



대한항공 (003490)

다시 계산해본 통합 시너지, MAX 1조원

▶ Analyst 박수영 suyoung.park.0202@hanwha.com 3772-7634

Buy (유지)

목표주가(유지): 43,000원

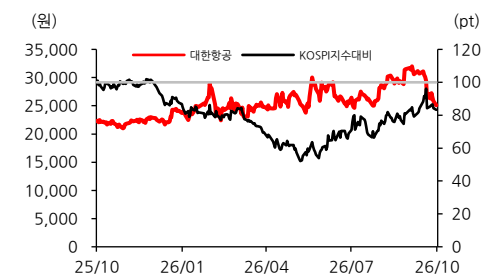
현재 주가(10/26)	25,100 원
상승여력	▲71.3%
시가총액	92,423 억원
발행주식수	368,221 천주
52 주 최고가 / 최저가	32,000 / 21,000 원
90 일 일평균 거래대금	757.02 억원
외국인 지분율	26.7%
주주 구성	
한진칼 (외 29 인)	30.3%
국민연금공단 (외 1 인)	10.0%
대한항공우리사주 (외 1 인)	2.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-20.3	-1.4	1.0	12.1
상대수익률(KOSPI)	2.4	16.9	16.5	-26.7

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	25,226	28,790	28,744	30,808
영업이익	1,114	320	2,596	4,581
EBITDA	3,969	3,414	6,073	8,342
지배주주순이익	780	277	2,253	3,413
EPS	2,115	751	6,115	9,267
순차입금	16,961	18,461	16,603	13,265
PER	11.9	33.4	4.1	2.7
PBR	0.8	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	6.6	8.1	4.3	2.7
배당수익률	3.0	3.0	3.0	3.0
ROE	7.3	2.5	18.9	23.5

주가 추이



통합 시너지 효과가 3 천억원은 훨씬 웃돌 전망입니다. 시장의 추정이 지나치게 보수적인 만큼 적극적인 매수 대응이 유효한 구간입니다.

(+): 운임 수렴과 정비 원가 절감

‘25년 OZ과 KE의 국제선 여객 운임 격차는 약 15%, 화물 운임 격차도 약 17%를 기록했다. 여객이든 화물이든 OZ과 KE 편명이 통합되면 규제 당국에서 제시한 합병 독소 조항(‘19년 대비 물가 상승률 이상 수준의 운임 인상 금지)에 위배되지 않는 선에서 OZ의 운임이 KE에 수렴할 것으로 예상된다. 추정되는 시너지 효과는 약 9300억원 수준이다. 한편 정비비 절감 효과도 크겠다. ‘25년 KE은 160대의 기체에 대해 연간 정비비 약 5900억원을 지출했으며, OZ은 66대의 기체에 대해 연간 정비비 약 7400억원을 지출했다. KE은 자체 정비 역량을 보유한 덕에 기체 1대당 평균 연간 정비비가 OZ의 1/3 수준이었다. 양사 완전 통합시 전체 기체의 대부분의 정비비가 KE 정비 공장에서도 이루어지며 이에 따른 영업비용 절감 효과는 약 5천억원으로 추정된다.

(-): 인건비는 부담 요인

‘25년 OZ과 KE의 연간 인건비를 각각 해당 시기 연간 임직원 수로 나눈 평균 연간 임금 격차는 약 30% 수준이다. OZ 직원 인건비 수준을 KE 수준으로 맞추게 되면 일시적으로 늘어나는 영업비용은 대략 3600억원 수준일 것으로 추정된다.

