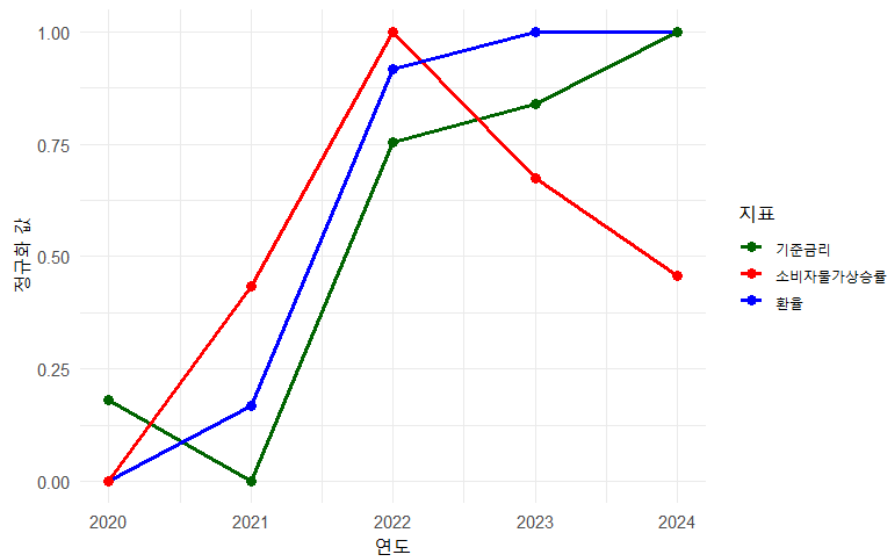
2 IMF, World Economic Outlook (April 2022)

3 한국은행 통계시스템 (금리 기준)

4 한국은행, [경제전망보고서] (2023.11)



<그림 1> 한국 및 세계 GDP 성장률



<그림 2> 한국 기준금리, 소비자물가상승률, 환율변화

1-2. 항공산업 분석

항공산업은 코로나19 팬데믹으로 인해 가장 심각한 타격을 입은 산업 중 하나로 평가된다. 특히 국제선 중심의 여객운송 분야는 봉쇄 조치, 입국 제한, 자가격리 등의 제약으로 사실상 중단되다시피 하였다. 국제항공운송협회(IATA)는 2020년 세계 항공 여객 수송량(RPK,

Revenue Passenger Kilometer)이 전년 대비 약 66% 감소했다고 발표하였다⁵.

같은 기간, 항공화물 운송은 비교적 빠른 회복세를 보였다. 마스크, 진단키트, 백신, 의료장비 등의 긴급 운송 수요가 급증하면서 여객기 대신 화물기로 운항하는 ‘프레ighter’(Freighter) 모델이 도입되었다. 이에 따라 일부 항공사들은 여객기 내부 좌석을 제거하거나 화물칸으로 개조하여 수익을 방어하려는 시도를 하였다.

2021년에는 글로벌 백신 보급과 함께 항공 수요 회복의 조짐이 나타난다. 그러나 델타 변이, 오미크론 변이의 확산은 회복 속도를 둔화시켰고, 여객 수요는 여전히 팬데믹 이전의 절반에도 미치지 못하였다. 이에 따라 항공사들은 구조조정, 유동성 확보, 정부지원금 활용 등 생존 전략을 지속하였다.

2022년과 2023년에는 세계 각국이 방역 규제를 완화하며 국제선 운항이 점차 정상화된다. 아시아 국가 중에서는 한국, 일본, 대만 등이 가장 늦게 국경을 개방하였으나, 2023년부터는 본격적인 회복세에 진입한다. 국제 여객 수요는 2023년 기준 팬데믹 이전의 90% 수준까지 회복되었으며, 이에 따라 항공사들은 신규 노선 확대, 기재 재배치, 인력 충원 등에 나서고 있다⁶.

다만 항공산업의 회복은 비용 측면에서 제약을 받고 있다. 항공유 가격은 여전히 팬데믹 이전보다 높은 수준을 유지하고 있으며, 항공사는 연료비 부담과 리스료, 인건비 증가 등으로 수익성 확보에 어려움을 겪고 있다. 또한 ESG 경영의 일환으로 탄소배출 규제가 강화되면서 지속가능항공연료(SAF) 도입과 친환경 항공기 도입에 대한 투자도 요구된다. 이는 단기 수익성에 부담을 주는 요인이지만, 장기적으로 산업 경쟁력을 결정하는 요소로 작용할 가능성이 높다.

