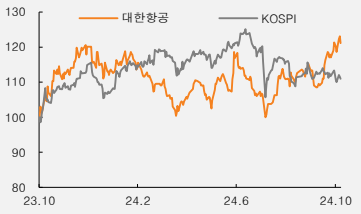
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2024.11.7

투자의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 33,000원
현재주가(24/11/6)	24,100원
상승여력	36.9%

영업이익(24F,십억원)	2,022
Consensus 영업이익(24F,십억원)	2,089
EPS 성장률(24F,%)	14.1
MKT EPS 성장률(24F,%)	73.0
P/E(24F,x)	7.4
MKT P/E(24F,x)	10.5
KOSPI	2,563.51
시가총액(십억원)	8,874
발행주식수(백만주)	368
유동주식비율(%)	65.5
외국인 보유비중(%)	17.3
베타(12M) 일간수익률	0.60
52주 최저가(원)	19,900
52주 최고가(원)	24,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	11.1	13.1	13.9
상대주가	11.3	18.1	11.2



[운송플랫폼/에너지]

류제현
jay.ryu@miraeasset.com

003490 · 항공

대한항공

우려를 딛고 방어한 단가

3Q24 Review: 화물을 업고 서프라이즈

대한항공의 별도 기준 3Q24 매출액은 9.8% YoY 증가한 4조 2,408억원을 기록했다. 여객 노선 수익이 2.3% YoY 증가에 그친 반면, 화물 노선 수익이 22.3% YoY 증가하며 고성장세를 유지했다. 다소 둔화되는 시황 속에서도 단가가 18.5% YoY 상승한 것에 기인한다. 항공우주 매출을 포함한 기타 수익 역시 29.1% 증가하며 외형 성장에 기여했다.

별도 기준 영업이익은 6,186억원(18.9% YoY)을 기록했다. 당사의 연결 기준 영업이익 추정치(6,045억원)도 상회한 수치다. 화물 단가의 상승과 연료비 단가 감소(-9% YoY)가 동반되며 인건비 및 공항화객비 등의 비용 증가요소를 상쇄하였다. 국제여객 노선의 단가 역시 4.8% YoY 상승하며 수익성 개선에 일조했다. 영업외에서는 차입금 증가에 따른 이자비용(535억원)과 일회성 파생상품 손실(1,682억원)의 발생으로 당기순이익은 -34.8% YoY 감소했다.

압도적 1위 항공사의 위엄: 공급자 협상력이 만드는 유연성

동사는 티웨이항공에 유럽 노선을 이양하면서 A330 4대(2Q24 1대, 3Q24 3대)를 인도한 바 있다. 효율이 낮은 A380 도 감축하고 있다. 그럼에도 불구하고 총 여객기 기단은 136대를 유지하고 있다. 올 들어 B787 3대, A321 Neo 3대를 순증시킨 데 힘입은 것이다. 4Q24에도 중대형기를 아울러 6~7대의 추가 도입이 예상된다.

보잉의 파업 종료에도 글로벌 항공기 공급 차질은 당분간 지속될 전망이다. 그럼에도, 동사가 항공기 공급 능력을 유지할 수 있는 것은 대형사로서의 협상력을 증명하는 것이다. 이는 중국의 비자 규제 완화에 따른 수요 개선에 대응하기에도 유연한 환경을 제공할 전망이다.

목표주가 33,000원으로 상향하며 매수 의견 유지

대한항공에 대한 목표주가를 30,000원에서 33,000원(PBR 1.0배 유지)으로 상향 조정한다. 2025년 실적 전망 상향(순이익 9.6% 상향)과 산정 기준 연도 변경에 기인한다. 여객, 화물 모두 우려를 딛고 고단가를 유지하고 있어, 아시아나합병이 완료되며 연말부터 본격적인 리레이팅이 가능하다. 현재 주가는 PBR 0.86배로 지난 5년간 저점의 평균(0.81) 수준에 불과하다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	14,096	16,112	18,156	19,744	20,836
영업이익 (십억원)	2,831	1,790	2,022	2,208	2,351
영업이익률 (%)	20.1	11.1	11.1	11.2	11.3
순이익 (십억원)	1,728	1,061	1,211	1,482	1,661
EPS (원)	4,798	2,873	3,278	4,012	4,497
ROE (%)	22.0	11.5	12.0	13.0	12.6
P/E (배)	4.8	8.3	7.4	6.0	5.4
P/B (배)	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6
배당수익률 (%)	3.3	3.1	3.1	3.1	3.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 3Q24 실적 비교표 (십억원, %, %p)

