



대한항공 (003490)

[4Q25 Review] 별도 서프라이즈

Buy(유지)

목표주가 27,000원, 현재 주가(1/15): 23,000원

Analyst 박수영 suyong.park.0202@hanwha.com 02-3772-7634

4Q24 Review: 별도 영업이익 4,131억원 기록, 컨센서스 상회

- 대한항공 4분기 별도 매출액과 영업이익은 각각 4조 5,516억원, 4,131억원을 기록. 별도 기준 영업이익 개별 추정치 상단 값이 3천억원 후반대였던 점을 고려하면 시장 기대치를 크게 상회하는 어닝 서프라이즈
- 여객은 예상에서 크게 벗어나는 부분 없었음. 3분기 성수기 이연 효과를 4분기 확인. 국제선 여객 운임 127원 기록하며 전분기 121원 대비 +5% 상승. 노선별로 보면, 중국 노선 수요가 특히 좋았는데 한/중 양방향으로 좋은 수요 지속해서 확인 중. 4Q25 미주 노선 매출액은 8,377억원으로 전년과 유사한 수준. 최근 아시아 OAL의 미주 노선 공급 확대 및 유니타드 항공 등 미주계 OAL도 미주-동남아 환승 노선의 공급 확대 동향 확인. 해당 노선 경쟁 심화 중. 다만 1분기 중 미주 노선 공정위 운임 제재 완전히 풀리는 점은 긍정적인 부분. 한편 '26년 중/일 등 단거리 노선 중심 수요 집중시 상대적 수익성 강화도 기대할 수 있을 것
- 지난 4분기 동사 별도 실적 서프라이즈에 가장 크게 기여한 부분은 화물. 4분기 화물 운임은 561원으로, YoY +4.5%, QoQ +13.8% 상승. 수송 실적 및 로드팩터 모두 전년비 부진했으나 고단가 수요가 집중되며 운임은 오히려 상승. AI 및 데이터센터 등 하이테크 관련 제품들의 수요 증가한 부분이 화물 운임 상승을 견인한 것으로 해석. 한편 연말 시즌성 수요도 좋았으며 지난해 상반기 내내 우려 중 하나였던 전자상거래 물량도 견조한 흐름 지속 확인. 전자상거래 물량의 경우 추가 차터기 배치를 검토할 정도로 견조한 수요 확인. 화물은 '26년에도 동사 실적에 있어 (+) 요인으로 작용할 것
- 비용 특이사항은 감가상각비. 2분기에서 3분기로 넘어오는 구간, 그리고 3분기에서 4분기로 넘어오는 구간에 있어 각각 기재 순증은 모두 동일하게 2대였으나 3Q 및 4Q 감가상각비 오름세에는 다소 큰 차이 존재. 3Q 감가상각비 증분은 약 560억 수준이었으나 4Q 감가상각비 증분은 170억원 수준. 회사의 설명에 따르면 단순 도입 외 보유 기재의 대수선비 반영 등에 따라 상각비 차이 존재할 수 있음. 사업보고서를 통해 추후 확인 필요해 보이는 부분. '26년 기재 도입은 '25년 도입 물량에서 크게 차이 나지 않을 것으로 보이나 여전히 감가상각비는 증가세를 보일 것으로 전망

항공 업종 내 최선호주. 실적 보다는 완전 통합 관련한 주식 이벤트가 더 큰 모멘텀으로 다가올 것

- 투자 의견 Buy, 목표주가 27,000원 유지. 업종 내 최선호주 의견도 유지. 4Q 별도 기준 서프라이즈가 반가운 부분은 사실이나 변수가 많은 항공업 특성 상 연결 실적에 대한 기대는 보수적으로 가져가는 것을 추천. 다만 올 연말 아시아나항공 완전 통합과 관련해 대한항공의 주식 관련 이벤트는 주가에 있어 확실한 모멘텀으로 작용할 것. 대한항공의 아시아나항공 보유 지분율은 63.9%로 나머지 지분 약 11%는 금호건설 보유 지분이며, 25%는 시중 유통 물량. 교환합병시 한진칼의 대한항공 지분율(현 시점 약 26.1%)이 희석되기 때문에 관련한 주식 관련 이벤트도 기대할 수 있는 부분