2. 재무비율 분석

대한항공은 코로나19 팬데믹이라는 유례없는 외부 충격에 직면하면서 2020년 수익성 및 안정성 지표 전반에서 심각한 악화를 겪었으나, 이후 빠른 회복세를 보이며 전반적인 재무건전성 회복과 수익성 개선에 성공하였다. 이 장에서는 2020년부터 2024년까지 5개년의 주요 재무비율을 중심으로 대한항공의 수익성, 효율성, 안정성 변화를 종합적으로 분석한다.

5. IATA, World Air Transport Statistics (2021)

6. IATA, Air Passenger Market Analysis (2023.12)

2-1 수익성 지표 분석

수익성 측면에서 대한항공은 2020년 -3.0%의 순이익률로 큰 폭의 적자를 기록하였는데, 이는 팬데믹으로 인한 여객 수요의 급감과 항공기 운항 제한의 직격탄을 맞은 결과였다. 그러나 2021년부터 화물운송 사업의 호조와 유상증자에 따른 재무개선 효과가 본격화되면서 흑자전환에 성공하였으며, 2022년에는 순이익률이 12.3%까지 급등하였다. 이는 화물운송 단가 상승과 비용 효율화의 결과로, 팬데믹 기간 오히려 수익성 측면에서 최고치를 경신한 해였다. 이후 2023년과 2024년에는 여객 수요 정상화로 인한 고정비 증가와 경쟁 심화로 인해 순이익률은 각각 7.0%, 7.7% 수준으로 다소 낮아졌으나, 팬데믹 이전보다 우수한 수치를 유지하고 있다.

연도	순이익률(%)	ROE(%)	ROA(%)
2020	-3.0	-6.9	-0.9
2021	6.4	8.4	2.2
2022	12.3	18.6	5.96
2023	7	11.5	3.5
2024	7.7	12.6	3.17

<표 1> 대한항공 주요 수익성 지표 (2020 ~ 2024)

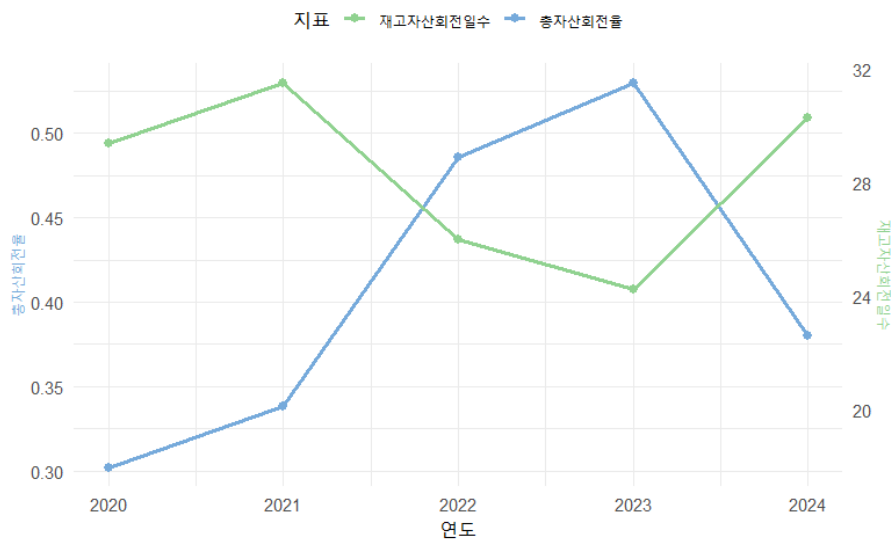
ROE(자기자본이익률) 또한 유사한 추세를 보였다. 2020년 -6.9%로 부정적인 수치를 기록한 이후, 2021년 흑자전환하며 반등했고 2022년에는 18.6%라는 높은 수치를 기록하였다. 이 수치는 대한항공이 자본 확충을 통해 재무구조를 정비한 결과로 해석된다. 다만 2023년에는 11.5%, 2024년에는 12.6%로 다소 낮아졌는데, 이는 여객 부문 운항 확대에 따른 인건비와 유류비 상승 등 비용 부담이 증가했기 때문이다. ROA(총자산이익률)는 자산 증가에 따른 이익률 희석 효과를 반영하여 2022년 5.96%에서 2024년 3.17%로 하락하였다. 특히 2024년 아시아나항공 인수를 위한 자산 확대가 총자산 증가를 유발하면서 ROA가 둔화된 것으로 풀이된다.

