



Overweight

관심종목

*CP 2025년 3월 17일

대한항공(003490)

BUY | TP 33,000원 | CP 22,850원

진에어(272450)

BUY | TP 14,000원 | CP 9,580원



Analyst 안도현 dohyunahn@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2025년 3월 18일 | 산업분석

운송

항공주 주가 박스권 탈피 언제쯤 가능할까?

미국 항공주 주가 하락세 지속, 대한항공도 일부 영향

최근 델타항공/아메리칸항공 등이 2025년 1분기 가이드언스를 하향조정하면서 미국 내 항공주 주가 하락을 야기했다. 델타항공은 기존 제시했던 1분기 매출 성장률 7~9%을 3~4%로 하향했고, 영업이익률도 6~8%에서 4~5%로 하향 조정했다. 아메리칸항공도 1분기 매출 성장률 3~5% 대신 YoY Flat 수준으로 가이드언스를 하향했고, 1분기 손실폭도 추가될 것으로 전망 중이다. 이를 계기로 미국 경기침체에 따른 항공여객 수요 감소 우려가 제기되면서 미국 항공산업 주가는 한달 사이 20% 이상 하락했다. 이 과정에서 국내 항공주, 특히 미주 여객 노선 매출 비중이 37%인 대한항공의 주가도 일부 영향받는 모습이었다. 다만 미국 내 항공 수요와 대한항공의 미주 노선 수요는 분리해서 접근해야 하는데, 한국의 아웃바운드 항공 수요는 양호하고, 대한항공의 미주 노선 수요처 중 출장/유학 비중이 높기 때문이다.

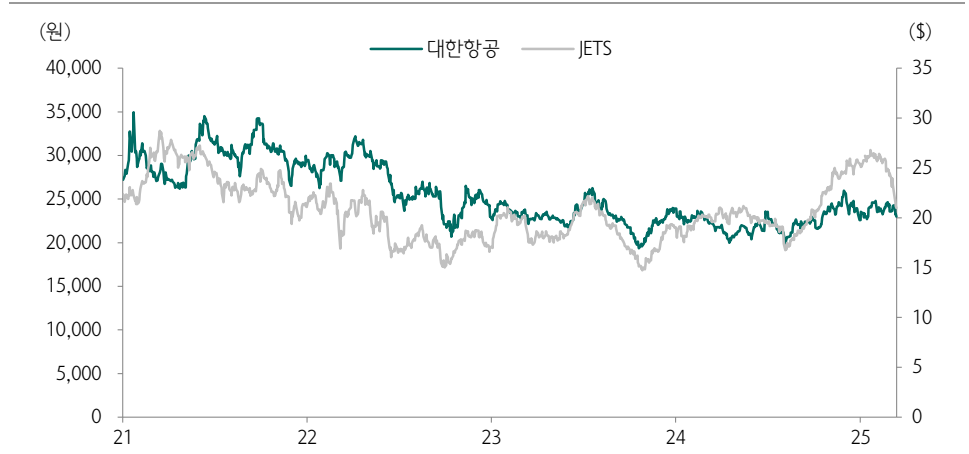
2024년부터 항공사 간 주가 흐름 차별화, 관건은 밸류에이션

항공사는 글로벌 경기 민감도가 높은 산업이기 때문에 실적과 주가의 움직임이 국가를 막론하고 유사하게 전개되는 경우가 많다. 특히 팬데믹 이후 글로벌 항공사의 주가는 비슷한 흐름을 보여왔는데, 2024년을 기점으로 개별 기업의 주가 흐름은 차별화 되고 있다. 특히 2024년 하반기 이후 미국 항공주의 주가 상승이 가팔랐는데, 실적 추정치의 상향보다는 미국 경기 호조 및 프리미엄 항공수요 증가에 대한 기대감으로 인한 멀티플 상승이 주요했다. 반면 대한항공의 주가는 박스권에서 등락을 반복하고 있는데, 실적 추정치의 지속 상향에도 불구하고 밸류에이션이 하락세를 거듭하고 있는 모습이다. 현재 대한항공의 개별실적에 대한 우려감은 크지 않다. 현재 밸류에이션을 제약하는 것은 1)소비심리 둔화 및 고환율 지속에 따른 항공여객 수요 우려, 2)아시아나항공 별도 실적에 대한 우려, 2가지로 해석한다.

