



BUY (유지)

목표주가(12M) 33,000원(상향)  
현재주가(11.28) 25,450원

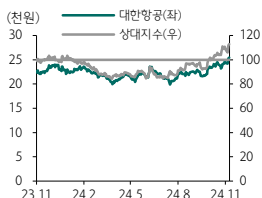
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,504.67
52주 최고/최저(원)	25,450/19,900
시가총액(십억원)	9,371.2
시가총액비중(%)	0.46
발행주식수(천주)	368,220.7
60일 평균 거래량(천주)	1,048.5
60일 평균 거래대금(십억원)	24.5
외국인지분율(%)	17.30
주요주주 지분율(%)	
한진칼 외 26 인	27.05
국민연금공단	7.32

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	17,988.9	18,688.7
영업이익(십억원)	2,153.6	2,254.2
순이익(십억원)	1,408.4	1,565.8
EPS(원)	3,645	4,054
BPS(원)	28,597	31,956

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	14,096.1	16,111.8	17,877.1	18,587.7
영업이익	2,830.6	1,790.1	2,137.4	2,239.1
세전이익	2,562.1	1,575.7	1,808.8	2,035.3
순이익	1,728.4	1,061.2	1,292.0	1,453.8
EPS	4,798	2,873	3,498	3,936
증감율	151.86	(40.12)	21.75	12.52
PER	4.78	8.32	7.28	6.47
PBR	0.94	0.93	0.89	0.80
EV/EBITDA	3.10	3.94	3.19	2.90
ROE	21.95	11.46	12.88	13.06
BPS	24,353	25,793	28,540	31,727
DPS	750	750	750	750



Analyst 안도현 dohyunahn@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 11월 29일 | 기업분석

# 대한항공 (003490)

## 아시아나항공 인수 후에 일어나는 일들

### 드디어 EC의 기업결합 승인

EC(유럽연합 경쟁당국)은 대한항공과 아시아나항공의 기업결합을 승인했다. 미국 법무부의 추가 소송제기가 없다면 주요국의 기업결합승인 절차가 모두 마무리된 것으로 해석하고, 예정대로 연내 아시아나항공 인수 절차가 이루어질 예정이다.

대한항공은 2024년 말 아시아나항공을 자회사로 편입하고, 2년 내로 아시아나항공 합병을 마무리 할 계획이다. 향후 몇 년간의 영업환경은 FSC에게 긍정적이다. 원거리 노선의 경쟁강도가 완화된 상태로 유지되고, 유가/금리도 하향안정화되면서 대한항공은 연간 영업이익 2조원 수준을 유지할 것으로 예상된다.

관건은 아시아나항공의 재무실적과 합병비용이다. 아시아나항공의 2024년 3분기 누적 순이익은 -661억원이고, 영업이익률도 4.1%로 이자비용을 제하면 적자이다. 또한 2025년 하반기를 기점으로 화물사업부가 매각되며(흑자 추정) 매각대금 4,700억원을 수령하겠으나 여객사업부의 탑라인 성장 없이는 2026년 영업이익은 적자일 가능성이 높다.

보다 주목해야하는 점은 아시아나항공의 재무구조 개선 과정이다. 올해 12월을 기점으로 아시아나항공은 1.5조원의 유상증자로 자본을 확충하면서 금리가 높은 단기차입금과 전환사채를 우선적으로 해소할 것으로 예상되고, 따라서 2025년에는 2024년 대비 이자비용이 30% 이상(1,400억원 절감 효과 추산) 절감될 것으로 추산한다. 대한항공의 부채 증가에 대해서는 우려할 필요 없다. 2025년 연결(아시아나항공 포함) 추정실적 기준 부채비율은 270% 수준으로 추산되어 기존 대비로는 상승하나 글로벌 항공사 평균을 감안하면 양호하다.