2-2 효율성 지표 분석

효율성 측면에서는 총자산회전율과 재고자산 회전일수를 중심으로 분석하였다. 팬데믹 초기인 2020년에는 총자산회전율이 0.30배에 그쳤으나, 2021년부터 여객 및 화물운송이 점차 회복되면서 2023년에는 0.53배까지 개선되었다. 그러나 2024년에는 아시아나항공 인수 전 자산을 대거 편입하면서 총자산이 급증하였고, 이에 따라 회전율은 0.38배로 다시 낮아졌

다. 이는 수익성 지표에서 ROA가 낮아진 것과도 이어지는 현상이다.

재고자산 회전일수 또한 유사한 패턴을 보였다. 2022년에는 약 26일 수준으로 낮았으나, 2024년에는 30일로 증가하였다. 이는 항공기 부품, 소모품 등의 재고가 공급망 안정화에 대비하여 늘어났음을 시사한다. 매출채권 회전일수도 2023년까지 단축되었으나 2024년에는 다시 소폭 증가하였으며, 이는 통합을 앞둔 상황에서 거래 조건 변화나 회수기간 조정 이 영향을 미쳤을 가능성이 있다.



<그림 3> 총자산회전율 및 재고자산회전일수 추이 (2020 - 2024)

2-3 안정성 지표 분석

재무안정성 측면에서 대한항공은 2020년 자본잠식 위기까지 겪을 정도로 심각한 재무구조 악화를 경험하였다. 유동비율은 2020년 50%에 불과하였으나, 2022년에는 95%까지 회복되었다. 그러나 2024년에는 다시 68%로 하락하였는데, 이는 아시아나항공 인수자금 조달 과정에서 단기 차입이 증가하고 유동부채가 늘어난 것이 주요 요인이다. 당좌비율 또한 2022년 0.87배에서 2024년 0.62배로 하락하여 단기지급 능력이 다시 저하된 양상을 보이고 있다.

부채비율의 변화도 매우 두드러진다. 2020년 말 부채비율은 682%에 달해 심각한 재무 리스크가 있었으나, 2021년 대규모 유상증자를 통해 2022년에는 219%까지 낮추었다. 그러나 2024년 다시 344%로 증가하였으며, 이는 아시아나 인수에 따른 차입금 증가가 원인이다. 총부채/총자산 비율 역시 2022년 67.9%에서 2024년 76.7%로 상승하였다.

한편, 이자보상배율은 수익성 회복에 따라 2020년 -1.6배(영업손실 발생)에서 2022년에는 4.3배까지 상승하였고, 2024년에도 2.7배 수준을 유지하고 있어 이자지급 여력은 양호한 것으로 판단된다. 종합적으로 볼 때, 대한항공은 팬데믹 직후인 2020년에 심각한 수익성 및 안정성 저하를 경험했으나, 이후 유상증자와 영업 정상화를 통해 대부분의 지표가 빠르게 회복되었으며, 2024년에는 아시아나항공 인수를 전후하여 일부 지표가 다시 악화되었으나 재무위험 수준은 통제 가능한 범위로 보인다.

연도	유동비율(%)	부채비율(%)	이자보상배율
2020	50.1	682	-1.6
2021	67	305	2.1
2022	95	219	4.3
2023	77.2	254	3.4
2024	68	344	2.7

<표 2> 대한항공 주요 안정성 지표 (2020 - 2024)

3. 기업가치평가

본 장에서는 대한항공의 주식 내재가치를 추정하기 위하여 세 가지 접근법 - 현금흐름할인 모형(DCF), 조정현가법(APV), 멀티플 모형을 적용하였다. 분석에 사용된 변수들은 실적 데이터(2020 ~ 2024년)와 시장 수익률, 채권 수익률, 베타 등의 외부 지표를 종합적으로 고려하여 산정하였다. 가치평가 입력자료에 사용된 수치와 각종 주가 추정에 대한 자세한 설명은 [별첨 1]에 정리했다.