Top Pick: 대한항공, 편안한 주가

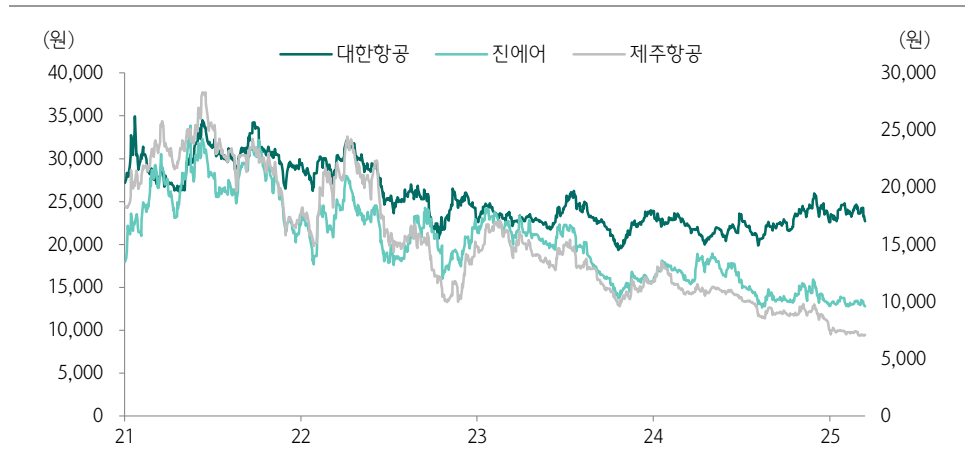
현재 대한항공은 매수가 편안한 구간이다. 현재 대한항공의 12MF P/E는 6배대로 역사적 저점이고, 주가도 박스권의 최하단을 기록 중이기 때문에 추가 하락 가능성이 낮다. 또한 대한항공은 견조한 프리미엄 수요를 기반으로 높은 여객 운임을 유지할 전망이고, 아시아나항공 합병비용(주로 PPA 상각비용 및 시스템 통합비용)도 연간 1,000억원 수준으로 추산되기 때문에 실적 영향은 제한적이다. 관건은 아시아나항공의 별도 실적인데, 작년 아시아나항공의 영업이익은 BEP 수준이었고, 올해도 유사한 수준을 예상하는 바, 아시아나항공이 IS에 연결편입된다고 해서 EPS 하락 여지는 크지 않다는 판단이다. 대한항공의 밸류에이션은 1)항공 수요가 FSC 위주로 증가하고, 2)연결 실적의 견조함을 증명하면서 1분기 이후 차츰 상향될 것으로 예상한다. LCC의 여객 운임은 경쟁심화 등 요인으로 YoY 하락세를 지속하고 있는데, 당분간 신중하게 접근할 필요가 있다. 실적 가시성이 높고, EPS가 우상향되는 기업을 선별하여 매수를 추천한다.

도표 1. 대한항공과 미국 항공사 ETF 주가 추이 비교



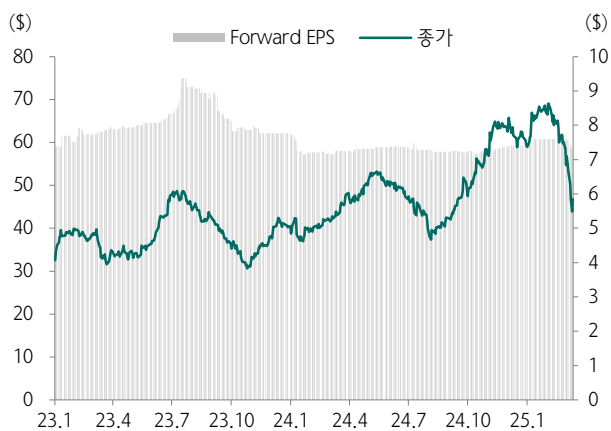
자료: Bloomberg, Quantwise, 하나증권

도표 2. 대한항공/진에어/제주항공 주가 추이



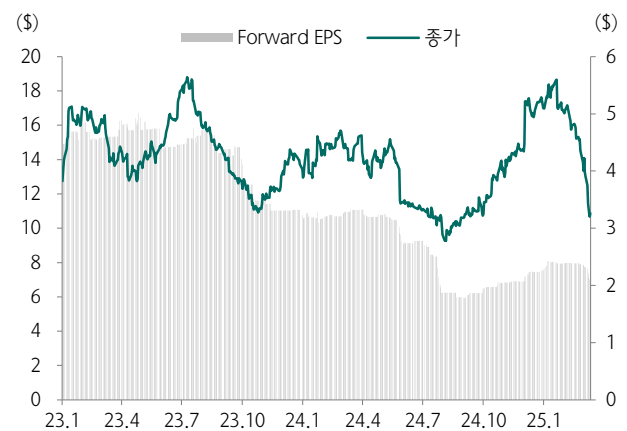
자료: Quantwise, 하나증권

도표 3. 델타항공 EPS 전망치와 주가 비교



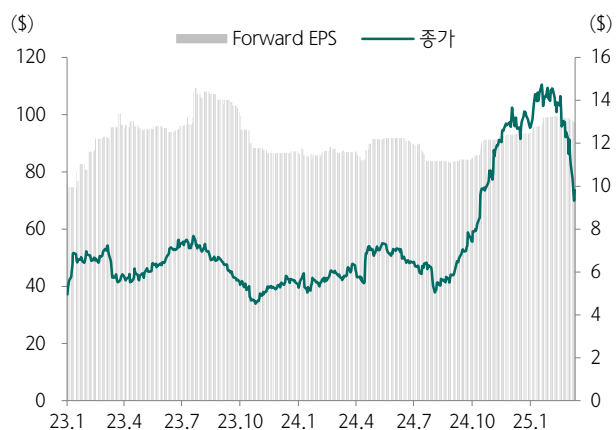
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 4. 아메리칸항공 EPS 전망치와 주가 비교



