

대한항공 (003490)

양지환

jhwan.yang@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

28,000

유지

현재주가

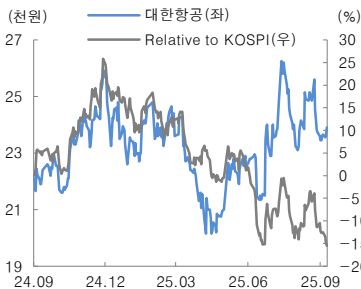
23,750

(25.09.11)

운송업중

KOSPI	3314.53
시가총액	8,827십억원
시가총액비중	0.40%
자본금(보통주)	1,841십억원
52주 최고/최저	26,250원 / 20,150원
120일 평균거래대금	329억원
외국인지분율	16.49%
주요주주	한진칼 외 22 인 27.04% 국민연금공단 9.01%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.0	4.1	-1.6	9.1
상대수익률	-4.2	-9.8	-23.7	-16.9



3분기 기대치가 너무 높다

- 2025년 3분기 실적 당사의 직전 추정치와 유사, 시장 컨센서스 하회 전망
- 코로나 이후 운영비용 및 고정비 증가에도 탑라인 성장 제한에 따른 영향
- Mega Carrier Premium 및 합병 시너지 효과는 장기적 관점에서 긍정적

투자의견 매수, 목표주가 28,000원 유지

대한항공의 2025년 3분기 실적은 당사의 직전 추정치에는 부합하나, 시장의 컨센서스는 하회할 가능성이 높을 전망. 대한항공의 3분기 영업이익은 연결기준 5,830억원, 별도기준 5,140억원 수준으로 예상

코로나 이후 글로벌 항공수요가 정상화되면서 공항관련비용, 여객 및 화물 조업비 등의 운영비용과 신기재 도입에 따른 감가상각비와 인건비 등 고정비는 증가한 반면에 항공수요 증가에 따른 매출 성장은 제한되고 있기 때문인 것으로 추정

2024년 하반기 아시아나항공 인수에 따른 일부 노선 구조조정과 공영위 조치 등으로 Yield의 상승 제한. 유가하락과 효율성 높은 신기재 도입으로 연료유류비는 1천억원 이상(-11.8% yoy) 감소할 것으로 예상되나, 연료비를 제외한 영업비용은 약 1,800억원(+7.3% yoy) 증가할 전망

아시아나항공 인수에 따른 시너지 효과와 Mega Carrier에 대한 프리미엄 반영 등으로 장기적인 전망은 밝으나, 단기 모멘텀은 다소 부재하다는 판단

3Q25 별도 매출액 4.18조원(-1.5% yoy), 영업이익 5,140억원(-17% yoy)

2025년 3분기는 다소 부진할 것으로 전망. 부문별로 (증감은 yoy) [국제여객] 매출액 2.4조원(-3.2%), ASK 228.6억Km(+1.0%), RPK 190.7억Km(+0.8%), L/F 83.4%(-0.2%p), Yield 126.5원/Km(-4%), [항공화물] 매출액 1.1조원(-2.0%), ACTK 30.9억Km(+1.0%), CTK 22.5억Km(+2.0%), L/F 72.9%(+0.7%p), Yield 486.8원/Km(-4%)로 예상

국제선 여객 노선별로 ① 미주노선은 트럼프 행정부의 이민자 규제 영향으로 유학생 및 친지방문 등 Inbound 수요 감소 영향이 있었을 것으로 예상하며, ② 동남아 노선은 미-동남아 직항 공급 증가로 한-동남아 직수요와 동남아-한국-미주의 환승 수요도 영향을 받은 것으로 추정. 중국인 입국 수요 증가로 한-중 노선은 Yield와 L/F가 동시에 개선될 전망