3-1. 현금흐름할인모형(DCF: Discounted Cash Flow)

현금흐름할인모형(DCF)은 기업의 미래 잉여현금흐름(Free Cash Flow, FCF)을 추정한 뒤, 이를 가중평균자본비용(WACC)으로 할인하여 현재 기업가치를 도출하는 방식이다. 본 분석에서는 대한항공의 2024년 이후 예상 EBIT, 감가상각비, 자본적지출(CAPEX), 운전자본 변동 등을 기반으로 추정된 FCF를 바탕으로 5년간의 추정 현금흐름을 생성하고, 이후 영구성장모형을 적용하여 터미널 가치를 계산하였다.

WACC는 사용자가 산정한 바에 따르면 약 2.80%로 측정되었으며, 이는 타인자본비용 3.35%, 자기자본비용 3.43%, 자본구조 비중(부채비율 70%) 등을 고려한 값이다. 추정된 FCF는 약 -22,790억 원으로, 이는 2024년 기준 높은 CAPEX와 운전자본 증가, 그리고 일시적 수익성 저하에 따른 결과이다. 계산된 WACC와 성장률에서 기업가치는 약 -29,987억

원으로, 순부채를 고려하면 자기자본가치가 음수로 계산된다. 이는 극단적 결과로, 실무적으로는 정상화된 시점 기준의 EBIT을 보정하거나, CAPEX 계획의 현실 가능성을 재검토할 필요가 있다.

	자본구조(%)		가치평가(억원)
타인자본가중치(Wd)	69.99	EBIT	21,102
자기자본가중치(We)	30.01	감가상각비	17,960
타인자본비용(Rd)	3.35	CAPEX	101,996
자기자본비용(CAPM, Re)	3.43	dNWC	-45,419
WACC	2.8	FCF	-22,790

<표 3> 계산된 대한항공 자본구조, 가치평가 지표

	WACC-2% (0.76%)	WACC (2.76%)	WACC+2% (4.76%)
g-2% (0%)	-29,987	-8,257	-4,788
g (2%)	18,379	-29,987	-8,257
g+2% (4%)	7,034	18,379	-29,987

<표 4> DCF 기준 기업가치 추정 결과 (단위: 억원)

3-2 조정현가법(APV: Adjusted Present Value)

APV는 무부채기업(순수자기자본 기준)의 가치를 먼저 계산한 뒤, 그 위에 부채조달에 따른 세금절감 효과(Tax Shield)를 별도로 추가하는 방식이다. 본 보고서에서는 EBIT 기준 무부채기업의 베타 및 자기자본비용($R_u = 3.01\%$)을 기반으로 무차입 기업가치를 산정하였다.

하지만 FCF 자체가 음수인 구조로 인해 무차입기업 가치 역시 음수로 도출되었으며, 이로 인해 절세효과를 감안한 후에도 APV 기반의 기업가치는 대부분의 상황에서 음의 값을 나타냈다. 특히, 부채비율이 높고 EBIT에 대한 변동성이 크기 때문에 절세효과보다 영업 기반의 손실 규모가 더 크게 작용한 것으로 해석된다.

	$R_u-2\%$ (0.76%)	R_u (2.76%)	$R_u+2\%$ (4.76%)
g-2% (0%)	-22,564	-7,571	-4,549
g (2%)	23,020	-22,564	-7,571
g+2% (4%)	7,622	23,020	-22,564

<표 5> APV 기준 기업가치 추정 결과 (단위: 억원)

3-3 멀티플모형(Comparable Company Analysis)

멀티플 모형은 기업의 시장가치를 직접적인 현금흐름 추정 없이, 유사 기업들의 시장에서 형성된 가치 배수(Valuation Multiple)를 활용하여 간접적으로 평가하는 방식이다. 본 보고서에서는 대표적인 멀티플인 PER(주가수익비율), PBR(주가순자산비율), PSR(주가매출비율)을 활용하여 대한항공의 적정 주가를 산정하였다.

