2025.01.16

운송 (Overweight)

4Q24 항공 데이터와 이슈 점검

Industry Brief

[건설/운송] 배세호 2122-9202 seho.bae@imfnsec.com

Overweight (Maintain)

종목명	투자의견	목표주가
대한항공(003490)	Buy	31,000(유지)

4Q24 항공 데이터 Review

4Q24 국제선 여객 수요는 전년동기대비 17.7% 증가한 2,360만명(국제선 출발 + 도착 기준, +355만명 YoY)을 기록했다. 12월의 경우 전년동월대비 16.9% 증가한 822만명을 기록했다. 여전히 두 자릿 수의 성장률을 보여주고 있다.

4Q24 지역별로 일본 +17.7% YoY(+106만명), 중국 43.2% YoY(+105만명), 동남아 +12.2 YoY(+82만명), 미주 +15.1% YoY(+22만명), 유럽 +4.3% YoY(+4.5만명)를 기록했다. 일본 노선 수요가 여전히 고무적인 수준을 유지하고 있으며, 중국의 경우 한국인 관광객 무비자 입국(2024년 11월~) 정책으로 큰 폭의 반등이 있었다.

여객 수요 및 운임 전망

2025년 여객 수요는 전년대비 8~11% 증가가 예상된다. 1) 일본 노선 수요가 2024년 수준을 유지하고, 2) 중국 노선의 수요가 전년대비 30~50% 증가, 3) 이외의 노선은 5~10% 성장을 가정한 것이다. 2025년 여객 수요의 핵심은 중국이다. 2024년 12월 29일 발생한 제주항공 사고로 여객 수요 감소 우려가 있었지만, 2025년 1월 1~8일의 수요는 전년과 유사했다(국제선 증가, 국내선 감소).

커버리지 항공사의 4Q24의 국제선 운임의 하락 폭은 컸다. 전년동기대비 국제여객 운임은 대한항공 -3.5%, 티웨이항공 -18%, 제주항공 -9% 수준 하락한 것으로 예상된다. 항공유 하락(-11.7% YoY)에 따른 유류할증료가 하락했고, 항공사들의 경쟁 강도 심화도 영향을 미쳤다. 2025년 국제선 운임은 조정을 받는 가운데, 단거리 노선은 하이 싱글 수준의 하락이 예상된다.

상반기까지 항공 화물 강세 예상

2025년 항공화물 운임은 현재 컨테이너 운임의 불확실성과 높은 항공화물 수요를 감안할 때 2025년 상반기까지 높은 수준을 유지할 것으로 보인다. 2024년은 미국의 강한 소비 지표와 중국의 이커머스 성장률이 글로벌 항공화물 시장을 견인했다. 2025년의 주요 변수는 트럼프의 관세 정책으로 정책의 강도와 시행시기에 따라 항공화물 운임은 높은 변동성을 보일 것으로 예상된다.

2025년부터 대한항공 – 아시아나항공의 시너지 확인 기대

기업결합승인이 완료되며, 대한항공이 아시아나항공의 최대주주(63.88%)이 되었다. 아시아나항공의 손익은 1Q25부터 연결로 인식할 예정이다. 두 회사의 결합은 추가 비용보다는 비용 절감과 운임 상승 효과가 더욱 클 것으로 예상된다. 구체적으로 운임 측면에서는 장거리 노선의 높은 운임이 고착화될 것으로 보이고, 비용 측면에서는 유류비, 공항관련비, 정비비 측면에서 절감 효과가 있을 것으로 예상된다.

4Q24 대한항공의 매출액과 영업이익은 각각 4.6조원(+5.2% YoY), 4,450억원(+56.5 YoY)가 예상되고, 아시아나항공의 실적을 반영한 2025년 매출액과 영업이익은 각각 26.8조원(+49.1% YoY), 영업이익은 2.4조원(+11.2% YoY)가 예상된다. 안정적인 실적과 매력적인 Valuation(12MF EV/EBITDA 3.5배, P/E 6.8배), 그리고 합병 시너지를 기대할 수 있는 대한항공은 운송 업종 Top pick으로 추천한다.

여객 수요는 여전히 견조

4Q24 국제선 여객 수요는 전년동기대비 17.7% 증가한 2,360만명(국제선 출발 + 도착 기준, +355만명 YoY)을 기록했다. 12월의 경우 전년동월대비 16.9% 증가한 822만명을 기록했다. 여전히 두자릿 수 성장률을 보여주고 있다.

