

대한항공 (003490)

예견된 부진, 다음을 바라볼 때

투자의견

BUY(유지)

목표주가

35,000 원(유지)

현재주가

22,550 원(10/21)

시가총액

8,303(십억원)

로봇/방산/조선/운송 양승윤_02)368-6139_syyang0901@eugenefn.com

- 대한항공의 3Q25 실적은 별도 기준 매출액 4조 85억원(-6%yoy), 영업이익 3,763억원(-39%yoy, OPM 9.4%)를 기록. 당사 영업이익 추정치 4,493억원을 하회하는 실적.
- 예상한 바와 같이, 여객 부문에서 10월 추석 연휴로 수요 집중되면서 성수기 3분기 수요가 상대적으로 약했고, 미국의 입국 규정 강화 & 아태 항공사 공급 증가로 주력인 미주 실적이 부진했음. 당사 추정 노선별 운임단가에 따르면, 미주 외 동남아도 운임이 하락했고, 중국도 공급 증가 속 L/F 확보 위한 운임 하방 압력이 작용한 것으로 추정.
- 그러나, 10월에는 기존의 부진했던 영향들을 만회하고 있음. 동사의 최대 매력 포인트인 프리미엄 수요도 여전히 견조함. 화물 사업도 3분기 수요 및 운임 모두 견조했고, 4분기는 계절적 성수기임. 예상했던 쇼크를 넘어 4분기 실적을 바라볼 때임. 4분기 이후 공정위 운임 상승 제한 조치 해제되면 추가적인 업사이드 여력도 존재할 것.
- 여전히 환율이 비우호적이고, 동남아 여행 불안감 확대 등 리스크도 존재하지만, 동사의 경쟁력이 높은 중국 노선 수요와 수익성 좋은 일본 노선으로의 수요 분산이 예상됨. 인건비 및 감가비가 증가하는 비용 상승 요인도 있지만, 신조기 및 고효율 항공기로의 기단 교체 가속화로 연료 소모량도 지속 감소하면서 상쇄되는 중.
- 미래 사업에 대한 의지도 확인. 올해 예정했던 방산 사업(블랙호크 개량, 전자전기, 무인표적기, 공중통제기)을 모두 수주하는 쾌거를 달성했으며, 무인기 공장 증설도 추진 중. 내년 상반기에는 KF-21의 윙맨 역할을 수행할 저피탐 무인편대기(LOWUS)의 시범 비행도 예정되어있음. 아쉬움보다 기대의 여지가 더 많다는 판단. 대한항공에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 35,000원을 유지함. 항공운송 업종 내 최선호주로 계속해서 제시.

주가(원, 10/21) 22,550
시가총액(십억원) 8,303

발행주식수 368,221천주
52주 최고가 26,750원
52주 최저가 19,990원
52주 일간 Beta 0.28
60일 일평균거래대금 300억원
외국인 지분율 0.0%
배당수익률(2025F) 3.3%

주주구성
한진칼(외 24인) 30.4%
국민연금공단(외 1인) 9.0%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-13.4	-43.4	-51.2
절대기준	-2.4	10.3	-4.4

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	35,000	35,000	-
영업이익(25)	1,562	1,692	▼
영업이익(26)	1,789	1,903	▼

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	16,112	17,871	24,938	24,926
영업이익	1,790	2,110	1,562	1,789
세전손익	1,576	1,836	1,599	1,507
당기순이익	1,129	1,382	1,184	1,103
EPS(원)	2,882	3,577	2,754	2,709
증감률(%)	-38.6	24.1	-23.0	-1.6
PER(배)	8.3	6.3	8.2	8.3
ROE(%)	11.5	13.2	9.4	8.6
PBR(배)	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	3.9	5.4	5.4	5.2