### 2025년의 연결실적 반영, 목표주가 33,000원으로 상향

불확실성이 제거된 시점, 통합 대한항공은 국내 유일 FSC, 글로벌 메가캐리어로서의 밸류에이션이 합당하다는 판단이다. 대한항공에 대한 투자이견 BUY를 유지하고, 피어그룹 평균 멀티플인 12MF P/E 9배, P/B 1배를 적용하여 목표주가를 33,000원으로 상향한다. 2025년 아시아나항공이 연결 반영된 대한항공 매출액은 26조원, 영업이익은 2조원으로 추정한다. 다만 대한항공의 향후 2년은 과도기적 구간으로 이해해야 한다. 근원적으로는 합병 시너지가 본격화되는 2027년의 영업실적과 재무구조 개선을 보다 염두에 둘 필요가 있다. 합병 이후로는 대한항공의 원거리 지배력 강화에 따른 여객 수익의 안정적 매출 증대와 영업 레버리지 효과도 일부 기대할 수 있다. 그간 시클리컬 기업으로서 평가되어왔다면, 합병 대한항공은 사이클을 탈피한 구조적 성장 가도에 올라섰다는 판단이다.

도표 1. 대한항공/아시아나항공 영업실적 추이 및 전망(단순합산)

(단위: 십억원)

	20	21	22	23	24F	25F	26F	27F
대한항공 매출액	7,659	9,016	14,096	16,112	17,877	18,588	19,534	20,259
아시아나항공 매출액	3,878	4,343	6,207	7,623	8,299	7,643	7,178	8,296
대한항공 영업이익	115	1,419	2,831	1,790	2,137	2,239	2,036	1,913
아시아나항공 영업이익	(272)	92	599	620	311	158	(152)	742
대한항공 당기순이익	-230	579	1,730	1,129	1,364	1,535	1,333	1,263
아시아나항공 당기순이익	-503	-504	27	181	-135	169	-378	426

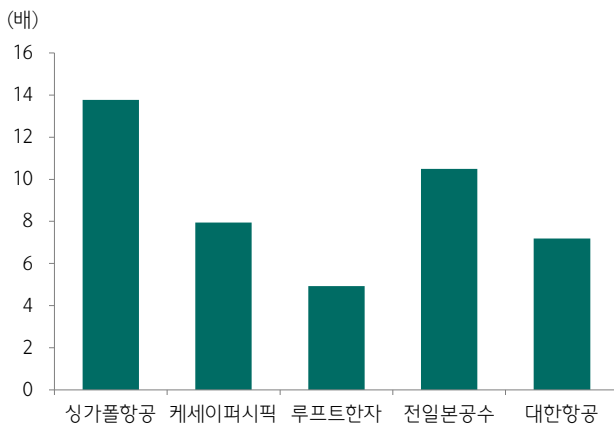
주) 대한항공/아시아나항공 모두 자회사 포함, 합병비용은 미포함  
 자료: 대한항공, 아시아나항공, 하나증권

도표 2. 대한항공의 Valuation

		비교
BPS (원)	33,452	2025년 아시아나항공 연결 반영 추정치
EPS (원)	3,542	
비교 P/B (x)	1.0	Peer Group(싱가폴항공, 케세이퍼시픽, 전일본공수, 루프트한자)의 25F 멀티플
비교 P/E (x)	9.3	
Target P/B (x)	1.0	ROE(25F)가 아시아나항공 연결 반영으로 Peer 평균 대비 낮아지나, 성장성/포트폴리오 측면 비교우위
Target P/E (x)	9.0	
목표주가 (원)	33,000	
현재주가 (원)	25,450	
상승여력 (%)	30%	