항공화물은 미국의 800달러 이하 제품에 대한 관세 부과에도 E-Commerce 수요에 미치는 영향은 아직까지는 미미한 것으로 판단

여객 및 화물 Yield의 하락은 ① 유가하락에 따른 할증료 수익 감소, ② 항공수요 둔화의 복합적인 영향으로 판단. 여객 Yield는 10월 강세 이후 하락, 화물은 4분기 성수기 효과로 반등할 것으로 전망

(단위: 십억원 %)

구분	3Q24	2025	3Q25(F)				4Q25			
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	4,675	6,211	6,458	6,516	39.4	4.9	6,515	6,289	39.7	-3.5
영업이익	666	370	593	583	-12.3	57.7	722	472	1.6	-19.2
순이익	292	485	391	385	31.7	-20.6	421	613	106.0	59.4

자료: 대한항공, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	16,112	17,871	25,508	25,073	25,850
영업이익	1,790	2,110	1,856	2,287	2,352
세전순이익	1,576	1,836	2,464	2,372	2,372
총당기순이익	1,129	1,382	1,854	1,785	1,785
자배지분순이익	1,061	1,317	1,768	1,702	1,702
EPS	2,873	3,567	4,786	4,608	4,607
PER	8.3	6.3	5.0	5.2	5.2
BPS	25,793	28,356	32,392	36,250	40,107
PBR	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
ROE	11.5	13.2	15.8	13.4	12.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 대한항공, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정 전		수정 후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	25,309	24,527	25,508	25,073	0.8	2.2
판매비와 관리비	2,513	2,524	2,533	2,581	0.8	2.3
영업이익	1,824	2,208	1,856	2,287	1.8	3.6
영업이익률	7.2	9.0	7.3	9.1	0.1	0.1
영업외손익	608	85	608	85	0.0	0.0
세전순이익	2,431	2,293	2,464	2,372	1.3	3.4
자배지분순이익	1,744	1,645	1,768	1,702	1.3	3.4
순이익률	7.2	7.0	7.3	7.1	0.0	0.1
EPS(자배지분순이익)	4,723	4,454	4,786	4,608	1.3	3.4