자료: 유진투자증권

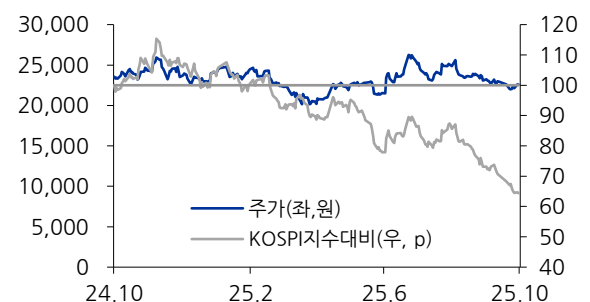


도표 1. 도표 2. 대한항공 실적 추이 및 전망

구분 (단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	2024	2025E	2026E
연결 매출액	4,291	4,402	4,675	4,502	6,492	6,211	5,984	6,252	17,871	24,938	24,926
yoy%	19.5	13.5	10.0	2.5	51.3	41.1	28.0	38.9	10.9	39.5	0.0
연결 영업이익	538	443	666	464	431	370	371	390	2,110	1,562	1,789
yoy%	10.7	-7.2	22.6	63.2	-19.8	-16.4	-44.2	-15.9	17.9	-26.0	14.5
opm%	12.5	10.1	14.2	10.3	6.6	6.0	6.2	6.2	11.8	6.3	7.2
별도 매출액	3,823	4,024	4,241	4,030	3,956	3,986	4,009	4,175	16,117	16,125	16,562
yoy%	19.6	13.8	9.8	1.2	3.5	-9	-5.5	3.6	10.6	0.1	2.7
별도 영업이익	436	413	619	435	351	399	376	406	1,903	1,532	1,534
yoy%	5.1	-11.7	18.9	137.1	-19.5	-3.5	-39.2	-6.7	19.9	-19.5	0.1
opm%	11.4	10.3	14.6	10.8	8.9	10.0	9.4	9.7	11.8	9.5	9.3

대한항공 별도 기준 사업량 세부											
(1) 국내선	104	130	125	113	99	121	123	105	473	448	431
ASK(백만 km)	629	712	718	654	629	704	749	669	2,713	2,751	2,791
RPK(백만 km)	531	629	612	584	517	621	637	581	2,356	2,356	2,363
L/F(%)	84	88	85	89	82	88	85	87	87	86	85
Yield(원)	197	207	204	193	191	195	192	181	201	190	182
(2) 국제선	2,238	2,314	2,492	2,262	2,337	2,275	2,299	2,403	9,306	9,313	9,669
ASK(백만 km)	21,631	21,774	22,634	22,304	22,174	21,584	22,615	23,348	88,343	89,721	93,134
RPK(백만 km)	18,022	18,398	18,917	18,973	18,836	18,354	18,998	19,925	74,310	76,113	79,485
L/F(%)	83	84	84	85	85	85	84	85	84	85	85
Yield(원)	124	126	132	119	124	124	121	121	125	122	122
(3) 화물	997	1,097	1,120	1,198	1,054	1,055	1,067	1,133	4,412	4,310	4,267
AFTK(백만 km)	2,999	3,019	3,062	3,051	2,896	2,944	3,034	3,076	12,131	11,950	11,973
FTK(백만 km)	2,165	2,241	2,209	2,230	2,043	2,128	2,162	2,211	8,845	8,544	8,568
L/F(%)	72	74	72	73	71	72	71	72	73	71	72
Yield(원)	460	490	507	537	516	496	493	513	499	504	498