	3Q23	2Q24	3Q24P			성장률	
			잠정치	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	4,249	4,402	4,681	4,819	4,715	10.2	6.3
영업이익	543	443	658.4	605	606	21.3	48.7
영업이익률 (%)	12.8	10.1	14.1	12.5	12.9	1.3	4.0
세전이익	577	484	427	553	549	-26.0	-11.8
순이익	407	352	300.8	368	390	-26.0	-14.7

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 대한항공, WiseFn, 미래에셋증권 리서치센터 예상

표 2. 수익예상 변경표 (십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	24F	25F	24F	25F	24F	25F	
매출액	18,700	19,182	18,156	19,744	-2.9	2.9	3Q24 반영, 화물 실적 조정
영업이익	1,914	1,935	2,022	2,208	5.7	14.1	2Q24 반영, 유가 하락
세전이익	1,698	1,767	1,707	2,020	0.5	14.3	파생상품 손익
순이익	1,281	1,352	1,211	1,482	-5.5	9.6	
EPS (원)	3,468	3,551	3,278	4,012	-5.5	13.0	

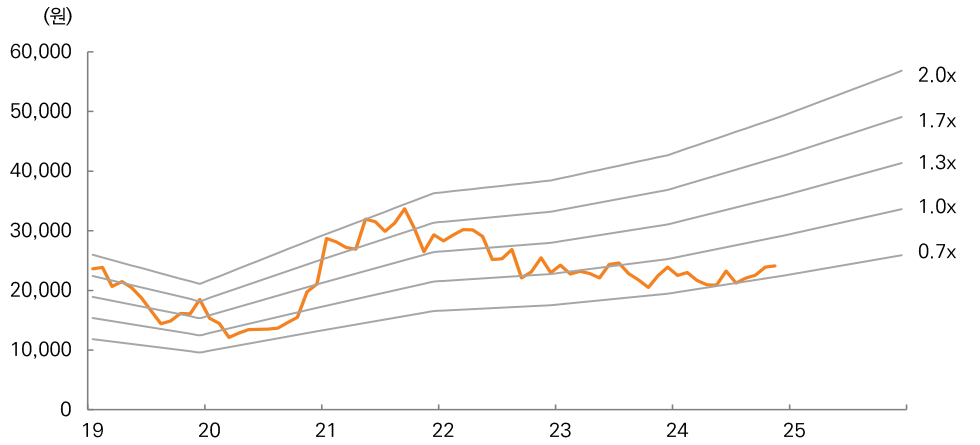
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 분기별 실적 추이 및 전망 (십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	3,592	3,877	4,249	4,393	4,291	4,454	4,681	4,782	16,112	18,156	19,744
영업이익	486	477	543	284	537.5	429	658	383.2	1,790	2,022	2,208
세전이익	365	489	577	145	547.2	478	427	248	1,576	1,707	2,020
순이익(지배)	234	354	407	66	375	326	301	183	1,061	1,211	1,482
영업이익률 (%)	13.5	12.3	12.8	6.5	12.5	9.6	14.1	8.0	11.1	11.1	11.2
세전순이익률 (%)	10.2	12.6	13.6	3.3	12.8	10.7	9.1	5.2	9.8	9.4	10.2
순이익률 (지배,%)	7.0	9.3	9.9	2.2	9.5	7.9	6.6	3.9	6.6	6.7	7.5
국제여객 RPK 증감률(%)	485.2	195.4	85.6	56.3	36.6	13.5	5.4	4.6	125.4	13.4	2.0
국제여객 L/F(%)	82.3	83.8	85.2	84.9	83.3	84.5	83.6	83.2	84.2	83.6	81.3
국제화물 RFTK 증감률(%)	-21.6	-18.7	-7.0	0.3	7.4	8.8	3.3	1.7	-12.3	5.2	2.7
국제화물 L/F(%)	73.5	70.2	70.8	72.5	72.2	74.2	72.1	73.0	71.7	72.9	73.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 대한항공 12M FWD PBR 밴드 추이