자료: 대한항공, 대신증권 Research Center

표 1. 대한항공 분기 및 연간 별도 실적 추정표

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
환율평균 (원/달러)	1,329.1	1,360.0	1,355.7	1,390.0	1,452.0	1,399.3	1,385.0	1,350.0	1,358.7	1,396.6	1,337.5
Jet Fuel Mops (\$/bbl)	102.6	99.0	94.3	88.0	91.0	81.3	86.0	85.0	96.0	85.8	85.0
매출액	3,823	4,024	4,241	4,030	3,956	3,986	4,177	4,057	16,117	16,176	16,029
% yoy	19.6	13.8	9.8	1.3	3.5	-0.9	-1.5	0.7	10.6	0.4	-0.9
국내여객	104	131	125	113	99	121	127	114	473	461	466
국제여객	2,238	2,314	2,492	2,262	2,337	2,275	2,413	2,319	9,306	9,344	9,337
화물	997	1,097	1,120	1,198	1,054	1,055	1,097	1,140	4,412	4,346	4,133
항공우주	130	163	156	144	135	162	158	148	593	603	632
기타	354	319	348	313	331	372	383	336	1,334	1,423	1,462
영업비용	3,386	3,610	3,622	3,594	3,605	3,587	3,664	3,602	14,213	14,458	0
% yoy	21.8	17.7	8.3	-5.3	6.5	-0.6	1.1	0.2	9.4	1.7	0.0
영업이익	436	413	619	436	351	399	514	455	1,904	1,719	1,872
OPM	11.4	10.3	14.6	10.8	8.9	10.0	12.3	11.2	11.8	10.6	11.7
% yoy	5.1	-11.7	18.9	137.3	-19.5	-3.5	-17.0	4.5	20.0	-9.7	8.9
ASK (백만인 km)											
국제여객	21,631	21,774	22,634	22,304	22,174	21,584	22,860	22,973	88,343	89,591	92,063
%yoy	34.9	12.5	7.4	3.3	2.5	-0.9	1.0	3.0	13.2	1.4	2.8
RPK (백만인 km)											
국제여객	18,022	18,398	18,917	18,973	18,836	18,354	19,068	19,542	74,310	75,801	78,289
%yoy	36.6	13.4	5.4	3.5	4.5	-0.2	0.8	3.0	13.1	2.0	3.3
화물 (백만인 km)											
AFTK	2,999	3,019	3,062	3,051	2,896	2,944	3,093	3,005	12,131	11,938	11,804
%yoy	9.3	2.9	1.3	-0.2	-3.4	-2.5	1.0	-1.5	3.2	-1.6	-1.1
RFTK	2,165	2,241	2,209	2,230	2,043	2,128	2,253	2,252	8,845	8,676	8,659
%yoy	7.4	8.8	3.3	0.6	-5.6	-5.0	2.0	1.0	4.9	-1.9	-0.2
Load Factor (%)											
국내여객	84.4	88.3	86.1	89.3	84.2	88.2	85.8	89.3	153.4	86.9	86.5
국제여객	83.3	84.5	83.6	85.1	84.9	85.0	83.4	85.1	84.1	84.6	85.0
화물	72.2	74.2	72.1	73.1	70.5	72.3	72.9	74.9	72.9	72.7	73.4
Yield (cent)											
국내여객	14.8	15.3	15.4	13.9	13.2	13.9	15.3	14.5	14.8	14.2	15.0
% yoy	-2.1	-2.1	-1.6	-12.2	-11.1	-8.6	-0.2	4.0	-4.6	-4.1	5.5
국제여객	9.3	9.2	9.7	8.6	8.5	8.9	9.1	8.8	9.2	8.8	8.9
% yoy	-5.6	-5.7	-6.1	-11.2	-8.5	-4.2	-6.0	2.5	-7.1	-4.2	1.0
화물	34.6	36.0	37.4	38.6	35.5	35.4	35.1	37.5	36.7	35.9	35.7
% yoy	-15.0	1.2	14.6	2.7	2.6	-1.5	-6.0	-3.0	0.1	-2.1	-0.5
Yield (원)											
국내여객	196.8	207.5	208.2	193.2	191.1	195.2	212.3	195.1	201.4	198.4	200.5
% yoy	1.9	1.2	1.7	-7.6	-2.9	-5.9	2.0	1.0	-0.8	-1.5	1.0
국제여객	124.2	125.8	131.7	119.2	124.0	124.0	126.5	118.7	125.2	123.3	119.3
% yoy	-1.8	-2.5	-2.9	-6.6	-0.1	-1.4	-4.0	-0.4	-3.6	-1.6	-3.2
화물	460.3	489.6	506.9	537.2	515.9	496.0	486.8	506.1	498.8	500.9	477.3
% yoy	-11.5	4.6	18.5	8.0	12.1	1.3	-4.0	-5.8	4.4	0.4	-4.7

