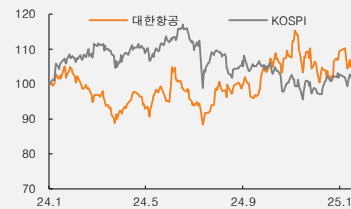


투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	33,000원
현재주가(25/2/7)	23,600원
상승여력	39.8%

영업이익(24F,십억원)	2,154
Consensus 영업이익(24F,십억원)	2,139
EPS 성장률(24F,%)	26.9
MKT EPS 성장률(24F,%)	68.2
P/E(24F,x)	6.2
MKT P/E(24F,x)	10.8
KOSPI	2,521.92
시가총액(십억원)	8,690
발행주식수(백만주)	368
유동주식비율(%)	66.7
외국인 보유비중(%)	18.3
베타(12M) 일간수익률	0.39
52주 최저가(원)	19,900
52주 최고가(원)	25,950

(%)	1M	6M	12M
절대주가	1.5	16.0	2.4
상대주가	0.3	18.1	5.9



[운송플랫폼/에너지]

류제현

jay.ryu@miraeasset.com

대한항공

본격화될 통합 시너지

4Q24 Review: 높은 탑승률과 낮은 유류비로 기대치 상회

대한항공의 별도 기준 4Q24 매출액은 1.2% YoY 증가한 4조 296억원(연결 4조 5,017억원)을 여객 노선 수익이 3.3% YoY(국내 -3.3 -4.0% YoY)했으나 화물 부문이 8.7% YoY 성장하며 탑라인을 수성했다.

별도 기준 영업이익은 159.5%YoY 증가한 4,765억원으로, 연결 기준으로는 5,081억원을 기록하며 당사 추정치(3,832억원)를 의미있게 상회했다. 국제여객 등 탑승률이 예상을 상회한 가운데 영업비용의 의미있는 감소(-6.4% YoY)에 기인한다. 비용 감소에는 연료비가 16.8% YoY 감소한 것이 주효했다. 연료비 단가는 23% 하락하며 환율 상승효과(6% YoY)를 상쇄했다.

별도 순이익 역시 2,833억원(연결 기준 3,341억원)으로 전년(2,346억원 적자)대비 흑자 전환했다. 환율 상승으로 외환관련 손실이 2,966억원 발생했으나 파생상품 이익(2116억원)으로 이를 상쇄했다

아시아나항공 통합과 함께 운영 효율성 극대화

2025년부터는 동사의 연결 실적에 아시아나항공의 실적이 반영된다. 단기적으로는 구조조정에 따른 실적 변동성이 예상되지만 장기적으로 수익성 개선이 기대된다. 특히 여객 중복노선 효율화와 노선 연결편 강화를 비롯, 벨리카고 통합에 따른 화물 시너지가 기대된다. 비용 측면에서는 기재 확보에 따른 공급 유연성 확보와 정비비 절감으로 통합 시너지가 본격화될 전망이다.

통합(2025년)과 합병(2026년)에 따른 재무구조 악화 가능성은 우려 대비 크지 않을 전망이다. 아시아나항공이 포함된 동사의 2024년말 기준 연결 부채비율은 328%로 통제 가능한 수준이다(20~23년 평균 343%).

목표주가 33,000원 및 매수 의견 유지

대한항공에 대한 목표주가 33,000원 및 매수 의견을 유지한다. 연초 여객 단가 인상 제한, 미국의 중국 이커머스 화물 수입 중단 등 규제 리스크가 부각되고 있다. 하지만, 밸류에이션(PBR 0.7배)은 5개년 평균 대비 30% 할인된 수준으로 이러한 리스크를 반영하고 있는 것으로 판단된다. 상반기중 불확실성이 완화되는 만큼 꾸준한 매집 전략은 여전히 유효하다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024P	2025F	2026F
매출액 (십억원)	14,096	16,112	17,871	18,281	18,756
영업이익 (십억원)	2,831	1,790	2,154	2,163	2,245
영업이익률 (%)	20.1	11.1	12.1	11.8	12.0
순이익 (십억원)	1,728	1,061	1,347	1,467	1,557
EPS (원)	4,798	2,873	3,647	3,971	4,215
ROE (%)	22.0	11.5	13.3	12.8	11.8
P/E (배)	4.8	8.3	6.2	5.9	5.6
P/B (배)	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6
배당수익률 (%)	3.3	3.1	3.3	3.2	3.2