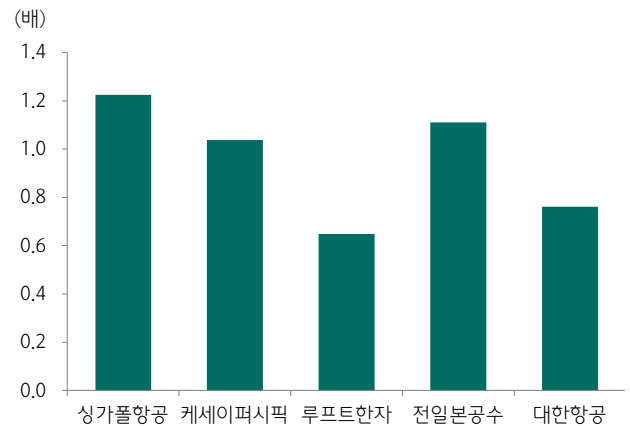
자료: 하나증권

도표 3. Peer Valuation: 25F P/E



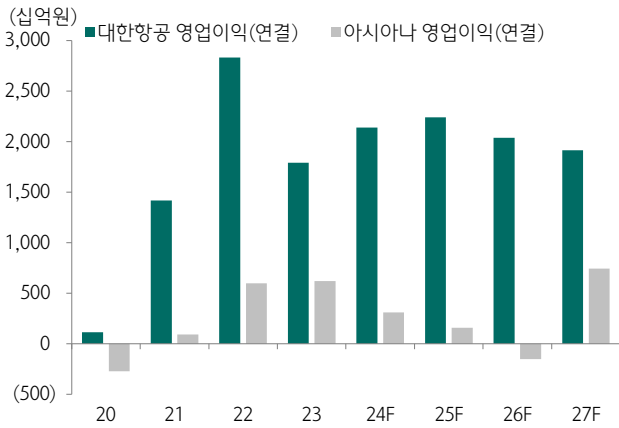
자료: 블룸버그, 하나증권

도표 4. Peer Valuation: 25F P/B



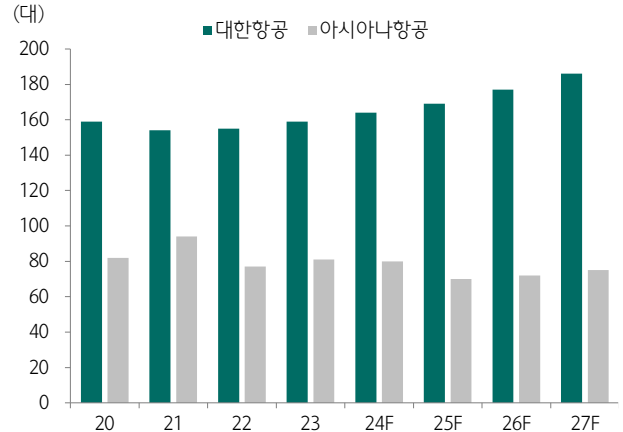
자료: 블룸버그, 하나증권

도표 5. 대한항공/아시아나항공 영업이익 추이 및 전망



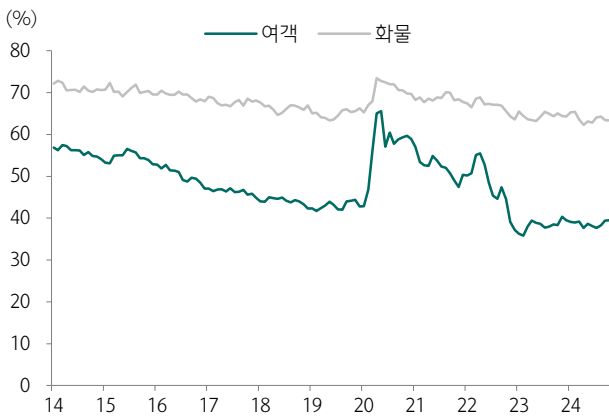
주) 합병 비용 미포함  
자료: 대한항공, 하나증권

도표 6. 대한항공과 아시아나항공의 항공기 보유 대수



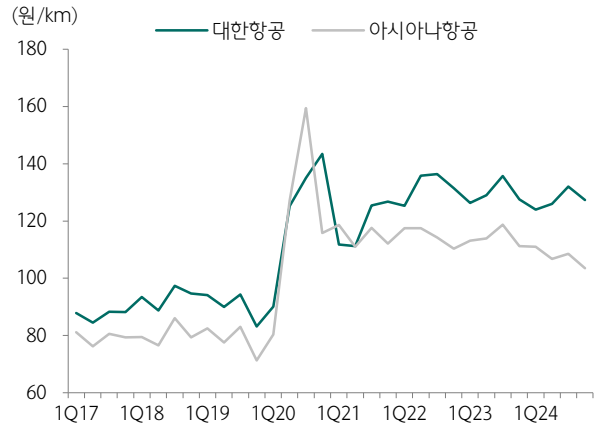
자료: 대한항공, 아시아나항공, 하나증권

도표 7. 인천공항수송실적 중 대한항공+아시아나항공 비중 추이



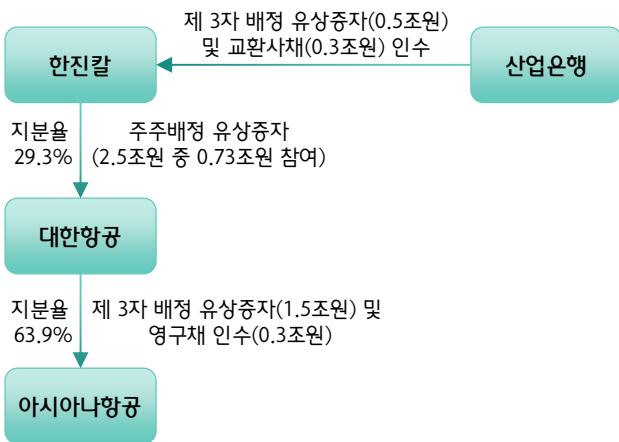
자료: 인천공항공사, 하나증권

도표 8. 대한항공/아시아나항공 국제선 여객운임 비교



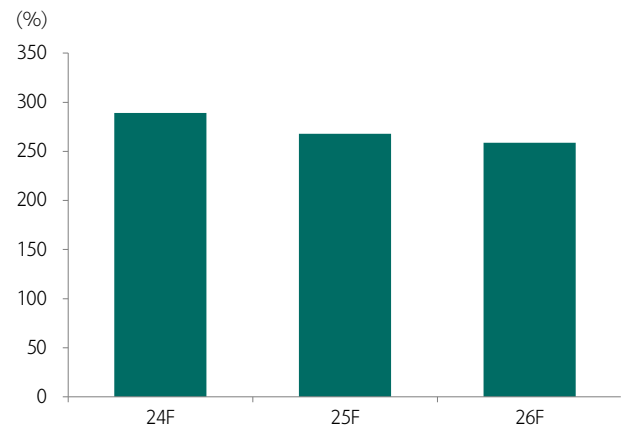
자료: 대한항공, 아시아나항공, 하나증권

도표 9. 대한항공의 아시아나항공 인수 구조도



자료: 각 사, 언론보도, 하나증권

도표 10. 대한항공(아시아나항공 연결 포함) 부채비율 전망



자료: 대한항공, 하나증권

도표 11. 대한항공(별도)의 수송실적 추이 및 전망

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
국내선												
ASK(백만km)	662	709	697	656	629	712	718	706	3,015	2,724	2,765	2,820
RPK(백만km)	573	623	600	562	531	629	612	598	2,480	2,358	2,370	2,405
여객운임(원/km)	193	205	205	209	197	207	204	200	187	203	202	202
국제선												
ASK(백만km)	16,034	19,351	21,068	21,600	21,631	21,774	22,634	22,551	39,450	78,053	88,590	94,791
RPK(백만km)	13,191	16,223	17,951	18,331	18,022	18,398	18,917	18,899	29,142	65,696	74,236	78,691
여객운임(원/km)	126	129	136	128	124	126	132	127	133	130	127	126
화물												
ACTK(백만톤km)	2,744	2,935	3,022	3,056	2,999	3,019	3,062	3,265	12,004	11,757	12,345	12,345
CTK(백만톤km)	2,016	2,060	2,139	2,216	2,165	2,241	2,209	2,406	9,617	8,431	9,021	8,931
화물운임(원/km)	520	468	428	497	460	490	507	501	803	478	490	490