과소평가된 통합 시너지 효과. 적극적인 매수 대응 유효

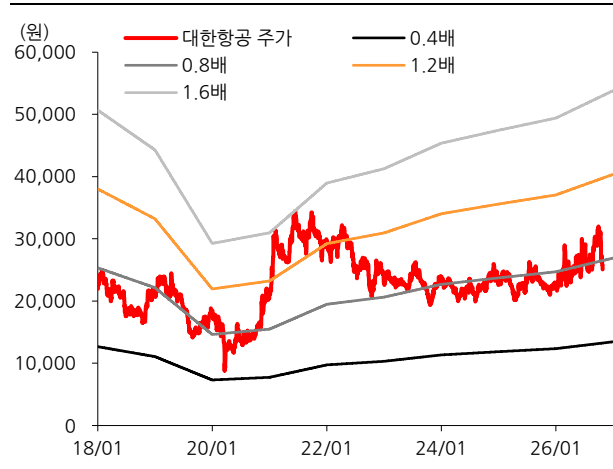
운임 격차 해소에 따른 매출 확대(약 9300억원), 정비/유류 단가 하향 평준화(약 5200억원), 인건비 부담 확대(-3600억원)를 감안하면 계산 가능한 범위 내에서 예상되는 통합 시너지 효과는 연간 약 1조원 수준이다. 운임 격차 해소에 대한 가정을 절반 수준으로 축소해도 연간 시너지 효과는 약 7200억원 수준으로 회사가 제시한 3천억원을 크게 웃돈다. 최근, 시장은 회사가 제시한 3천억원보다도 보수적으로 보고 있어 합병에 따른 시너지 효과가 다소 과소평가되고 있다는 판단이다. 유가와 환율까지 안정화되는 국면임을 감안하면, 최근 시장 변동성 확대에 따라 동사 주가 변동성도 함께 확대되고 있으나 적극적인 매수 대응이 유효한 구간이라고 판단된다.

[표1] 대한항공 목표주가 산출

	2026E	2027E
BPS	29,649	34,998
Target P/B		1.2
적정 주가		43,397
최종 목표주가		43,000
현재주가		25,100
상승여력		71.3%

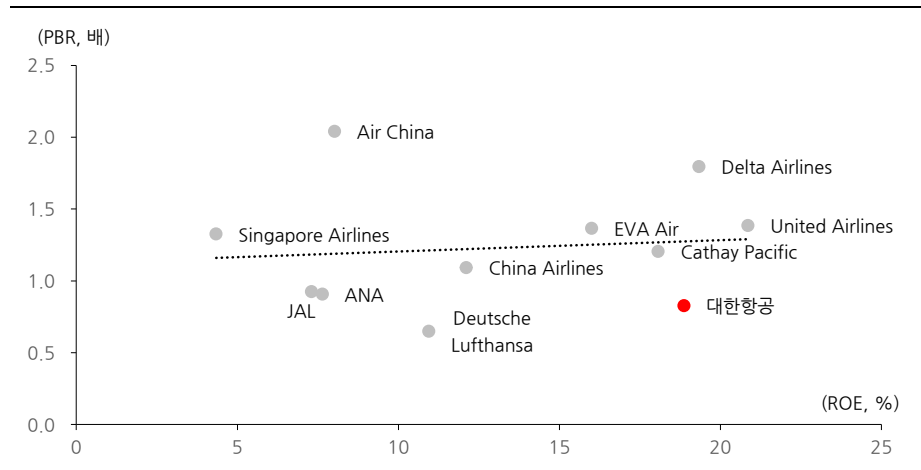
자료: 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림1] 대한항공 12mth fwd P/B Band