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 4Q24 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	4Q23	3Q24	4Q24P			성장률	
			잠정치	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	4,393	4,675	4,340	4,782	4,636	-1.2	-7.2
영업이익	284	666	534	383	488	87.8	-19.8
영업이익률 (%)	6.5	14.2	12.3	8.0	10.5	5.8	-1.9
세전이익	145	438	456	248	443	214.0	4.1
순이익	66	292	375.9	183	302	468.0	28.7

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	24P	25F	24P	25F	
매출액	18,700	19,182	17,871	18,281	-4.4	-4.7	4Q24 반영, 화물 실적 조정
영업이익	1,914	1,935	2,154	2,163	12.5	11.8	4Q24 반영, 유류비
세전이익	1,698	1,767	1,880	1,983	10.7	12.2	파생상품 손익
순이익	1,281	1,352	1,347	1,467	5.1	8.5	
EPS (원)	3,468	3,551	3,647	3,971	5.2	11.8	

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 분기별 실적 추이 및 전망

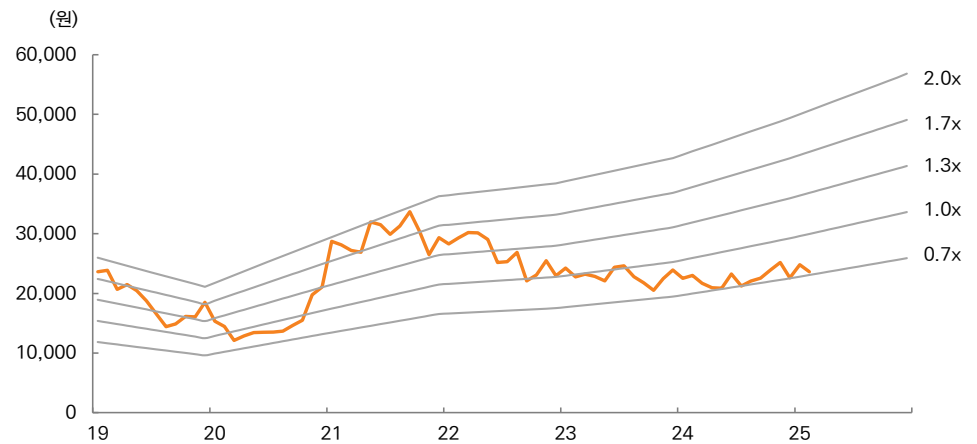
(십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024P	2025F	2026F
매출액	4,291	4,402	4,675	4,501.7	4,377.8	4,447	4,887	4,569	17,871	18,281	18,756
영업이익	538	443	666	508.1	563.4	409	751	439.5	2,154	2,163	2,245
세전이익	547	484	438	411	566.2	343	688	386	1,880	1,983	2,096
순이익(지배)	375	352	292	327	416	254	506	290	1,347	1,467	1,557
영업이익률 (%)	12.5	10.1	14.2	11.3	12.9	9.2	15.4	9.6	12.1	11.8	12.0
세전순이익률 (%)	12.8	11.0	9.4	9.1	12.9	7.7	14.1	8.4	10.5	10.8	11.2
순이익률 (지배, %)	9.5	8.2	6.8	7.4	9.7	5.8	10.6	6.5	7.5	8.0	8.3
국제여객 RPK 증감률(%)	36.6	13.4	5.4	3.5	2.6	3.6	2.3	2.9	13.1	2.9	3.1
국제여객 L/F(%)	83.3	84.5	83.6	85.1	83.0	85.0	83.0	85.0	84.1	84.0	84.1
국제화물 RFTK 증감률(%)	7.4	8.8	3.3	0.6	1.0	1.0	1.0	3.6	4.9	1.7	2.0
국제화물 L/F(%)	72.2	74.2	72.1	73.1	72.2	74.2	72.1	75.0	72.9	73.4	72.7