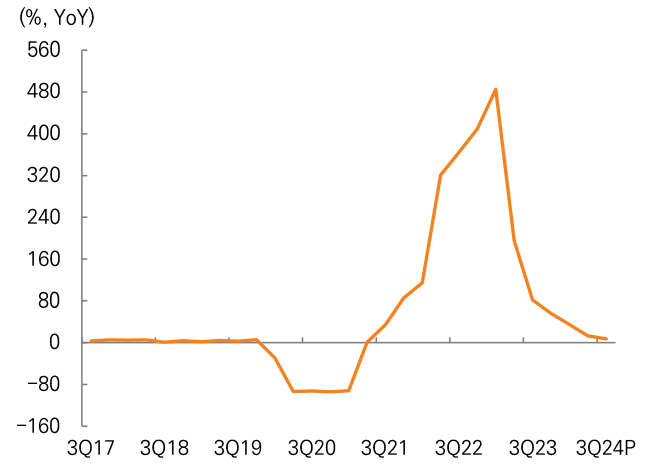
자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 운영 항공기 기단 (대)

구분	기종	대한항공	아시아나항공	합산
중대형기	B747-8I	8	-	8
	B777	37	9	46
	B787-9	13	-	13
	B787-10	3	-	3
	B767	-	1	1
	A380	8	6	14
	A330	23	15	38
	A350	-	15	15
소형기	B737-800/900	17	-	17
	B737-8	5	-	5
	A320/321	-	13	13
	A321NEO	12	10	22
	A220 (CS300)	10	-	10
여객기 계		136	69	205
화물기	B747F	4	11	15
	B747-8F	7	-	7
	B777F	12	-	12
	B767F	-	1	1
화물기 계		23	12	35
총계		159	81	240

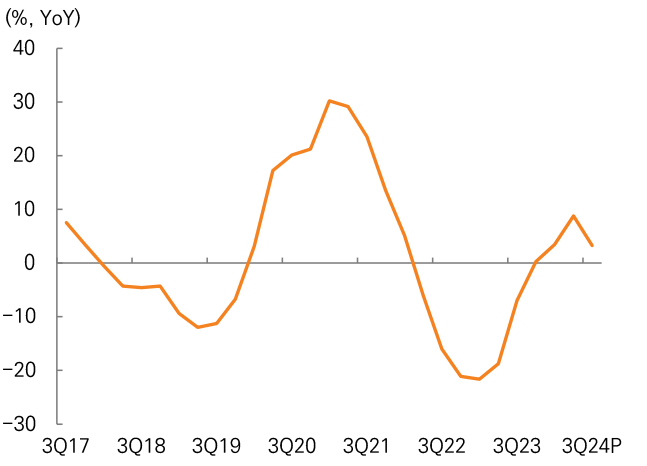
주: 대한항공은 2024년 3분기말 기준, 아시아나항공은 2024년 2분기말 기준
자료: 회사자료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 대한항공 국제여객 수송 증감률



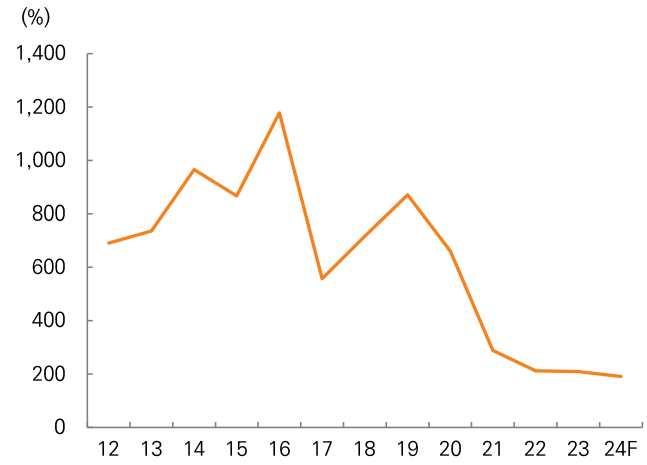
자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 대한항공 화물 수송 증감률