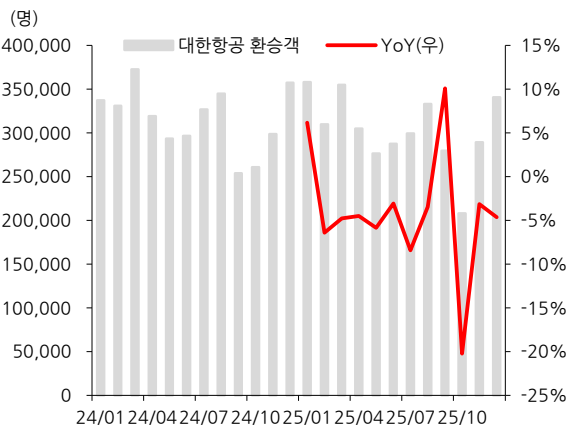
[표1] 대한항공 별도 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	2024	2025P	2026E	2027E	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
매출액	16,117	16,502	17,474	18,067	3,956	3,986	4,009	4,552	4,275	4,207	4,456	4,537
국내선	473	470	465	446	99	121	123	128	97	119	120	128
ASK(mn)	2,712	2,918	2,947	2,977	614	712	749	843	620	719	756	851
RPK(mn)	2,356	2,467	2,534	2,559	516	629	637	685	527	640	643	724
L/F(%)	86.9%	84.5%	86.0%	86.0%	84.0%	88.3%	85.0%	81.3%	85.0%	89.0%	85.0%	85.0%
Yield(원/RPK)	201	191	184	174	192	193	192	187	185	187	187	177
국제선	9,306	9,374	9,534	9,772	2,337	2,275	2,299	2,464	2,395	2,281	2,443	2,416
ASK(mn)	88,344	89,508	90,403	92,211	22,174	21,584	22,615	23,135	22,396	21,800	22,841	23,366
RPK(mn)	74,311	75,575	76,157	77,680	18,836	18,354	18,998	19,387	19,036	18,312	19,415	19,394
L/F(%)	84.1%	84.4%	84.2%	84.2%	84.9%	85.0%	84.0%	83.8%	85.0%	84.0%	85.0%	83.0%
Yield(원/RPK)	125	124	125	126	124	124	121	127	126	125	126	125
화물	4,412	4,409	4,530	4,569	1,054	1,055	1,067	1,233	1,072	1,094	1,139	1,224
AFTK(mn)	12,131	11,995	12,115	12,236	2,896	2,944	3,034	3,121	2,925	2,973	3,064	3,152
FTK(mn)	8,845	8,530	8,725	8,812	2,043	2,128	2,162	2,197	2,077	2,141	2,206	2,301
L/F(%)	72.9%	71.1%	72.0%	72.0%	70.5%	72.3%	71.3%	70.4%	71.0%	72.0%	72.0%	73.0%
Yield(원/FTK)	499	517	519	518	516	496	493	561	516	511	516	532
기타	1,926	2,248	2,945	3,280	467	534	521	727	710	712	754	769
영업비용	14,213	14,963	15,741	16,136	3,605	3,587	3,632	4,139	3,945	3,811	3,982	4,002
연료유류비	4,585	4,176	4,063	4,049	1,095	948	1,016	1,117	1,004	975	1,028	1,056
항공유단가(\$/bbl)	95.4	85.8	88.2	90.0	90.2	81.3	86.5	85.2	88.5	86.8	88.5	88.9
사용량(kbbl)	31,666	32,233	32,605	33,133	7,881	7,777	8,105	8,470	7,885	7,911	8,255	8,554
상각비	1,613	1,987	2,352	2,672	463	466	521	538	558	578	598	618
정비비	427	593	633	641	180	143	145	124	190	153	155	134
인건비	2,922	3,183	3,450	3,534	721	780	689	993	910	842	864	834
기타	4,667	5,024	5,242	5,239	1,147	1,251	1,261	1,366	1,282	1,262	1,337	1,361
영업이익	1,903	1,539	1,733	1,931	351	399	376	413	330	395	474	534
영업이익률(%)	11.8%	9.3%	9.9%	10.7%	8.9%	10.0%	9.4%	9.1%	7.7%	9.4%	10.6%	11.8%
EBITDA	3,516	3,521	4,085	4,603	813	865	898	946	888	973	1,072	1,152
EBITDA 마진율(%)	21.8%	21.3%	23.4%	25.5%	20.6%	21.7%	22.4%	20.8%	20.8%	23.1%	24.1%	25.4%

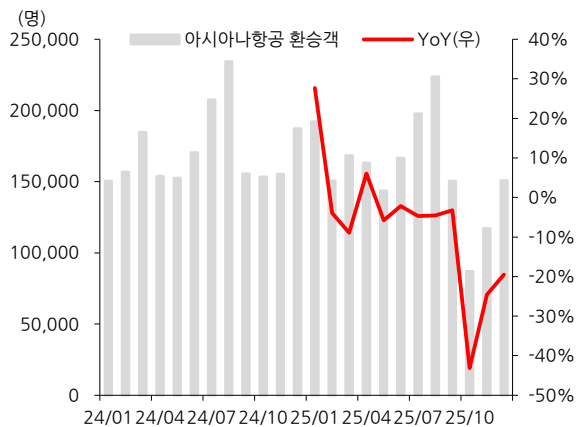
자료: 대한항공, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림1] 대한항공 인천공항 환승객 수송 추이