자료: 대신증권 Research Center

기업개요

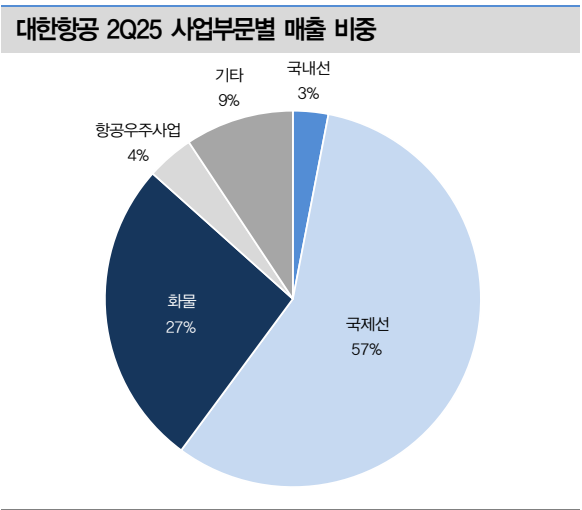
기업 및 경영진 현황

- 대한항공은 1962년 대한항공공사 설립 및 1966년 3월 상장된 후 1969년 3월 국영에서 민영으로 전환
- 주요사업은 ① 항공운송 서비스, ② 항공우주 사업, ③ 가내식 제조사업, ④ 가내 면세품 판매사업 등을 영위
- 주력사업인 항공운송 서비스 사업은 2024년말 기준 총 163대의 항공기를 보유하고 국내 10개 도시와 해외 39개국 106개 도시에 취항하여 여객 및 화물을 운송 중

주가 변동요인

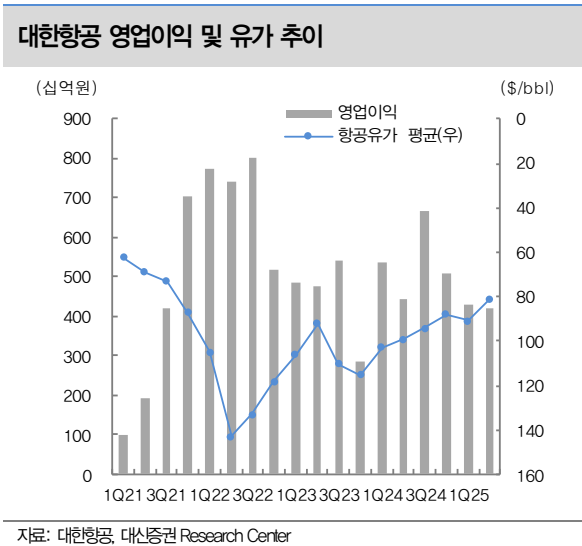
- 항공운송업은 국내 및 글로벌 경기에 연동되는 대표적인 경기 민감업종으로 국내 및 전세계 GDP 성장률 및 화물 물동량에 영향
- 항공운송업의 주요 영업비용은 유류비, 인건비, 기재비 등이며, 유가상승이 수익성에 절대적인 영향을 미치는 대표 요인
- 원/달러환율을 또한 항공사의 수익성에 영향을 미치는 주요 요인