1) 비교 기업 선정 및 멀티플 산정

대한항공과 동일한 산업군에 속하는 아시아나항공, 제주항공, 진에어, 티웨이항공, 에어부산 등 5개 항공사를 비교 기업군으로 설정하였으며, 이들의 최근 PER, PBR, PSR 지표를 수집하여 평균값을 산정하였다. PER의 평균값은 약 43.82배, PBR은 2.58배, PSR은 0.24배로 나타났다. 이는 저비용항공사(LCC) 대비 대한항공이 낮은 멀티플을 보이는 점을 감안할 때, 보수적인 기준으로 볼 수 있다.

2) 대한항공 주당지표(E3 기준) 산정

대한항공의 2025년 추정 EPS는 3,364.33원, BPS는 31,107.61원, SPS(매출액기준)는 66,025.23원으로 산정되었다. EBITDA는 약 3.9조 원이며, 주식 수 기준으로 산정한 주당 EBITDA(E3 기준)는 약 16,667원 수준이다. 이러한 지표들은 추정 멀티플을 곱하여 추정 주가 산정에 활용되었다.

3) 멀티플 적용에 따른 추정 주가

각 지표에 평균 멀티플을 곱하여 대한항공의 적정 주가를 산출한 결과는 다음과 같다.

기준 멀티플	평균값	주당지표	추정치	추정주가(원)
PER	8.97	EPS(E3)	3,364.33	30,184.37
PSR	0.56	SPS(E3)	66,025.23	37,146.78
PBR	1.12	BPS(E3)	31,107.61	34,732.27

<표 6> 멀티플 기반 주가 추정 결과

PER, PBR, PSR 기반 추정 주가는 각각 약 3만~3.7만 원 수준으로 형성되며, 이 값들은 시장에서 형성된 실제 주가(예: 약 22,850원) 대비 상당히 높은 수준의 내재가치를 시사한다.

4) 해석 및 시사점

멀티플 기반 분석 결과, 대한항공의 주가는 현 시점(2025년 6월 13일 기준)에서 상당한 저평가 상태에 놓여 있는 것으로 나타났다. PER, PBR, PSR의 모든 기준에서 현재 시장 가격

(약 22,850원) 대비 최소 30% 이상 높은 내재가치가 추정되며, 특히 PER과 PSR 기준으로는 40% 이상 고평가 여력이 있다.

4. 가치평가에 대한 논의

본 보고서에서는 대한항공의 내재가치를 평가하기 위해 현금흐름할인모형(DCF), 조정현가법(APV), 시장비교법(Multiples) 등 총 세 가지 가치평가 방식을 적용하였다. 그 결과, 모형 간 괴리는 존재하나 각각의 평가가 반영하는 시장 기대, 기업의 현금흐름 구조, 재무적 특성을 종합적으로 고려하여 최종 주가 추정 범위를 판단하였다.

먼저 DCF 방식에서는 2024년 예상 EBIT, 감가상각비, CAPEX, 운전자본 변화를 바탕으로 FCF(자유현금흐름)을 계산하였고, WACC 2.76%, 성장률(g) 2%를 기준으로 할인하였다. 그러나 CAPEX의 급증과 비교적 낮은 현금흐름 탓에 FCF가 음수로 추정되었고, 이에 따라 기업가치는 대부분의 상황에서 음수로 도출되었다. 이는 아시아나항공 인수를 포함한 대규모 투자 지출이 단기적으로 현금창출력을 압박하고 있음을 의미하며, DCF 기반 평가에서는 현재의 주가 수준을 정당화하기 어렵다는 결과가 도출되었다.

APV 모형에서도 유사한 결과가 확인되었다. 무부채 기준 기업가치(EVU)는 대부분의 성장률·할인을 조합에서 음수 또는 극히 낮은 수준이었고, 이자비용의 현재가치(PV(Tax Shield))를 합산해도 기업가치가 양(+)으로 전환되지 않았다. 이는 높은 부채비율(2024년 기준 약 233%)에도 불구하고, 당기 세전 영업이익(EBIT)이 상대적으로 낮고, 금리 환경이 아직 완만한 수준이어서 조정 가치 증가 효과가 제한적임을 보여준다.