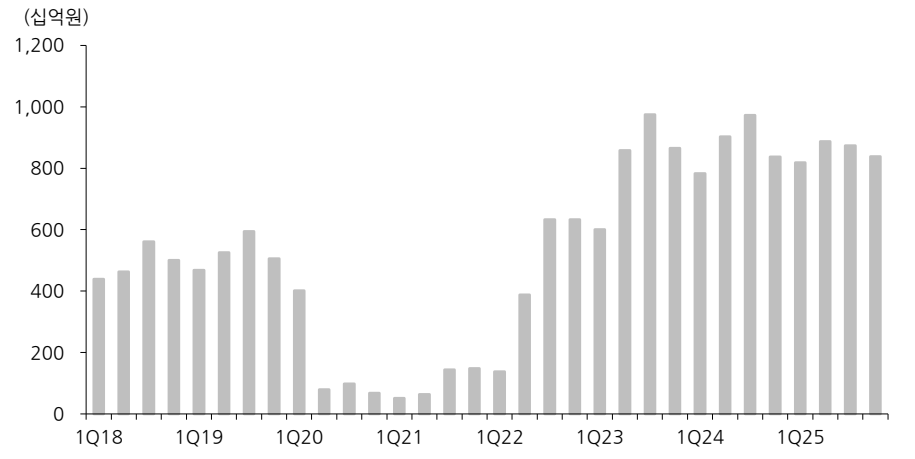
자료: 인천공항공사, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 아시아나항공 인천공항 환승객 수송 추이



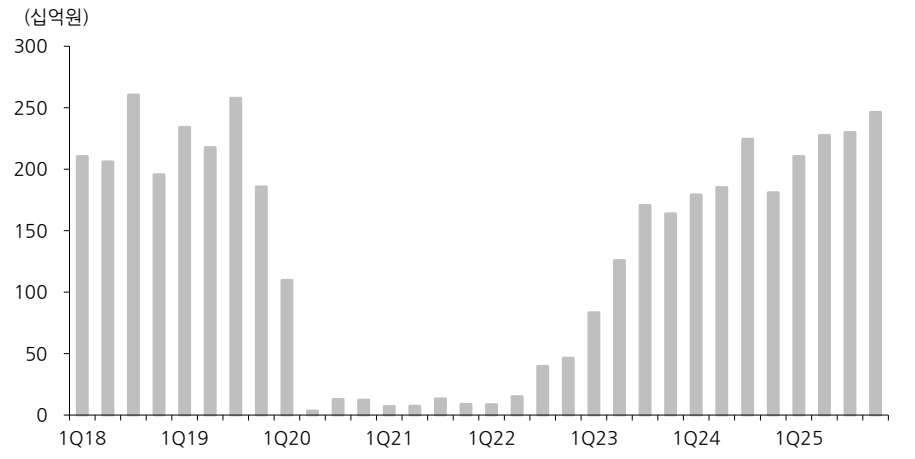
자료: 인천공항공사, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 대한항공 미주 노선 매출액 추이



자료: 대한항공, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 대한항공 중국 노선 매출액 추이



자료: 대한항공, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

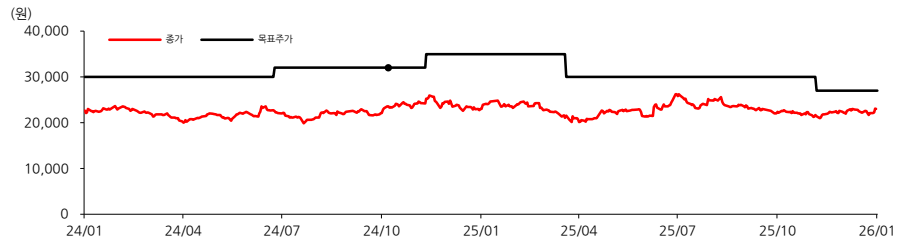
(공표일: 2026년 01월 16일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (박수영)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[대한항공 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2024.06.28	2024.07.09	2024.07.26	2024.08.08	2024.08.30
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		30,000	32,000	32,000	32,000	32,000
일 시	2024.09.27	2024.10.25	2024.11.26	2024.11.29	2024.12.11	2024.12.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	32,000	32,000	35,000	35,000	35,000	35,000
일 시	2025.01.24	2025.02.10	2025.02.28	2025.03.28	2025.04.04	2025.04.25
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	35,000	35,000	35,000	35,000	30,000	30,000
일 시	2025.05.30	2025.06.27	2025.07.14	2025.07.25	2025.07.30	2025.08.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000
일 시	2025.08.29	2025.09.26	2025.10.31	2025.11.21	2025.12.26	2026.01.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	30,000	30,000	30,000	27,000	27,000	27,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.07.09	Buy	32,000	-30.01	-22.97
2024.11.26	Buy	35,000	-32.44	-25.86
2025.04.04	Buy	30,000	-23.78	-12.50
2025.11.21	Buy	27,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2025년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	87.0%	13.0%	0.0%	100.0%