자료: 대한항공, 대신증권 Research Center

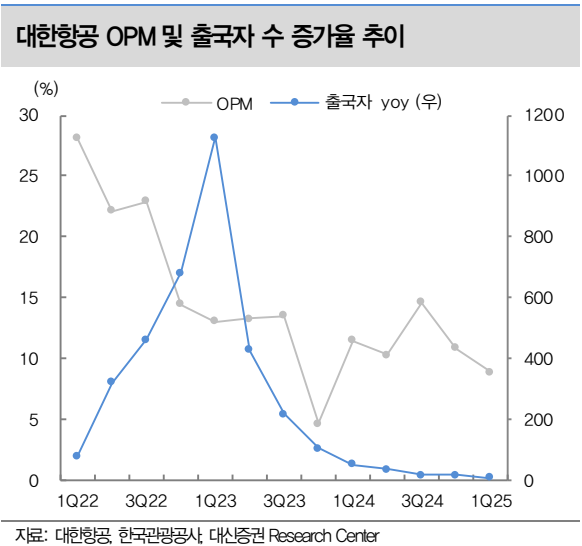


자료: 대한항공, 대신증권 Research Center

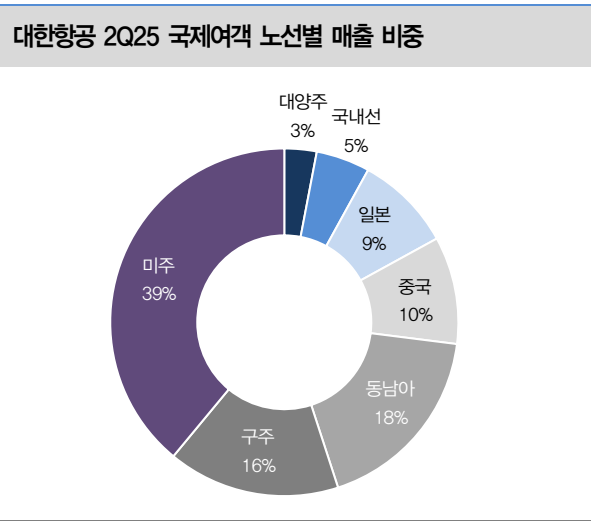
Earnings Driver



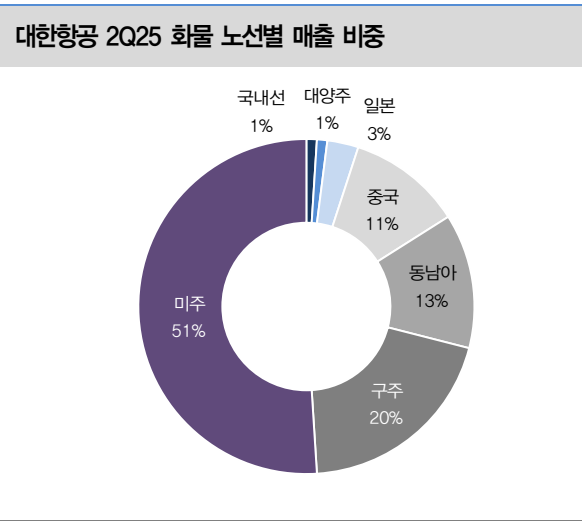
자료: 대한항공, 대신증권 Research Center



자료: 대한항공, 한국관광공사, 대신증권 Research Center



자료: 대한항공, 대신증권 Research Center



자료: 대한항공, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	16,112	17,871	25,508	25,073	25,850
매출원가	12,850	14,113	21,119	20,204	21,016
매출총이익	3,261	3,758	4,389	4,869	4,834
판매비와관리비	1,471	1,648	2,533	2,581	2,482
영업이익	1,790	2,110	1,856	2,287	2,352
영업외수익	11.1	11.8	7.3	9.1	9.1
EBITDA	3,513	3,906	4,611	5,075	5,169
영업외손익	-214	-274	608	85	19
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	438	648	656	566	555
외환관련이익	503	723	548	391	305
금융비용	-591	-597	-535	-543	-528
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-62	-326	486	63	-7
법인세비용차감전순이익	1,576	1,836	2,464	2,372	2,372
법인세비용	-447	-454	-610	-587	-587
계속사업순이익	1,129	1,382	1,854	1,785	1,785
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,129	1,382	1,854	1,785	1,785
당기순이익률	7.0	7.7	7.3	7.1	6.9
비자비분순이익	68	65	87	83	83
자비분순이익	1,061	1,317	1,768	1,702	1,702
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-26	-10	-10	-10	-10
포괄순이익	866	1,279	1,752	1,683	1,682
비자비분포괄이익	51	55	82	79	79
자비분포괄이익	815	1,224	1,670	1,604	1,604

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	2,873	3,567	4,786	4,608	4,607
PER	8.3	6.3	5.0	5.2	5.2
BPS	25,793	28,356	32,392	36,250	40,107
PBR	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
EBITDAPS	9,512	10,576	12,485	13,741	13,996
EV/EBITDA	3.9	5.5	4.7	4.0	3.8
SPS	43,624	48,387	69,065	67,887	69,991
PSR	0.5	0.5	0.3	0.4	0.3
CFPS	10,238	11,295	14,065	14,430	14,601
DPS	750	750	750	750	750