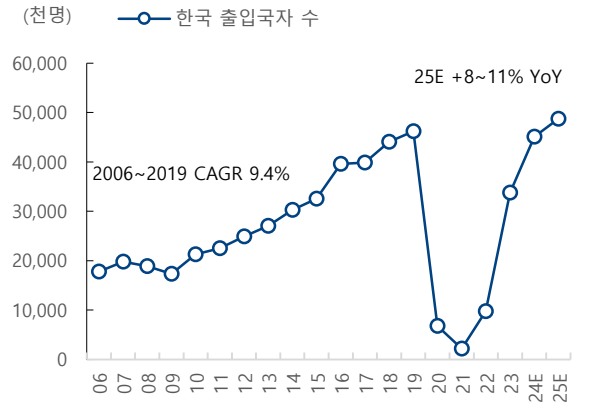
4Q24 지역별로 일본 +17.7% YoY(+106만명), 중국 43.2% YoY(+105만명), 동남아 +12.2 YoY(+82만명), 미주 +15.1% YoY(+22만명), 유럽 +4.3% YoY(+4.5만명), 기타 +13.8% YoY(+36만명)을 기록했다. 일본 노선 수요가 여전히 고무적인 수준을 유지하고 있으며, 중국의 경우 한국인 관광객 무비자 입국(2024년 11월~) 정책으로 큰 폭의 반등이 있었다.

4Q24 항공사별 국제 여객 수요는 대한항공 +11.1% YoY(+47만명), 아시아나항공 +28.0%(+73만명), 제주항공 +3.3% YoY(+6.6만명), 티웨이항공 +13.4%(+20.0만명), 진에어 +24.4% YoY(+34.4만명), 에어부산 +15.2% YoY(+15.7만명), 에어서울 +7.5% YoY(+0.3만명)를 기록했다. 노선 수요는 중단거리 위주로 증가했고, 여객 수요가 크게 증가한 항공사는 진에어, 아시아나항공이다. 티웨이항공의 경우 유럽 노선의 신규 취항에 따라 여객 수요가 크게 증가했다.

2025년 여객 수요는 전년대비 8~11% 증가가 예상된다. 1) 일본 노선 수요가 2024년 수준을 유지하고, 2) 중국 노선의 수요가 전년대비 30~50% 증가, 3) 이외의 노선은 5~10% 성장을 가정한 것이다. 2025년 여객 수요의 핵심은 중국이며, 중국의 여객 수요가 전년대비 30% 증가하는 것은 2019년의 노선 수요의 80%를 회복한 것이다(50% 증가는 93%).

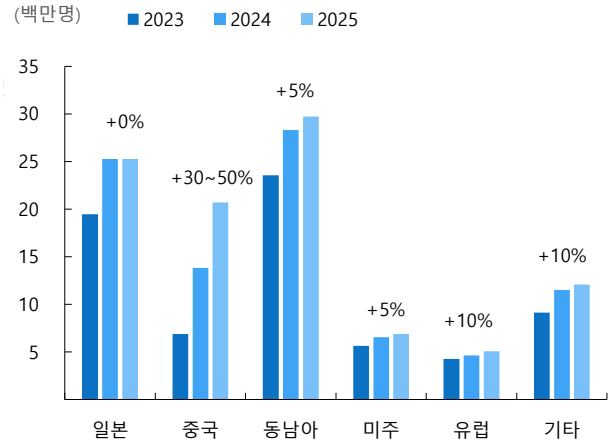
2024년 12월 29일 발생한 제주항공 사고로 여객 수요 감소 우려가 있었지만, 2025년 1월 1~8일의 수요(잠정치)는 전년과 유사했다 2024년, 2025년 모두 주말이 한차례 있었던 가운데 전체 여객 수는 전년동일기간 대비 0.3% 감소했다(국제선 여객 +11.7%, 국내선 여객 -12.2%). LCC 위주의 서울 – 제주 노선이 타격을 입은 것으로 보인다. 제주항공의 경우 2025년 1월 1~8일간 여객이 전년동일기간 대비 34% 감소했다. 사고의 여파로 예약 취소가 발생하고 있으며, 수요 회복까지는 다소 시간이 걸릴 것으로 예상된다.