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 대한항공 12M FWD PBR 밴드 추이



자료: Quantivise, 미래에셋증권 리서치센터

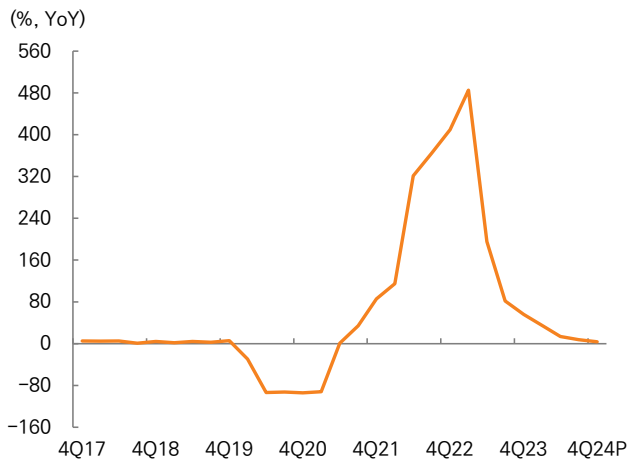
표 4. 운영 항공기 기단

구분	기종	대한항공	아시아나항공	합산
중대형기	B747-8I	7	-	7
	B777	36	9	45
	B787-9	13	-	13
	B787-10	5	-	5
	B767	-	1	1
	A380	7	6	13
	A330	22	15	37
	A350	2	15	17
소형기	B737-800/900	17	-	17
	B737-8	5	-	5
	A320/321	-	12	12
	A321NEO	15	10	25
	A220 (CS300)	10	-	10
여객기 계		139	68	207
화물기	B747F	4	12	16
	B747-8F	7	-	7
	B777F	12	-	12
	B767F	-	1	1
화물기 계		23	13	36
총계		162	81	243

주: 대한항공은 2024년 4분기말, 아시아나항공은 2024년 3분기말 기준

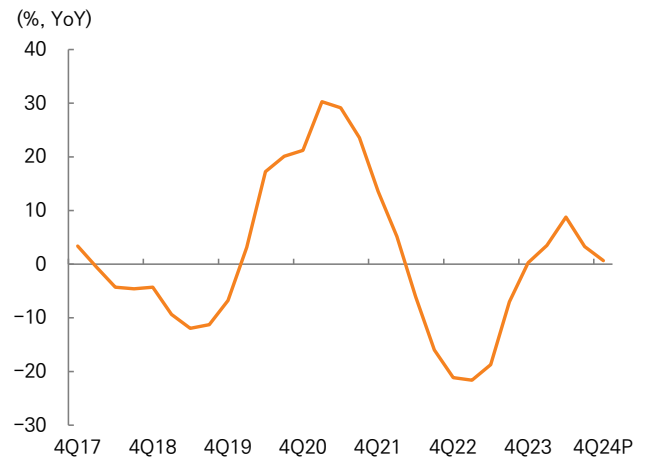
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 대한항공 국제여객 수송 증감률



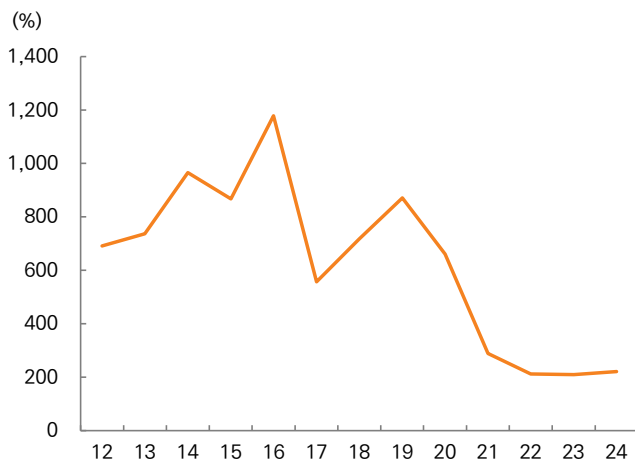
자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 대한항공 화물 수송 증감률