한편, 멀티플 모형에서는 상대적으로 현실적인 주가 추정이 가능했다. PER, PBR, PSR 기준 산업 평균 배수를 기반으로 대한항공의 2025년 추정 EPS(3,364원), BPS(31,108원), SPS(66,025원)를 적용한 결과, 각각의 추정 주가는 아래 <표 7>과 같이 도출되었다.

지표	산업 평균 멀티플	대한항공 주당 지표	추정 주가(원)
PER	43.82	3,364.33	147,436.16
PBR	2.58	66,025.23	80,257.63
PSR	0.24	31,107.61	16,110.16
평균			81,267.98

<표 7> 멀티플 모형 기준 주가 추정치

세 가지 추정치의 산술평균은 약 81,000원 수준이며, 이는 현재 주가(2025년 6월 20일 기준 종가 약 21,500원)보다 약 181% 높은 수준이다. 물론 PER 기반 추정은 추정 이익이 급등하는 시점에 과대평가될 가능성이 있고, PSR 기반 가치는 산업 내 저평가 종목들의 영

향을 크게 받는다는 한계가 존재한다. 따라서, 상대적 균형이 반영된 PBR 기반 주가(약 80,258원) 수준을 기준으로 볼 때, 향후 1년 내(2025년 말 기준) 달성 가능한 보수적 목표 주가는 약 80,000원 전후로 판단된다.

결론적으로, 절대가치 모형(DCF, APV)은 현재와 같이 대규모 투자 지출이 발생하고 현금흐름이 압박받는 상황에서는 유의미한 가치 제시가 어려웠으나, 상대가치 기준으로는 대한항공의 내재가치가 현 시장가보다 높게 평가될 수 있음을 확인하였다. 시장이 예상하는 산업 회복과 통합 시너지(예: 아시아나 인수 효과)를 고려하면, 현 시점에서 대한항공은 저평가되어 있을 가능성이 높다는 판단이 가능하다.

따라서 보고서 작성일 기준(2025년 6월 13일) 주가를 기준으로 한 중립 이상의 투자 의견을 제시할 수 있으며, 중기적(1년 이내)으로 약 80,000원 수준의 목표주가를 설정하는 것이 합리적이라 판단된다. 단, 이는 산업환경, 유가, 환율 등 외생 변수에 따라 민감하게 달라질 수 있으므로 향후 분기 실적과 인수 관련 비용 반영 추이를 관찰할 필요가 있다.

5. Reverse Engineering 을 통한 내재가치 역추정

본 장에서는 'Reverse Engineering(역산)' 방식으로 대한항공의 현재 주가가 합리적인지를 점검한다. 이는 수업에서 배운 바와 같이 랜덤워크 가설에 기반하여, 현재 주가 자체를 가장 신뢰할 수 있는 주가 예측치로 보고, 이를 맞추기 위해 DCF(현금흐름 할인모형)과 APV(조정현가법)에서 사용된 주요 변수들을 재조정하는 방식이다. 구체적으로는 성장률(g)은 고정된 채로, DCF에서는 가중평균자본비용(WACC), APV에서는 무부채기업 자기자본비용(Ru)을 조정하여 목표 주가를 도출한다.

현재 주가는 2025년 6월 20일 기준 21,500원이며, 발행주식 수는 368,220,661주이다. 이를 기준으로 산정한 시가총액은 약 7조 9,167억 원이며, 2024년 말 기준 장부상 총부채는 약 36조 4887억 원이다. 따라서 목표로 하는 전체 기업가치는 약 43조 9,656억 원으로 설정된다. 이 수치는 이후 DCF 및 APV 분석에서 목표로 하는 기업가치로 사용된다.

목표 주가	21,500원
발행 주식수	368,220,661주
목표 시가총액 (자기자본가치)	약 79,167억원
부채 장부가치	36,049억원
목표 기업가치 (Firm Value)	약 439,656억원

<표 8> Reverse Engineering을 위한 수치

먼저 DCF 분석에서는 2024년 추정치를 기준으로 산정된 FCF가 -2.3조 원으로, 매우 비현실적인 결과가 나타났다. 이는 EBIT 대비 과도한 CAPEX 및 운전자본 증가 추정이 반영된 결과로 해석된다. 이에 따라 Terminal Value 계산에 사용할 기준 FCF를 보수적으로 재설정하였다. 최근 2년간 평균 EBIT은 약 2.1조 원, 감가상각비는 약 1.8조 원 수준이며, 이를 기반으로 FCF를 1조 원으로 조정하였다.