그림1. 2025년 한국 출입국자 수 가정



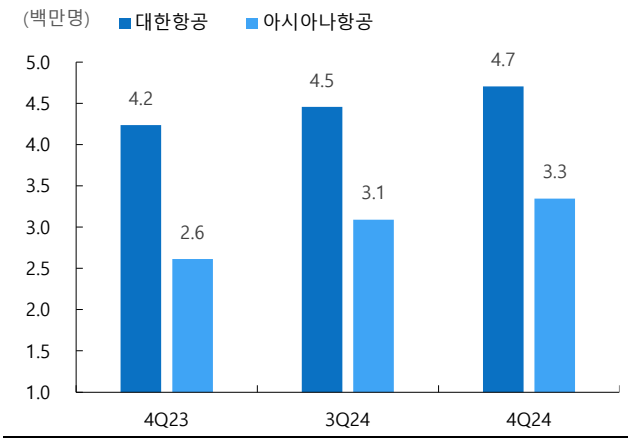
자료: 인천공항공사, 한국공항공사, iM증권 리서치본부

그림2. 2025년 여객 수요 가정



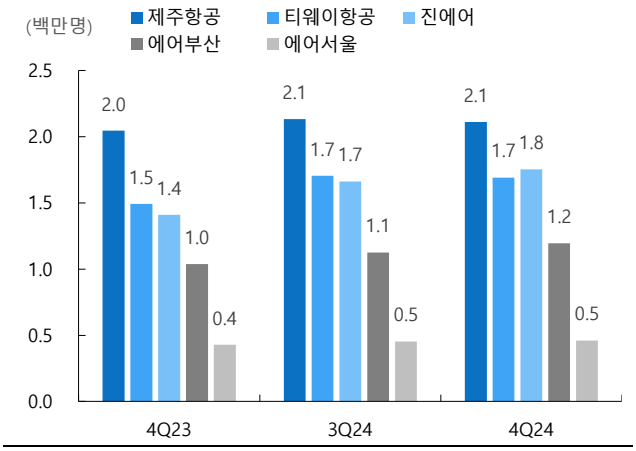
자료: 인천공항공사, 한국공항공사, iM증권 리서치본부

그림3. 항공사별 분기 여객(FSC)



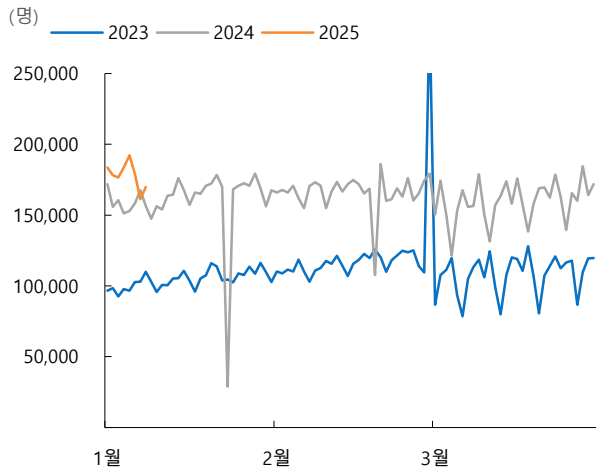
자료: 인천공항공사, 한국공항공사, iM증권 리서치본부

그림4. 항공사별 분기 여객(LCC)



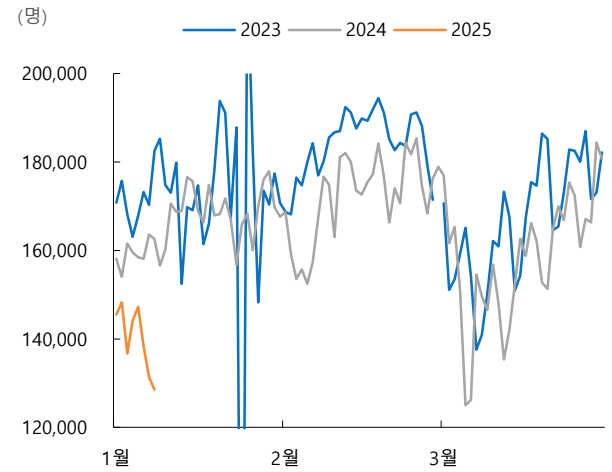
자료: 인천공항공사, 한국공항공사, iM증권 리서치본부

그림5. 국제선 여객 실적(일간, 잠정치)



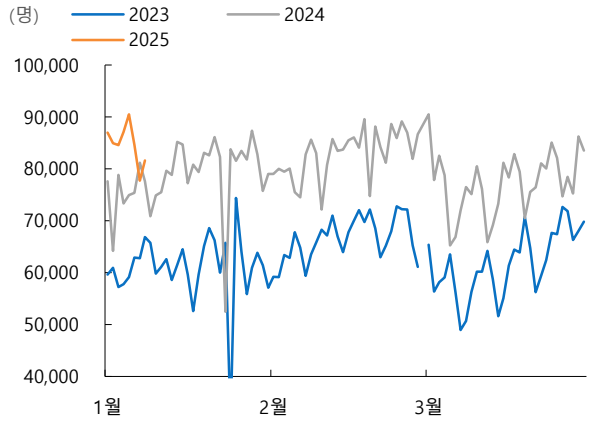
자료: Airportal, iM증권 리서치본부

그림6. 국내선 여객 실적(일간, 잠정치)