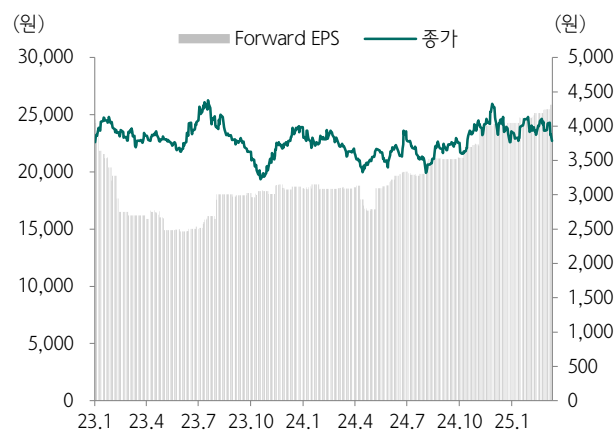
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 5. 유나이티드항공 EPS 전망치와 주가 비교



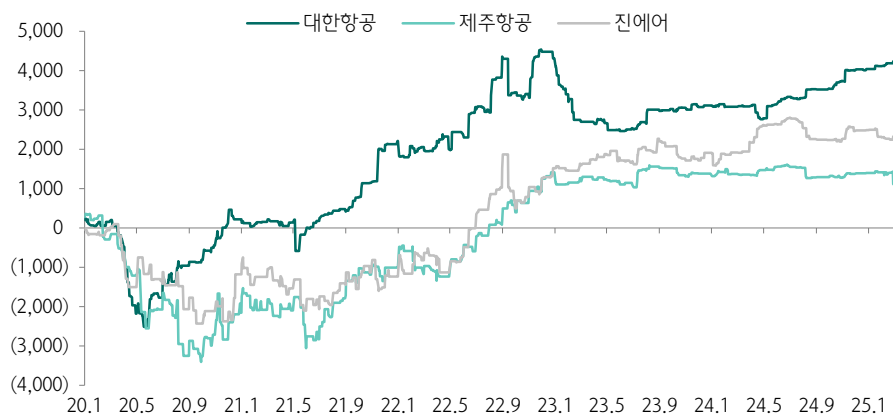
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 6. 대한항공 EPS 전망치와 주가 비교



자료: Quantwise, 하나증권

도표 7. 대한항공/진에어/제주항공 12MF EPS 추이



자료: Quantwise, 하나증권

도표 8. 대한항공의 아시아나항공 사업결합 이전대가

(단위: 백만원)

구 분	아시아나항공(주)
I. 이전대가	1,958,572
현금	1,500,000
기보유한 피취득회사 신종자본증권의 공정가치	458,572
II. 식별가능한 자산과 부채로 인식된 금액	703,899
유동자산	2,851,270
비유동자산	10,311,636
무형자산*	856,665
유동부채	-5,627,792
비유동부채	-6,831,215
III. 피취득회사에 대한 비지배지분	-620,039
IV. 피취득회사 발행 신종자본증권	475,000
V. 영업권 (I - II - III - IV)	1,399,712

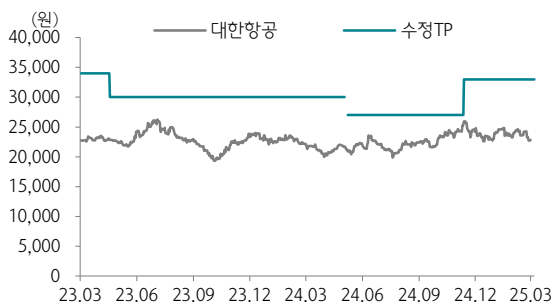
*사업결합 시 식별한 고객관계자산,

과거 이마트가 스타벅스를 인수하면서 고객관계자산을 무형자산으로 분류하고 10년 정액 상각하였음

자료: 대한항공 감사보고서, 하나증권

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

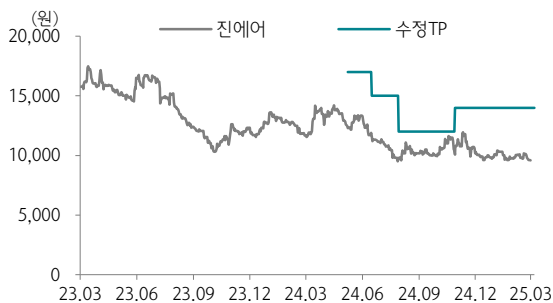
대한항공



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%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

진에어



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.11.14	BUY	14,000		
24.8.15	BUY	12,000	-12.71%	-3.17%
24.7.2	BUY	15,000	-28.65%	-24.27%
24.5.24	BUY	17,000	-25.59%	-21.35%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(안도연)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 2025년 3월 17일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(안도연)는 2025년 3월 17일 현재 해당회사의 유가증권 을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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 자 신의 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 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재가 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	93.12%	6.42%	0.46%	100%

* 기준일: 2025년 03월 14일