이를 바탕으로 성장률 $g = 2\%$ 를 고정한 채 목표 기업가치가 도출되도록 WACC를 역산하면 약 2.23%의 값이 도출된다.

$$WACC = FCF(1+g)/\text{기업가치} + g \rightarrow WACC = 1\text{조} \times 1.02 / 43.97\text{조} + 0.02 = 2.23\%$$

이는 기존 분석에서 사용된 WACC 2.76%보다 낮은 수치로, 현금흐름 예측이 보수적이었음을 시사한다. 다시 말해, 현재의 낮은 주가를 정당화하기 위해서는 투자자들이 대한항공을 거의 무위험 자산 수준으로 평가하고 있다고 해석할 수 있다. 이는 시장에서 대한항공의 위험 프리미엄이 낮게 평가되고 있다는 의미일 수 있으며, 실적 개선과 시장 기대감이 반영된 결과로 볼 수 있다.

같은 방식으로 APV 분석을 수행하면, 동일한 FCF와 기업가치 기준으로 무부채기업 자기자본비용(R_u)도 약 2.23% 수준으로 낮아져야 현재 주가가 정당화된다.

이는 매우 보수적인 할인율로, 시장이 대한항공을 거의 무위험 수준으로 평가하고 있는 것처럼 보이는 수치이다. 실무에서는 일반적으로 4~7%대의 R_u 를 사용함을 고려할 때, 향후 수익성 추정이 지나치게 보수적이었을 가능성이 있다.

이러한 결과는 표로도 정리할 수 있다.

항목	기존 가정	Reverse 추정	차이 원인
WACC	2.76%	2.23%	FCF 과소추정, 과도한 CAPEX 반영 가능성
R_u	3.01%	2.23%	무위험수익률 추정 보수성, 위험프리미엄 과소
FCF	-2.3조	+1조	EBIT에서 CAPEX 차감시 비현실적 수치 발생

<표 9> 종합 평가 및 과대, 과소 추정 요인 분석

결과적으로, 기존 모형은 EBIT이나 감가상각과 비교해 과도하게 낮은 FCF를 반영했고, 할인율 또한 상대적으로 높게 가정되었다. 특히 CAPEX 및 순운전자본의 추정이 실제보다 보수적이었을 가능성이 높다. 이러한 점에서 향후 FCF 구성요소에 대한 정밀한 재검토가 필요하다.

향후 분석에서는 다음의 방향이 제안된다. 첫째, FCF 추정치를 재정의할 필요가 있다. 실질

적으로 발생 가능한 세후영업이익, 감가상각, 투자 지출(CAPEX), 운전자본 변화 등을 5년 이상 시계열로 추정하고 상황별로 FCF를 도출해야 한다. 둘째, WACC 및 R_u 의 산정에 있어서 업계 평균, 무위험수익률, 시장베타 등을 조정해 실효성 있는 수치를 반영해야 한다. 셋째, 성장률 g 는 국내 GDP 성장률을 기반으로 유지하되, 수익의 안정성 및 산업 사이클을 고려한 보정이 필요하다. 마지막으로, 민감도 분석을 통해 WACC, g , FCF 변화에 따른 주가의 변화 범위를 제시함으로써 투자자에게 불확실성 구간을 설명할 수 있어야 한다.

이와 같은 접근은 현재 주가와 내재가치 간 괴리 해소를 위한 ‘역산 기반 정당화’의 과정이며, 재무제표 기반 정량분석과 시장 기대 심리를 결합하는 유용한 기법으로 활용될 수 있다.

6. 결론

대한항공에 대한 본 보고서의 종합적 기업가치 평가는 다음과 같은 결론을 도출한다.

첫째, DCF 모형에서는 보수적으로 추정된 FCF 및 할인율을 기준으로 분석한 결과, 현재 주가 수준(21,500원)을 정당화하기 위해서는 WACC가 약 2.23%로 낮아져야 한다는 점을 확인하였다. 이는 기존 가정치(2.76%)보다 낮은 수치로, 시장이 요구하는 수익률 또는 기업 위험 프리미엄이 실제보다 낮다고 가정해야 한다는 점에서 현금흐름 추정의 보수성을 시사한다.