자료: 한화투자증권 리서치센터 추정

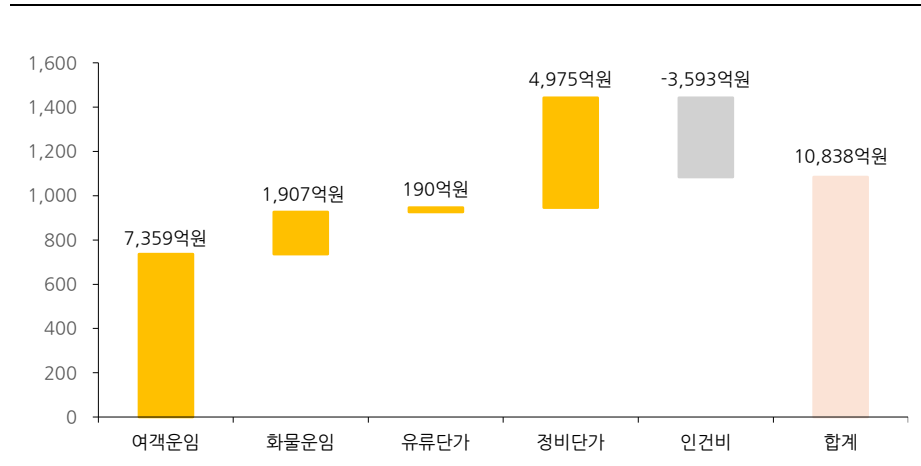
[그림2] 글로벌 FSC 27년 예상 ROE-P/B



주: 대한항공은 한화 추정치

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 합병 시너지 효과 추정



자료: 대한항공, 한화투자증권 리서치센터 추정

[표2] 대한항공 별도 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
매출액	4,515	5,020	5,045	5,348	6,247	6,517	6,511	6,880	16,502	19,928	26,155
국내선	103	120	121	163	192	152	158	191	470	508	693
ASK(mn)	646	610	619	852	1,203	907	949	1,174	2,910	2,727	4,232
RPK(mn)	546	531	512	725	1,017	790	785	998	2,459	2,314	3,589
L/F(%)	84.5%	87.0%	82.7%	85.0%	84.5%	87.0%	82.7%	85.0%	84.5%	84.8%	84.8%
Yield(원/RPK)	189	227	237	225	189	193	201	191	191	219	193
국제선	2,510	2,727	2,796	2,791	3,817	3,787	3,883	3,876	9,374	10,825	15,363
ASK(mn)	22,110	22,686	23,341	23,800	33,621	35,798	36,832	37,557	89,480	91,937	143,807
RPK(mn)	19,560	19,761	19,860	20,230	29,743	31,183	31,339	31,923	75,551	79,411	124,188
L/F(%)	88.5%	87.1%	85.1%	85.0%	88.5%	87.1%	85.1%	85.0%	84.4%	86.4%	86.4%
Yield(원/RPK)	128	138	141	138	128	121	124	121	124	136	124
화물	1,091	1,542	1,432	1,710	1,390	1,716	1,594	1,922	4,409	5,775	6,622
AFTK(mn)	2,961	3,076	3,156	3,183	3,431	3,603	3,698	3,765	11,995	12,376	14,497
FTK(mn)	2,079	2,192	2,277	2,324	2,409	2,567	2,668	2,749	8,530	8,872	10,393
L/F(%)	70.2%	71.3%	72.1%	73.0%	70.2%	71.3%	72.1%	73.0%	71.1%	71.7%	71.7%
Yield(원/FTK)	525	703	629	736	577	668	598	699	517	651	637
기타	811	630	695	683	848	862	876	891	2,248	2,820	3,477
영업비용	3,998	4,758	4,624	4,882	5,724	5,911	5,829	5,813	14,963	18,262	23,276
연료유류비	1,081	1,999	1,696	1,806	2,086	1,829	1,712	1,729	4,163	6,582	7,355
항공유단가(\$/bbl)	123	160	152	163	144	126	117	113	86	149	125
사용량(kbbl)	7,770	7,930	8,138	8,594	11,136	11,256	11,595	12,125	31,897	32,432	46,112
상각비	524	531	547	564	814	830	846	862	1,949	2,166	3,351
정비비	160	143	139	142	198	198	198	198	593	583	793
인건비	714	734	832	931	939	1,294	1,315	1,167	3,115	3,211	4,715
기타	1,520	1,352	1,409	1,440	1,687	1,760	1,758	1,858	5,142	5,720	7,062
영업이익	517	262	421	466	523	606	682	1,067	1,539	1,666	2,879
OPM(%)	11.4%	5.2%	8.4%	8.7%	8.4%	9.3%	10.5%	15.5%	9.3%	8.4%	11.0%