자료: 대한항공, 하나증권

## 추정 재무제표

손익계산서		(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F	
매출액	14,096.1	16,111.8	17,877.1	18,587.7	19,534.5	
매출원가	10,245.4	12,850.3	14,107.4	14,681.8	15,736.8	
매출총이익	3,850.7	3,261.5	3,769.7	3,905.9	3,797.7	
판매비	1,020.1	1,471.4	1,632.3	1,666.8	1,761.4	
영업이익	2,830.6	1,790.1	2,137.4	2,239.1	2,036.3	
금융손익	(50.0)	(152.2)	(18.1)	(17.4)	(17.8)	
중속/관계기업손익	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타영업외손익	(218.6)	(62.2)	(310.5)	(186.3)	(248.4)	
세전이익	2,562.1	1,575.7	1,808.8	2,035.3	1,770.1	
법인세	832.6	446.6	434.1	488.5	424.8	
계속사업이익	1,729.5	1,129.1	1,374.7	1,546.9	1,345.3	
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	1,729.5	1,129.1	1,374.7	1,546.9	1,345.3	
비배주주지분 손익	1.1	67.9	82.7	93.1	80.9	
지배주주순이익	1,728.4	1,061.2	1,292.0	1,453.8	1,264.3	
지배주주지분포괄이익	2,269.0	814.5	1,293.6	1,455.6	1,265.9	
NOPAT	1,910.7	1,282.7	1,624.5	1,701.7	1,547.6	
EBITDA	4,480.3	3,513.0	3,884.9	4,014.3	3,942.4	
<b>성장성(%)</b>						
매출액증가율	56.33	14.30	10.96	3.97	5.09	
NOPAT증가율	96.29	(32.87)	26.65	4.75	(9.06)	
EBITDA증가율	43.91	(21.59)	10.59	3.33	(1.79)	
영업이익증가율	99.62	(36.76)	19.40	4.76	(9.06)	
(지배주주)순이익증가율	199.19	(38.60)	21.75	12.52	(13.03)	
EPS증가율	151.86	(40.12)	21.75	12.52	(13.03)	
<b>수익성(%)</b>						
매출총이익률	27.32	20.24	21.09	21.01	19.44	
EBITDA이익률	31.78	21.80	21.73	21.60	20.18	
영업이익률	20.08	11.11	11.96	12.05	10.42	
계속사업이익률	12.27	7.01	7.69	8.32	6.89	

투자지표		(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F	
<b>주당지표(원)</b>						
EPS	4,798	2,873	3,498	3,936	3,423	
BPS	24,353	25,793	28,540	31,727	34,400	
CFPS	13,336	10,238	10,189	10,724	10,437	
EBITDAPS	12,438	9,512	10,519	10,869	10,674	
SPS	39,132	43,624	48,404	50,328	52,891	
DPS	750	750	750	750	750	
<b>주기지표(배)</b>						
PER	4.78	8.32	7.28	6.47	7.43	
PBR	0.94	0.93	0.89	0.80	0.74	
PCFR	1.72	2.33	2.50	2.37	2.44	
EV/EBITDA	3.10	3.94	3.19	2.90	2.79	
PSR	0.59	0.55	0.53	0.51	0.48	
<b>재무비율(%)</b>						
ROE	21.95	11.46	12.88	13.06	10.35	
ROA	6.21	3.57	4.09	4.33	3.59	
ROIC	11.51	7.78	9.90	10.18	9.03	
부채비율	212.06	209.64	199.86	182.40	172.14	
순부채비율	54.90	48.25	35.61	25.08	17.56	
이자보상배율(배)	7.06	3.37	3.52	3.85	3.42	