재무비율	(단위 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증/감	143	109	427	-1.7	3.1
영업이익 증/감	-36.8	17.9	-12.0	23.2	2.9
순이익 증/감	-34.7	22.4	34.2	-3.7	0.0
수익성					
ROIC	7.7	6.9	4.7	5.7	5.9
ROA	6.0	5.5	4.0	4.8	4.8
ROE	11.5	13.2	15.8	13.4	12.1
안정성					
부채비율	209.6	328.8	272.9	247.7	222.3
순차입금비율	48.3	114.6	96.9	77.6	63.8
이자보상비율	3.4	4.1	4.1	5.1	5.4

자료: 대한항공, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	8,595	11,617	11,015	12,781	13,801
현금및현금성자산	623	2,216	500	1,864	2,141
매출채권 및 기타채권	1,138	1,590	2,318	2,586	3,111
재고자산	854	1,171	1,671	1,642	1,693
기타유동자산	5,981	6,641	6,526	6,689	6,856
비유동자산	21,797	35,395	35,686	35,947	36,182
유형자산	18,175	28,374	28,657	28,904	29,120
관계기업투자지급	0	155	155	155	155
기타비유동자산	3,622	6,866	6,874	6,888	6,907
자산총계	30,392	47,012	46,700	48,727	49,983
유동부채	9,410	16,973	14,896	15,330	15,159
매입채무 및 기타채무	1,814	3,465	3,615	3,606	3,622
차입금	1,021	2,517	2,567	2,667	2,659
유동상채무	2,718	4,723	2,100	2,050	1,400
기타유동부채	3,856	6,268	6,614	7,007	7,478
비유동부채	11,167	19,075	19,281	19,362	19,318
차입금	3,837	3,282	3,372	3,473	3,409
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	7,330	15,793	15,909	15,909	15,909
부채총계	20,577	36,049	34,177	34,712	34,477
자비분	9,526	10,473	11,964	13,388	14,813
자본금	1,847	1,847	1,847	1,847	1,847
자본잉여금	4,145	4,145	4,145	4,145	4,145
이익잉여금	2,592	3,486	4,976	6,401	7,825
기타자본변동	942	995	995	995	995
비자비분	289	490	560	627	693
자본총계	9,815	10,963	12,524	14,015	15,506
순차입금	4,736	12,564	12,137	10,877	9,890

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	4,092	4,559	4,176	5,190	5,131
당기순이익	1,129	1,382	1,854	1,785	1,785
비현금항목의가감	2,652	2,790	3,340	3,544	3,608
감가상각비	1,723	1,796	2,755	2,788	2,817
외환손익	89	456	-126	-16	38
자본법정평가손익	0	0	0	0	0
기타	840	538	711	772	753
자산부채의증감	969	412	-275	665	523
기타현금흐름	-658	-24	-743	-804	-785
투자활동 현금흐름	-2,410	-871	-2,463	-2,742	-2,747
투자자산	20	-91	-35	-37	-39
유형자산	-1,901	-2,878	-2,984	-2,984	-2,984
기타	-529	2,098	555	278	275
재무활동 현금흐름	-2,085	-2,163	-3,304	-670	-1,543
단기차입금	107	37	50	100	-8
사채	768	987	90	100	-50
장기차입금	683	1,228	0	1	-14
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-282	-278	-277	-277	-277
기타	-3,361	-4,137	-3,167	-594	-1,194
현금의증감	-434	1,593	-1,716	1,364	277
기초 현금	1,057	623	2,216	500	1,864
기말 현금	623	2,216	500	1,864	2,141
NOPLAT	1,283	1,588	1,397	1,721	1,770
FCF	1,089	478	1,152	1,509	1,587

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:양지환)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

대한항공(003490) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	25.09.12	25.04.14	24.11.07	24.05.15	23.11.15	23.10.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy
목표주가	28,000	28,000	33,000	30,000	30,000	29,000
과다율(평균%)		(17.25)	(28.71)	(26.42)	(25.61)	(29.95)
과다율(최대/최소%)		(6.25)	(21.36)	(18.33)	(20.00)	(25.34)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자: 20250908)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	89.7%	10.3%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상