자료: 대한항공, 한화투자증권 리서치센터 추정

[표3] 대한항공 연결 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
매출액	6,658	7,230	7,319	7,582	6,959	7,097	7,176	7,513	25,226	28,790	28,744
항공운송	6,541	7,191	7,239	7,489	6,694	6,819	6,883	7,205	24,960	28,460	27,602
KE+OZ	5,626	6,357	6,328	6,634	5,970	6,227	6,207	6,560	21,919	24,945	24,963
L+PUS+ASV	770	667	762	705	724	592	677	645	2,504	2,904	2,638
항공우주	252	210	251	263	277	290	305	320	780	976	1,192
호텔	57	54	54	54	54	54	54	54	199	218	215
기타	101	92	92	92	92	92	92	92	421	377	369
연결조정	-293	-317	-317	-317	-158	-158	-158	-158	-1,134	-1,243	-633
영업비용	6,141	7,437	7,353	7,539	6,513	6,566	6,560	6,509	24,112	28,470	26,147
영업이익	517	-207	-33	43	446	531	616	1,004	1,114	320	2,596
OPM(%)	7.8%	-2.9%	-0.5%	0.6%	6.4%	7.5%	8.6%	13.4%	4.4%	1.1%	9.0%

자료: 대한항공, 한화투자증권 리서치센터 추정

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	17,871	25,226	28,790	28,744	30,808
매출총이익	3,758	3,675	2,846	4,793	6,784
영업이익	2,110	1,114	320	2,596	4,581
EBITDA	3,906	3,969	3,414	6,073	8,342
순이자손익	-226	-550	-659	-793	-920
외화관련손익	-394	-35	115	292	-97
지분법손익	0	13	10	0	0
세전계속사업손익	1,836	823	5	2,866	4,342
당기순이익	1,382	647	-23	2,253	3,413
지배주주순이익	1,317	780	277	2,253	3,413
증가율(%)					
매출액	10.9	41.2	14.1	-0.2	7.2
영업이익	17.9	-47.2	-71.3	712.3	76.4
EBITDA	11.2	1.6	-14.0	77.9	37.4
순이익	22.4	-53.2	적전	흑전	51.5
이익률(%)					
매출총이익률	21.0	14.6	9.9	16.7	22.0
영업이익률	11.8	4.4	1.1	9.0	14.9
EBITDA 이익률	21.9	15.7	11.9	21.1	27.1
세전이익률	10.3	3.3	0.0	10.0	14.1
순이익률	7.7	2.6	-0.1	7.8	11.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금흐름	4,559	4,075	4,922	6,250	7,736
당기순이익	1,382	647	-23	2,253	3,413
자산상각비	1,796	2,855	3,094	3,477	3,761
운전자본증감	412	-646	516	221	250
매출채권 감소(증가)	-93	55	-407	18	-140
재고자산 감소(증가)	-99	-173	-105	15	-118
매입채무 증가(감소)	-10	62	499	-36	276
투자현금흐름	-871	-2,340	-3,363	-4,250	-4,263
유형자산처분(취득)	-2,878	-4,156	-3,997	-3,927	-3,927
무형자산 감소(증가)	-12	-7	-5	-10	-10
투자자산 감소(증가)	1,497	840	607	-136	-141
재무현금흐름	-2,163	-2,137	2,204	3,079	3,079
차입금의 증가(감소)	-1,341	-1,223	2,951	3,356	3,356
자본의 증가(감소)	-278	-289	-277	-277	-277
배당금의 지급	-278	-289	-277	-277	-277
총현금흐름	4,171	4,885	4,489	6,029	7,486
(-)운전자본증가(감소)	-1,688	-270	-499	-221	-250
(-)설비투자	2,894	4,289	4,013	3,927	3,927
(+)자산매각	4	127	11	-10	-10
Free Cash Flow	2,969	992	987	2,313	3,799
(-)기타투자	754	-66	-48	177	184
잉여현금	2,215	1,059	1,035	2,136	3,615
NOPLAT	1,588	875	-1,500	2,041	3,601
(+) Dep	1,796	2,855	3,094	3,477	3,761
(-)운전자본투자	-1,688	-270	-499	-221	-250
(-)Capex	2,894	4,289	4,013	3,927	3,927
OpFCF	2,178	-289	-1,919	1,811	3,684