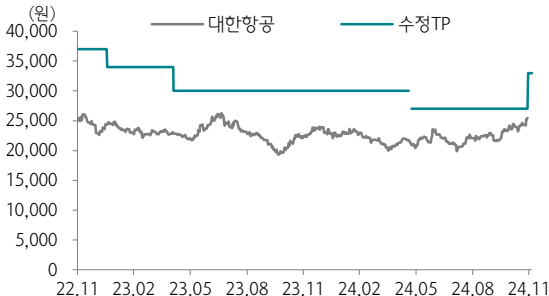
자료: 하나증권

대차대조표		(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F	
<b>유동자산</b>	8,090.9	8,595.2	10,084.5	11,033.2	11,947.4	
금융자산	6,043.4	6,238.0	7,292.8	8,118.2	8,884.0	
현금성자산	1,056.9	622.8	1,062.3	1,640.1	2,075.9	
매출채권	958.2	927.0	1,205.1	1,265.3	1,329.8	
재고자산	730.1	853.6	947.1	984.8	1,034.9	
기타유동자산	359.2	576.6	639.5	664.9	698.7	
<b>비유동자산</b>	20,906.8	21,796.6	22,639.0	23,370.4	24,113.0	
투자자산	761.1	757.6	969.7	900.6	954.4	
금융자산	761.1	757.6	969.7	900.6	954.4	
유형자산	17,079.1	18,174.9	18,470.8	19,017.4	19,489.5	
무형자산	873.8	824.2	774.6	731.3	693.7	
기타비유동자산	2,192.8	2,039.9	2,423.9	2,721.1	2,975.4	
<b>자산총계</b>	28,997.7	30,391.8	32,723.5	34,403.6	36,060.4	
<b>유동부채</b>	8,475.2	9,409.9	10,247.1	10,743.4	11,238.2	
금융부채	3,661.9	3,757.6	3,997.6	4,253.5	4,428.0	
매입채무	255.3	240.2	266.5	277.1	291.3	
기타유동부채	4,558.0	5,412.1	5,983.0	6,212.8	6,518.9	
<b>비유동부채</b>	11,230.1	11,166.7	11,563.6	11,477.6	11,571.4	
금융부채	7,483.3	7,216.6	7,180.7	6,920.5	6,782.2	
기타비유동부채	3,746.8	3,950.1	4,382.9	4,557.1	4,789.2	
<b>부채총계</b>	19,705.2	20,576.6	21,810.7	22,221.0	22,809.6	
<b>지배주주지분</b>	8,994.2	9,526.0	10,540.9	11,717.6	12,704.9	
자본금	1,846.7	1,846.7	1,846.7	1,846.7	1,846.7	
자본잉여금	4,145.6	4,145.3	4,145.3	4,145.3	4,145.3	
자본조정	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	
기타포괄이익누계액	948.3	942.1	942.1	942.1	942.1	
이익잉여금	2,053.7	2,591.9	3,606.8	4,783.6	5,770.8	
<b>비지배주주지분</b>	298.3	289.2	371.9	465.0	545.9	
<b>자본총계</b>	9,292.5	9,815.2	10,912.8	12,182.6	13,250.8	
순금융부채	5,101.8	4,736.2	3,885.6	3,055.8	2,326.2	

현금흐름표		(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F	
<b>영업활동 현금흐름</b>	5,572.4	4,092.5	4,657.7	4,289.3	4,362.9	
당기순이익	1,729.5	1,129.1	1,374.7	1,546.9	1,345.3	
조정	2,824.1	1,994.3	2,435.8	2,401.4	2,563.2	
감가상각비	1,649.7	1,722.9	1,747.4	1,775.3	1,906.1	
외환거래손익	309.8	88.9	98.2	56.5	77.3	
지분법손익	(0.2)	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타	864.8	182.5	590.2	569.6	579.8	
영업활동 자산부채 변동	1,018.8	969.1	847.2	341.0	454.4	
<b>투자활동 현금흐름</b>	(2,975.9)	(2,409.9)	(3,303.3)	(2,810.8)	(3,056.0)	
투자자산감소(증가)	64.9	241.6	(212.1)	69.1	(53.8)	
자본증가(감소)	(725.2)	(1,908.5)	(1,993.7)	(2,278.6)	(2,340.6)	
기타	(2,315.6)	(743.0)	(1,097.5)	(601.3)	(661.6)	
<b>재무활동 현금흐름</b>	(2,698.0)	(979.7)	(680.9)	(863.5)	(835.8)	
금융부채증가(감소)	(1,370.6)	(171.0)	204.1	(4.3)	36.2	
자본증가(감소)	299.1	(0.2)	0.0	0.0	0.0	
기타재무활동	(1,621.9)	(531.4)	(607.9)	(582.1)	(594.9)	
배당지급	(4.6)	(277.1)	(277.1)	(277.1)	(277.1)	
<b>현금의 증감</b>	(128.5)	702.8	(697.4)	577.8	435.9	
Unlevered CFO	4,803.9	3,781.2	3,763.0	3,960.8	3,854.7	
Free Cash Flow	4,810.7	2,183.9	2,664.0	2,010.7	2,022.3	

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

대한항공



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.11.29	BUY	33,000		
24.5.24	BUY	27,000	-17.14%	-5.74%
24.5.19	담당자 변경		-	-
24.5.4	1년 경과		-	-
23.5.4	BUY	30,000	-24.66%	-12.50%
23.1.16	BUY	34,000	-31.44%	-27.06%
22.7.21	BUY	37,000	-33.75%	-27.03%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(안도현)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2024년 11월 29일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본자료를 작성한 애널리스트(안도현)는 2024년 11월 29일 현재 해당회사의 유가증권 권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류  
BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(비중축소)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류  
Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.27%	5.29%	0.44%	100%

\* 기준일: 2024년 11월 26일