자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 대한항공 부채비율 추이

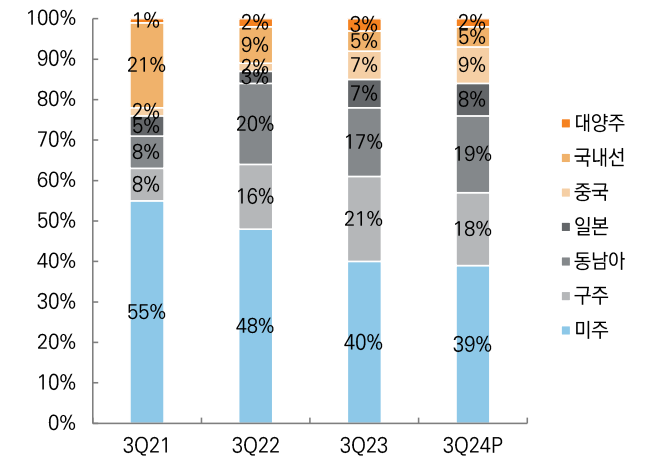


자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 항공유 가격

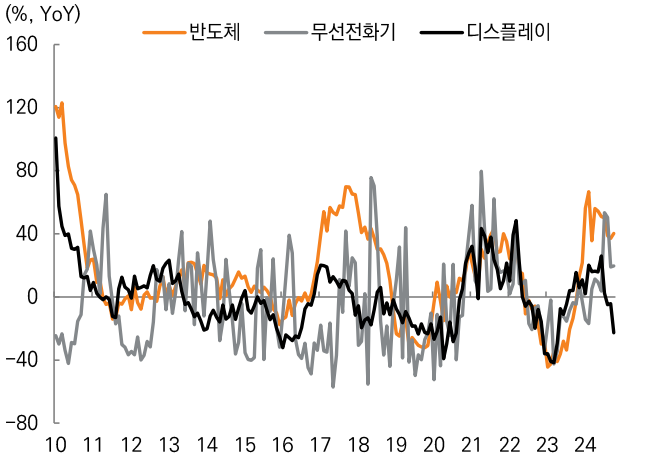
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 대한항공 여객 노선별 매출 비중



자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. IT제품 수출 증가율



주: 2024년 10월까지 수치
자료: 산업통상자원부, 미래에셋증권 리서치센터

대한항공 (003490)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	**16,112**	**18,156**	**19,744**	**20,836**
매출원가	**12,850**	**14,668**	**16,092**	**16,932**
매출총이익	**3,262**	**3,488**	**3,652**	**3,904**
판매비와관리비	**1,471**	**1,466**	**1,444**	**1,553**
조정영업이익	**1,790**	**2,022**	**2,208**	**2,351**
영업이익	**1,790**	**2,022**	**2,208**	**2,351**
비영업손익	**-214**	**-315**	**-188**	**-84**
금융손익	-230	-227	-154	-70
관계기업등 투자손익	0	0	0	20
세전계속사업손익	1,576	1,707	2,020	2,267
계속사업법인세비용	447	445	508	572
계속사업이익	1,129	1,262	1,512	1,695
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**1,129**	**1,262**	**1,512**	**1,695**
지배주주	1,061	1,211	1,482	1,661
비지배주주	68	51	30	34
총포괄이익	**866**	**1,301**	**1,512**	**1,695**
지배주주	815	1,258	1,492	1,673
비지배주주	51	43	20	22
EBITDA	3,513	3,728	3,922	4,141
FCF	2,184	2,361	2,491	2,462
EBITDA 마진율 (%)	21.8	20.5	19.9	19.9
영업이익률 (%)	11.1	11.1	11.2	11.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	6.6	6.7	7.5	8.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	**8,595**	**9,486**	**11,560**	**13,612**
현금 및 현금성자산	623	1,022	2,475	3,973
매출채권 및 기타채권	973	1,059	1,137	1,206
재고자산	854	929	997	1,058
기타유동자산	6,145	6,476	6,951	7,375
비유동자산	**21,797**	**22,319**	**22,421**	**22,646**
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	18,175	18,538	18,673	18,925
무형자산	824	779	729	686
자산총계	**30,392**	**31,806**	**33,981**	**36,257**
유동부채	**9,410**	**9,694**	**10,146**	**10,551**
매입채무 및 기타채무	365	398	427	453
단기금융부채	3,758	3,542	3,543	3,544
기타유동부채	5,287	5,754	6,176	6,554
비유동부채	**11,167**	**11,197**	**11,227**	**11,224**
장기금융부채	7,217	6,897	6,612	6,327
기타비유동부채	3,950	4,300	4,615	4,897
부채총계	**20,577**	**20,891**	**21,373**	**21,774**
지배주주지분	**9,526**	**10,577**	**12,240**	**14,081**
자본금	1,847	1,847	1,957	2,067
자본잉여금	4,145	4,145	4,493	4,841
이익잉여금	2,592	3,523	4,728	6,112
비지배주주지분	**289**	**338**	**368**	**402**
자본총계	**9,815**	**10,915**	**12,608**	**14,483**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	**4,092**	**4,780**	**4,291**	**4,462**
당기순이익	1,129	1,262	1,512	1,695
비현금수익비용가감	2,652	2,378	2,351	2,387
유형자산감가상각비	1,666	1,649	1,665	1,748
무형자산상각비	57	57	50	42
기타	929	672	636	597
영업활동으로인한자산및부채의변동	969	1,181	578	517
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	90	-92	-74	-66
재고자산 감소(증가)	-118	-78	-68	-61
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	88	13	19	17
법인세납부	-948	-403	-508	-572
투자활동으로 인한 현금흐름	**-2,410**	**-2,466**	**-2,249**	**-2,401**
유형자산처분(취득)	-1,901	-2,406	-1,800	-2,000
무형자산감소(증가)	-8	-10	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-582	-299	-449	-401
기타투자활동	81	249	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**-2,085**	**-1,996**	**-588**	**-583**
장단기금융부채의 증가(감소)	-171	-535	-284	-284
자본의 증가(감소)	0	0	458	458
배당금의 지급	-282	-278	-277	-277
기타재무활동	-1,632	-1,183	-485	-480
현금의 증가	**-434**	**399**	**1,453**	**1,498**
기초현금	1,057	623	1,022	2,475
기말현금	623	1,022	2,475	3,973