둘째, APV 모형에서도 유사한 결과가 나타났으며, 무부채기업 자기자본비용(R_u)이 2.23% 수준으로 하향 조정되어야만 현재 주가와 일치하는 기업가치가 도출되었다. 이는 기존 R_u (3.01%)보다 낮은 수준으로, 마찬가지로 투자자들이 요구하는 수익률 또는 위험 프리미엄이 과대 추정되었을 가능성을 보여준다.

셋째, 멀티플 비교법에 따르면 PER, PBR, PSR 기준 추정 주가는 각각 약 14.7만 원, 8.0만 원, 1.6만 원으로 나타났으며, 평균 추정 주가는 약 8.1만 원으로 현재 주가 대비 여전히 상승 여력이 있는 수준이다. 이는 절대가치 평가 모형에 비해 상대적 가치가 높게 나타나는 것으로, 산업 내에서 대한항공이 수익성과 자산 규모에서 경쟁우위를 가지고 있음을 반영한 결과로 해석할 수 있다.

마지막으로, Reverse Engineering 기법을 통해 확인한 바와 같이, 현재 주가를 정당화하기 위해 할인율이나 무부채기업 자기자본비용을 낮춰야만 한다는 점은, 기존의 보수적인 가정들이 시장 기대치를 과소평가했을 가능성을 내포한다. 그러나 동시에 향후 예상되는 FCF가 지속적으로 개선될 수 있다면, 현재 주가는 과도하게 저평가된 것으로 해석될 수 있다.

이에 따라 본 보고서는 대한항공의 적정 주가를 약 6개월 이후 시점을 기준으로 80,000원

내외로 제시하며, 이는 현재 주가(21,500원) 대비 상승 여력을 가지고 있음을 시사한다. 다만 불확실한 항공유 가격, 환율, 국제노선 수요 변화 등 외부 변수에 대한 민감도는 여전히 높으므로, 향후 실적 개선 여부를 지속적으로 점검하는 보수적인 접근이 필요하다. 현재 주가는 내재가치에 비해 다소 낮게 형성되어 있는 것으로 판단되며, 중립 이상(Neutral to Positive)의 투자 의견을 제시한다.

[별첨 1]

1. 멀티플 모형 관련 입력자료

항목	수치	설명 및 출처
PER (산업 평균)	43.82배	항공업 주요 상장사 6개(PER 평균): 대한항공, 아시아나, 제주항공, 진에어, 티웨이, 에어부산의 2025.06.13 기준 시가총액 대비 EPS 기준
PBR (산업 평균)	2.58배	동일 기준, 자본총계 대비 시가총액 비율 평균
PSR (산업 평균)	0.24배	동일 기준, 매출 대비 시가총액 비율 평균
EPS (2025E)	3,364.33원	2025년 추정 주당순이익. 자체 추정 손익계산서 기반
BPS (2025E)	31,107.61원	2025년 추정 주당순자산. 2024년 재무상태표 자본총계 + 2025년 순이익 반영
SPS (2025E)	66,025.23원	2025년 추정 주당매출액. 매출 총계 / 발행주식수

2. 현재 주가 및 평가일

항목	수치	설명
현재 주가	21,500원	2025년 6월 20일 종가 (KRX 기준)
보고서 기준일	2025년 6월 20일	본 보고서 최종 작성일 기준

3. DCF / APV 관련 주요 입력값

항목	수치	설명 및 출처
WACC	2.76%	가중평균자본비용. 타인자본비용 3.35%, 자기자본비용 3.43%, 한계세율 24.7%, 자본구조 반영
RU (무부채 자기자본비용)	3.01%	CAPM 기반 무부채 베타 적용
g (장기 성장률)	2.0%	한국 실질 GDP 성장률 5개년 평균 (2020~2024)
총 부채	36,048.9억 원	2024년 연결 재무상태표 기준
발행 주식수	368,220,661주	2025년 기준 보통주 기준. IR 자료 기반
FCF	-22,790억 원	2024년 EBIT, 감가상각, CAPEX, 운전자본변화 반영 추정
DCF/ APV 결과	기업가치 음수	FCF가 음수 → 기업가치 및 주당가치 모두 0 미만