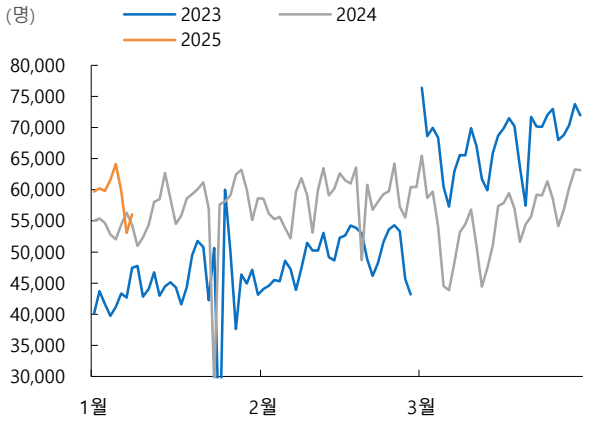
자료: Airportal, iM증권 리서치본부

그림7. 대한항공 여객 실적(일간, 잠정치)



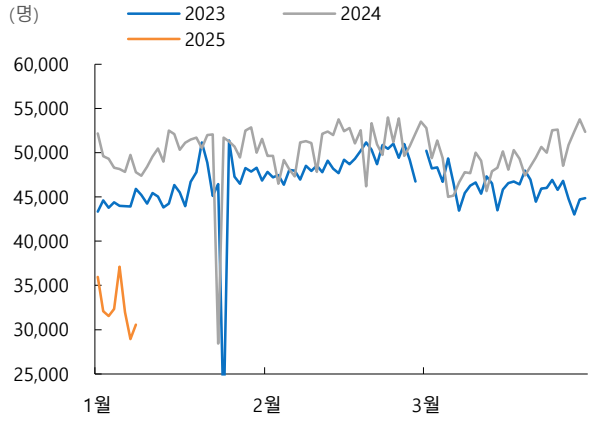
자료: Airportal, iM증권 리서치본부

그림8. 아시아나항공 여객 실적(일간, 잠정치)



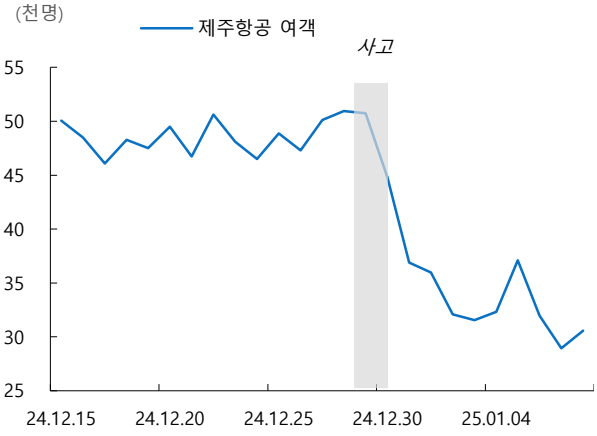
자료: Airportal, iM증권 리서치본부

그림9. 제주항공 여객 실적(일간, 잠정치)



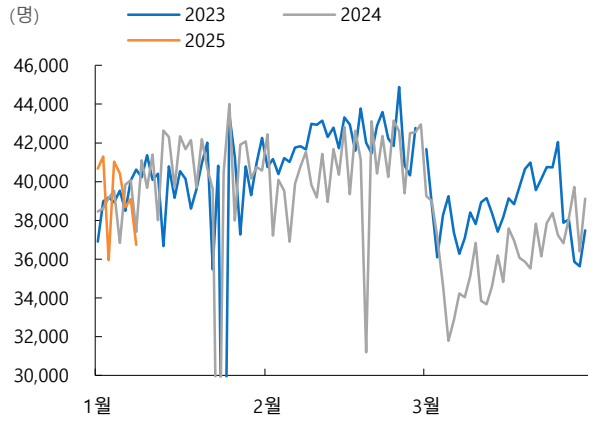
자료: Airportal, iM증권 리서치본부

그림10. 제주항공 여객 실적(일간, 잠정치)