자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 대한항공 부채비율 추이



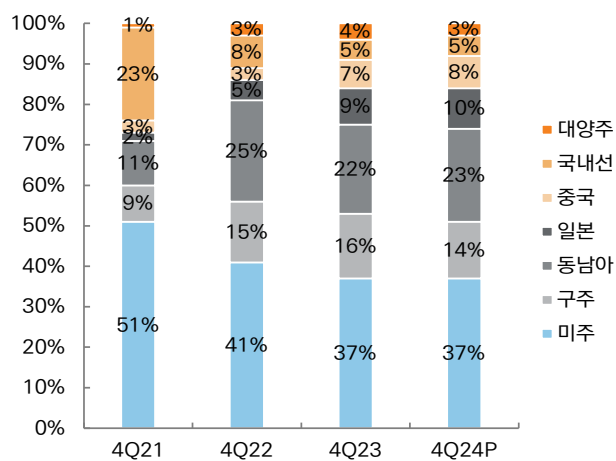
자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 항공유 가격



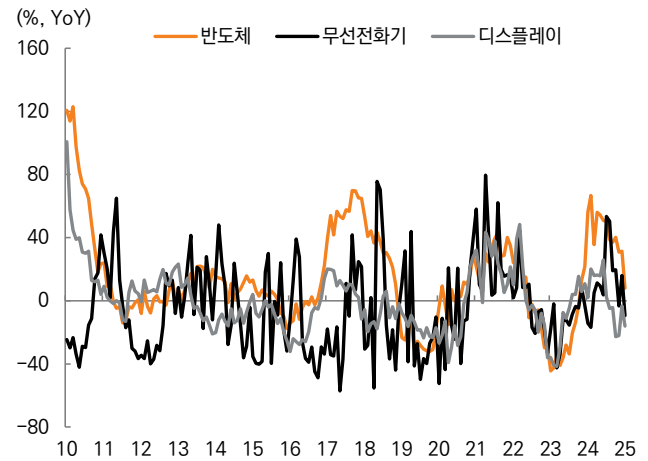
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 대한항공 여객 노선별 매출 비중



자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. IT제품 수출 증가율



자료: 산업통상자원부, 미래에셋증권 리서치센터

대한항공 (003490)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	16,112	17,871	18,281	18,756
매출원가	12,850	14,142	14,607	14,875
매출총이익	3,262	3,729	3,674	3,881
판매비와관리비	1,471	1,574	1,511	1,636
조정영업이익	1,790	2,154	2,163	2,245
영업이익	1,790	2,154	2,163	2,245
비영업손익	-214	-274	-180	-149
금융손익	-230	-246	-211	-136
관계기업등 투자손익	0	48	0	20
세전계속사업손익	1,576	1,880	1,983	2,096
계속사업법인세비용	447	463	487	508
계속사업이익	1,129	1,417	1,497	1,588
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	1,129	1,417	1,497	1,588
지배주주	1,061	1,347	1,467	1,557
비지배주주	68	70	30	32
총포괄이익	866	1,408	1,497	1,588
지배주주	815	1,314	1,355	1,438
비지배주주	51	94	142	150
EBITDA	3,513	3,914	3,921	4,046
FCF	2,184	1,823	1,981	2,095
EBITDA 마진율 (%)	21.8	21.9	21.4	21.6
영업이익률 (%)	11.1	12.1	11.8	12.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	6.6	7.5	8.0	8.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	8,595	7,640	9,134	10,744
현금 및 현금성자산	623	281	1,665	3,027
매출채권 및 기타채권	973	997	1,012	1,046
재고자산	854	875	888	917
기타유동자산	6,145	5,487	5,569	5,754
비유동자산	21,797	23,548	23,594	23,801
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	18,175	19,767	19,861	20,104
무형자산	824	789	738	694
자산총계	30,392	31,188	32,728	34,544
유동부채	9,410	9,575	9,662	9,858
매입채무 및 기타채무	365	374	380	393
단기금융부채	3,758	3,783	3,784	3,784
기타유동부채	5,287	5,418	5,498	5,681
비유동부채	11,167	10,587	10,362	10,214
장기금융부채	7,217	6,539	6,254	5,969
기타비유동부채	3,950	4,048	4,108	4,245
부채총계	20,577	20,162	20,024	20,072
지배주주지분	9,526	10,669	12,317	14,054
자본금	1,847	1,847	1,957	2,067
자본잉여금	4,145	4,145	4,493	4,841
이익잉여금	2,592	3,678	4,868	6,148
비지배주주지분	289	357	387	419
자본총계	9,815	11,026	12,704	14,473