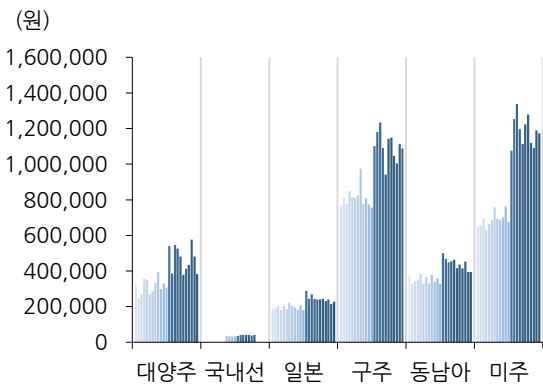
자료: 유진투자증권

도표 3. 대한항공 12M/F PBR 밴드



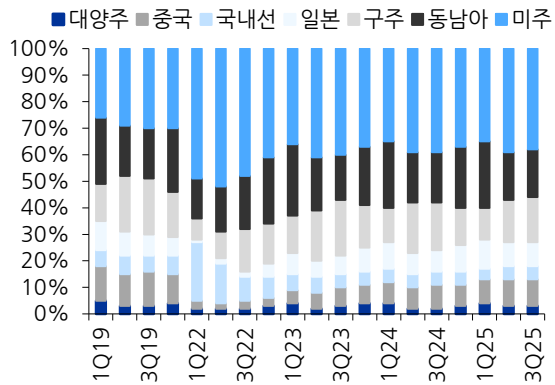
자료: 유진투자증권

도표 4. 대한항공 노선별 ASP 추정치



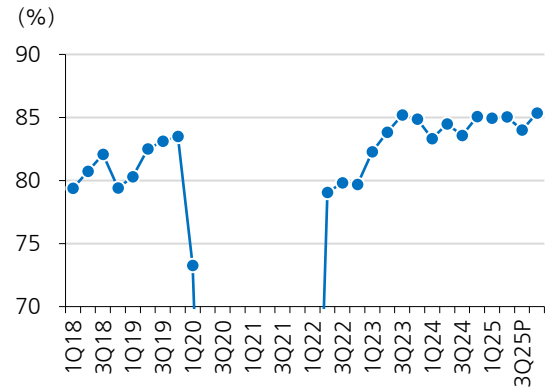
자료: 유진투자증권

도표 5. 대한항공 노선별 매출 비중



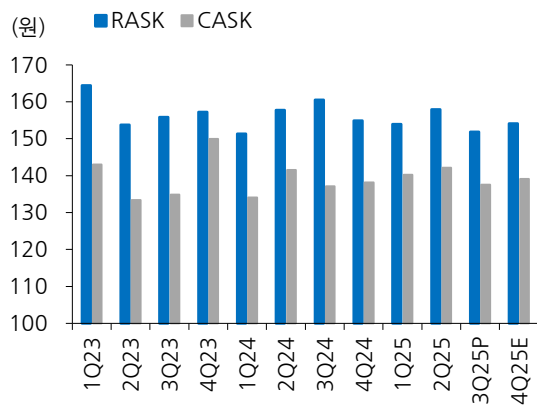
자료: 유진투자증권

도표 6. 국제선 여객 L/F



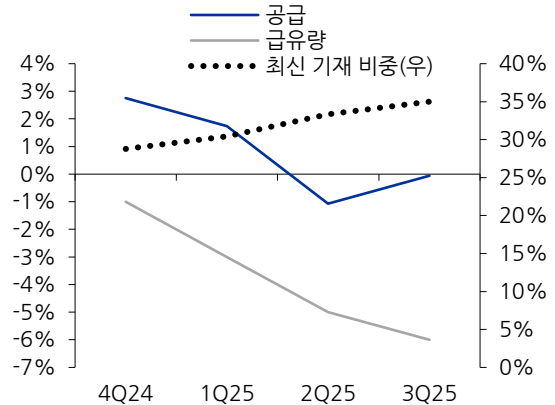
자료: 유진투자증권

도표 7. 대한항공 RASK, CASK 추이



자료: 유진투자증권

도표 8. 공급 및 급유량 yoy%, 최신기종 비중 변화



자료: 유진투자증권

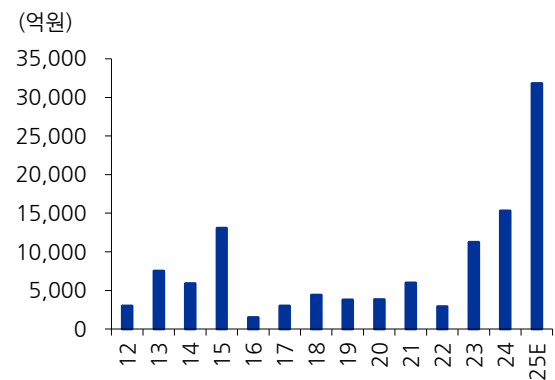
주) 최신 기종 비중은 여객기 중 A350, A321N, B787, B737M 합산 비중

도표 9. 대한항공 무인기 라인업



자료: 유진투자증권

도표 10. 항공우주 신규 수주 추이 및 추정



자료: 유진투자증권

주) 25년 블랙호크 및 전자전기, 항공통제기 수주 추정치를 포함

대한항공(003490.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	30,392	47,012	47,965	49,042	50,120
유동자산	8,595	11,617	10,869	11,407	11,915
현금성자산	6,238	6,902	6,103	6,598	7,039
매출채권	1,138	1,590	1,499	1,512	1,537
재고자산	854	1,171	1,293	1,303	1,326
비유동자산	21,797	35,395	37,095	37,635	38,205
투자자산	2,798	3,943	3,934	4,094	4,260
유형자산	18,175	28,374	30,158	30,586	31,036
기타	824	3,077	3,003	2,955	2,908
부채총계	20,577	36,049	36,127	36,484	36,879
유동부채	9,410	16,973	14,902	14,989	15,103
매입채무	1,814	3,465	2,929	2,953	3,003
유동성이자부채	3,758	7,276	5,678	5,678	5,678
기타	3,838	6,233	6,295	6,358	6,422
비유동부채	11,167	19,075	21,225	21,495	21,776
비유동이자부채	7,217	12,193	14,421	14,421	14,421
기타	3,950	6,883	6,804	7,074	7,355
자본총계	9,815	10,963	11,838	12,558	13,241
지배지분	9,526	10,473	11,216	11,936	12,619
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	4,227	4,947	5,630
기타	942	995	997	997	997
비지배지분	289	490	622	622	622
자본총계	9,815	10,963	11,838	12,558	13,241
총차입금	10,974	19,469	20,099	20,099	20,099
순차입금	4,736	12,566	13,995	13,500	13,060