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	11,617	9,709	13,584	18,803	25,793
현금성자산	6,902	5,569	9,011	14,225	20,919
매출채권	1,590	1,576	1,981	1,963	2,104
재고자산	1,171	1,449	1,663	1,648	1,766
비유동자산	35,395	40,697	42,956	43,593	43,954
투자자산	3,943	4,767	5,335	5,512	5,697
유형자산	28,374	32,944	34,744	35,306	35,581
무형자산	3,077	2,986	2,877	2,775	2,677
자산총계	47,012	50,406	56,539	62,396	69,747
유동부채	16,973	15,081	17,570	17,795	18,343
매입채무	3,465	3,435	3,903	3,867	4,143
유동성이자부채	7,276	5,689	7,245	7,245	7,245
비유동부채	19,075	23,866	27,766	31,422	35,090
비유동이자부채	12,193	16,841	20,227	23,583	26,939
부채총계	36,049	38,947	45,337	49,217	53,433
자본금	1,847	1,847	1,847	1,847	1,847
자본잉여금	4,145	4,145	4,109	4,109	4,109
이익잉여금	3,486	3,949	3,981	5,957	9,093
자본조정	995	1,013	1,013	1,013	1,013
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	10,963	11,459	11,203	13,178	16,315

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2024	2025	2026E	2027E	2028E
주당지표					
EPS	3,575	2,115	751	6,115	9,267
BPS	28,356	29,659	29,649	34,998	43,489
DPS	750	750	750	750	750
CFPS	11,295	13,226	12,155	16,324	20,269
ROA(%)	3.4	1.6	0.5	3.8	5.2
ROE(%)	13.2	7.3	2.5	18.9	23.5
ROIC(%)	8.6	3.5	-5.3	7.1	12.5
Multiples(x, %)					
PER	7.0	11.9	33.4	4.1	2.7
PBR	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6
PSR	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
PCR	2.2	1.9	2.1	1.5	1.2
EV/EBITDA	5.6	6.6	8.1	4.3	2.7
배당수익률	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
안정성(%)					
부채비율	328.8	339.9	404.7	373.5	327.5
Net debt/Equity	114.6	148.0	164.8	126.0	81.3
Net debt/EBITDA	321.7	427.4	540.8	273.4	159.0
유동비율	68.4	64.4	77.3	105.7	140.6
이자보상배율(배)	4.1	1.4	0.4	2.5	3.9
자산구조(%)					
투하자본	68.0	72.7	66.7	59.3	51.8
현금+투자자산	32.0	27.3	33.3	40.7	48.2
자본구조(%)					
차입금	64.0	66.3	71.0	70.1	67.7
자기자본	36.0	33.7	29.0	29.9	32.3

[Compliance Notice]

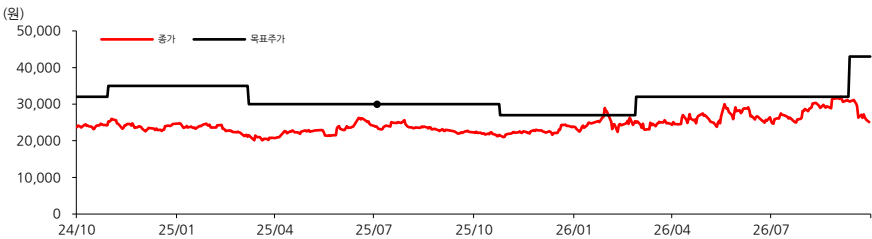
(공표일: 2026년 10월 27일)

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]

일시	2016.08.12	2024.11.26	2024.11.29	2024.12.11	2024.12.27	2025.01.24
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		35,000	35,000	35,000	35,000	35,000
일시	2025.02.10	2025.02.28	2025.03.28	2025.04.04	2025.04.25	2025.05.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	35,000	35,000	35,000	30,000	30,000	30,000
일시	2025.06.27	2025.07.14	2025.07.25	2025.07.30	2025.08.27	2025.08.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000
일시	2025.09.26	2025.10.31	2025.11.21	2025.12.26	2026.01.16	2026.01.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	30,000	30,000	27,000	27,000	27,000	27,000
일시	2026.02.27	2026.03.26	2026.03.27	2026.04.14	2026.10.08	2026.10.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	27,000	32,000	32,000	32,000	43,000	43,000
일시	2026.10.27					
투자의견	Buy					
목표가격	43,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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	-12.64	7.22
2026.03.26	Buy	32,000	-16.23	0.00
2026.10.08	Buy	43,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +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 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 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: 2026년 09월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.4%	3.6%	0.0%	100.0%