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	4,092	4,865	3,781	4,095
당기순이익	1,129	1,417	1,497	1,588
비현금수익비용가감	2,652	2,942	2,390	2,424
유형자산감가상각비	1,666	1,702	1,706	1,757
무형자산상각비	57	58	51	44
기타	929	1,182	633	623
영업활동으로 인한 자산및부채의변동	969	547	111	250
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	90	-73	-14	-32
재고자산 감소(증가)	-118	-20	-13	-29
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	88	-45	4	8
법인세납부	-948	-371	-487	-508
투자활동으로 인한 현금흐름	-2,410	-2,520	-1,813	-2,174
유형자산처분(취득)	-1,901	-3,029	-1,800	-2,000
무형자산감소(증가)	-8	-11	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-582	669	-77	-174
기타투자활동	81	-149	64	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-2,085	-2,766	-585	-579
장단기금융부채의 증가(감소)	-171	-651	-285	-284
자본의 증가(감소)	0	0	458	458
배당금의 지급	-282	-278	-277	-277
기타재무활동	-1,632	-1,837	-481	-476
현금의 증가	-434	-342	1,384	1,362
기초현금	1,057	623	281	1,665
기말현금	623	281	1,665	3,027

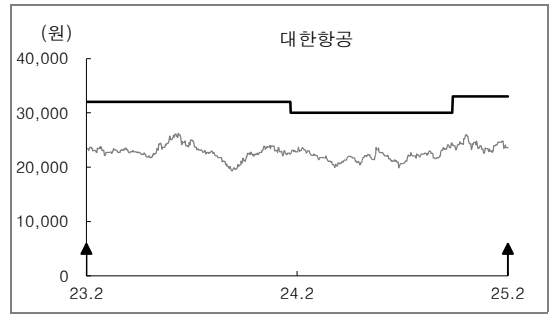
자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	8.3	6.2	5.9	5.6
P/CF (x)	2.3	1.9	2.2	2.2
P/B (x)	0.9	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA (x)	3.9	3.5	3.2	2.6
EPS (원)	2,873	3,647	3,971	4,215
CFPS (원)	10,238	11,801	10,524	10,863
BPS (원)	25,793	28,889	33,349	38,053
DPS (원)	750	750	750	750
배당성향 (%)	24.5	19.5	18.5	17.4
배당수익률 (%)	3.1	3.3	3.3	3.3
매출액증가율 (%)	14.3	10.9	2.3	2.6
EBITDA증가율 (%)	-21.6	11.4	0.2	3.2
조정영업이익증가율 (%)	-36.8	20.3	0.4	3.8
EPS증가율 (%)	-40.1	26.9	8.9	6.1
매출채권 회전율 (회)	17.1	19.0	19.1	19.1
재고자산 회전율 (회)	20.3	20.7	20.7	20.8
매입채무 회전율 (회)	51.9	58.2	58.9	58.6
ROA (%)	3.8	4.6	4.7	4.7
ROE (%)	11.5	13.3	12.8	11.8
ROIC (%)	7.7	9.7	8.9	9.3
부채비율 (%)	209.6	182.9	157.6	138.7
유동비율 (%)	91.3	79.8	94.5	109.0
순차입금/자기자본 (%)	48.3	46.2	26.4	10.7
조정영업이익/금융비용 (x)	3.4	4.1	4.5	4.7

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			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



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

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

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

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
84.62%	7.14%	8.24%	0%

* 2024년 12월 31일 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.