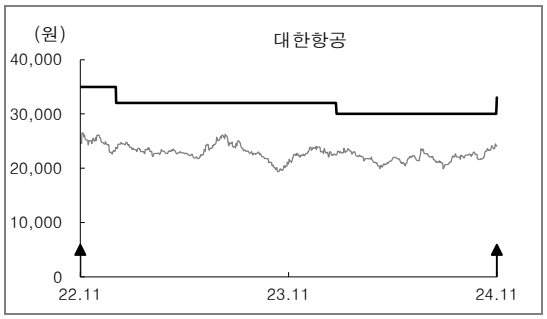
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	8.3	7.4	6.0	5.4
P/CF (x)	2.3	2.4	2.3	2.2
P/B (x)	0.9	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA (x)	3.9	3.4	2.7	2.0
EPS (원)	2,873	3,278	4,012	4,497
CFPS (원)	10,238	9,857	10,459	11,052
BPS (원)	25,793	28,639	33,141	38,127
DPS (원)	750	750	750	750
배당성향 (%)	24.5	21.9	18.3	16.3
배당수익률 (%)	3.1	3.1	3.1	3.1
매출액증가율 (%)	14.3	12.7	8.7	5.5
EBITDA증가율 (%)	-21.6	6.1	5.2	5.6
조정영업이익증가율 (%)	-36.8	13.0	9.2	6.5
EPS증가율 (%)	-40.1	14.1	22.4	12.1
매출채권 회전율 (회)	17.1	18.8	18.9	18.7
재고자산 회전율 (회)	20.3	20.4	20.5	20.3
매입채무 회전율 (회)	51.9	58.5	59.4	58.5
ROA (%)	3.8	4.1	4.6	4.8
ROE (%)	11.5	12.0	13.0	12.6
ROIC (%)	7.7	9.4	9.9	10.5
부채비율 (%)	209.6	191.4	169.5	150.3
유동비율 (%)	91.3	97.9	113.9	129.0
순차입금/자기자본 (%)	48.3	32.2	10.7	-5.6
조정영업이익/금융비용 (x)	3.4	3.8	4.5	4.9

자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
대한항공 (003490)				
2024.11.07	매수	33,000	-	-
2024.01.31	매수	30,000	-26.65	-18.33
2024.01.10	1년 경과 이후	32,000	-29.42	-27.66
2023.01.10	매수	32,000	-28.09	-17.97
2022.11.04	매수	35,000	-29.20	-24.29



* 괴리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업

매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상

산업

비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(━), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
82.38%	10.23%	7.39%	0%

* 2024년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 대한항공 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.