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	4,092	4,559	3,521	3,679	3,685
당기순이익	1,129	1,382	1,184	1,103	1,076
자산상각비	1,723	1,796	2,567	2,371	2,404
기타비현금성손익	929	994	(1,424)	122	122
운전자본증감	969	412	(599)	44	46
매출채권감소(증가)	90	(93)	24	(12)	(26)
재고자산감소(증가)	(118)	(99)	(73)	(10)	(22)
매입채무증가(감소)	88	(10)	47	24	50
기타	908	614	(597)	43	44
투자현금	(2,410)	(871)	(3,164)	(3,102)	(3,171)
단기투자자산감소	(532)	1,497	(156)	(196)	(204)
장기투자증권감소	(3)	0	(2)	(19)	(19)
설비투자	1,909	2,894	3,303	2,742	2,798
유형자산처분	7	16	12	0	0
무형자산처분	(8)	(12)	(7)	(9)	(9)
재무현금	(2,085)	(2,163)	(1,347)	(277)	(277)
차입금증가	(1,201)	(1,341)	(733)	0	0
자본증가	(282)	(278)	(277)	(277)	(277)
배당금지급	282	278	277	277	277
현금 증감	(434)	1,593	(934)	299	236
기초현금	1,057	623	2,216	1,281	1,581
기말현금	623	2,216	1,281	1,581	1,817
Gross Cash flow	3,781	4,171	4,165	3,634	3,639
Gross Investment	908	1,956	3,606	2,862	2,922
Free Cash Flow	2,873	2,215	559	772	717

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	16,112	17,871	24,938	24,926	25,435
증가율(%)	14.3	10.9	39.5	(0.0)	2.0
매출원가	12,850	14,113	20,844	20,606	21,162
매출총이익	3,261	3,758	4,094	4,320	4,273
판매 및 일반관리비	1,471	1,648	2,531	2,531	2,484
기타영업손익	44	12	54	(0)	(2)
영업이익	1,790	2,110	1,562	1,789	1,789
증가율(%)	(36.8)	17.9	(26.0)	14.5	0.0
EBITDA	3,513	3,906	4,129	4,160	4,193
증가율(%)	(21.6)	11.2	5.7	0.8	0.8
영업외손익	(214)	(274)	37	(282)	(321)
이자수익	307	288	327	342	342
이자비용	531	514	826	802	783
지분법손익	0	0	9	4	6
기타영업외손익	10	(48)	527	174	115
세전순이익	1,576	1,836	1,599	1,507	1,469
증가율(%)	(38.5)	16.5	(12.9)	(5.8)	(2.6)
법인세비용	447	454	415	404	393
당기순이익	1,129	1,382	1,184	1,103	1,076
증가율(%)	(34.7)	22.4	(14.3)	(6.8)	(2.5)
지배주주지분	1,061	1,317	1,014	997	959
증가율(%)	(38.6)	24.1	(23.0)	(1.6)	(3.8)
비지배지분	68	65	170	106	116
EPS(원)	2,882	3,577	2,754	2,709	2,606
증가율(%)	(38.6)	24.1	(23.0)	(1.6)	(3.8)
수정EPS(원)	2,882	3,577	2,752	2,706	2,603
증가율(%)	(38.6)	24.1	(23.1)	(1.7)	(3.8)

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	2,882	3,577	2,754	2,709	2,606
BPS	25,793	28,356	30,369	32,319	34,167
DPS	750	750	750	750	750
밸류에이션(배, %)					
PER	8.3	6.3	8.2	8.3	8.7
PBR	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
EV/ EBITDA	3.9	5.4	5.4	5.2	5.1
배당수익율	3.1	3.3	3.3	3.3	3.3
PCR	2.3	2.0	2.0	2.3	2.3
수익성(%)					
영업이익율	11.1	11.8	6.3	7.2	7.0
EBITDA이익율	21.8	21.9	16.6	16.7	16.5
순이익율	7.0	7.7	4.7	4.4	4.2
ROE	11.5	13.2	9.4	8.6	7.8
ROIC	9.2	8.6	4.8	5.2	5.1
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	48.3	114.6	118.2	107.5	98.6
유동비율	91.3	68.4	72.9	76.1	78.9
이자보상배율	3.4	4.1	1.9	2.2	2.3
활동성 (회)					
총자산회전율	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
매출채권회전율	14.1	13.1	16.1	16.6	16.7
재고자산회전율	20.3	17.7	20.2	19.2	19.4
매입채무회전율	10.0	6.8	7.8	8.5	8.5

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.

따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	97%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.09.30 기준)