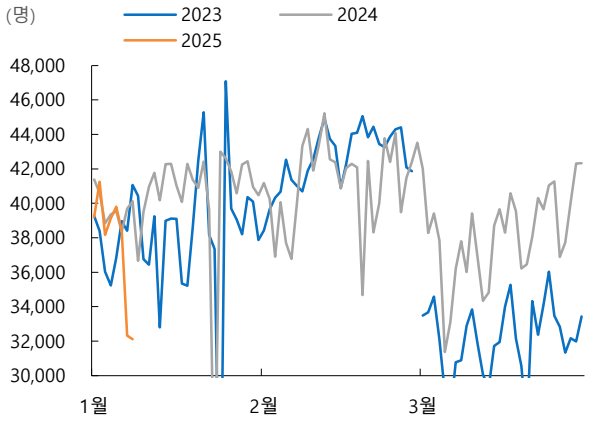
자료: Airportal, iM증권 리서치본부

그림11. 티웨이항공 여객 실적(일간, 잠정치)



자료: Airportal, iM증권 리서치본부

그림12. 진에어 여객 실적(일간, 잠정치)



자료: Airportal, iM증권 리서치본부

표1. 국제 여객 수요(월별)

(단위: 천명)	23.12	24.1	24.2	24.3	24.4	24.5	24.6	24.7	24.8	24.9	24.10	24.11	24.12
공항별													
인천공항	5,568	5,790	5,701	5,656	5,527	5,643	5,732	6,094	6,326	5,737	6,159	5,893	6,412
인천공항 외	1,464	1,571	1,574	1,597	1,448	1,527	1,551	1,677	1,731	1,574	1,696	1,634	1,810
합계	7,032	7,361	7,275	7,253	6,975	7,170	7,282	7,771	8,057	7,311	7,854	7,527	8,222
지역별													
일본	2,028	2,041	2,040	2,147	1,934	2,039	2,030	2,107	2,058	2,007	2,257	2,240	2,359
중국	820	875	1,022	980	1,071	1,138	1,204	1,323	1,466	1,254	1,260	1,068	1,149
동남아	2,472	2,641	2,502	2,385	2,203	2,114	2,120	2,320	2,429	2,124	2,314	2,404	2,767
미주	473	484	441	498	496	571	594	612	618	562	578	531	558
유럽	311	327	302	324	390	421	420	428	451	448	445	337	326
기타	928	992	969	919	880	887	914	980	1,036	917	1,000	948	1,064
YoY(%)													
공항별													
인천공항	*62.0*	*51.3*	*53.4*	*45.4*	*37.4*	*29.3*	*24.1*	*17.1*	*17.0*	*19.2*	*15.5*	*16.8*	*15.2*
인천공항 외	*1,142*	*90.4*	*80.6*	*86.8*	*70.7*	*70.4*	*55.6*	*37.4*	*32.6*	*34.4*	*28.1*	*24.1*	*23.6*
합계	*77.1*	*58.3*	*58.6*	*52.8*	*43.2*	*36.3*	*29.7*	*21.0*	*20.1*	*22.2*	*18.0*	*18.3*	*16.9*
지역별													
일본	*74.5*	*53.1*	*47.9*	*49.8*	*44.3*	*37.2*	*32.8*	*21.1*	*15.8*	*21.6*	*20.8*	*18.0*	*16.3*
중국	*915.8*	*731.3*	*866.8*	*451.2*	*213.0*	*139.4*	*88.8*	*61.1*	*56.9*	*48.9*	*44.7*	*44.7*	*40.1*
동남아	*49.7*	*38.3*	*32.7*	*33.5*	*28.3*	*22.6*	*17.0*	*12.0*	*12.4*	*16.9*	*10.2*	*14.7*	*11.9*
미주	*17.8*	*17.7*	*25.7*	*17.6*	*11.1*	*13.9*	*15.3*	*13.2*	*19.6*	*17.1*	*13.1*	*14.6*	*17.8*
유럽	*21.4*	*21.4*	*20.7*	*17.3*	*16.8*	*12.6*	*4.4*	*-2.6*	*2.2*	*8.2*	*4.2*	*4.1*	*4.6*
기타	*121.0*	*59.5*	*57.5*	*41.6*	*27.7*	*27.1*	*27.1*	*21.0*	*17.6*	*17.6*	*13.9*	*12.7*	*14.6*

자료: 인천공항공사, 한국공항공사, iM증권 리서치본부

표2. 국제 여객 수요(분기별)

(단위: 천명)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
공항별									
인천공항	8,395	11,432	13,003	15,419	15,944	17,147	16,902	18,157	18,464
인천공항 외	792	2,552	2,741	3,696	4,105	4,742	4,526	4,982	5,140
합계	9,604	13,984	15,744	19,115	20,049	21,889	21,427	23,138	23,604
지역별									0
일본	2,398	4,146	4,356	5,166	5,795	6,228	6,003	6,172	6,857
중국	264	389	1,455	2,597	2,428	2,877	3,413	4,042	3,476
동남아	3,939	5,582	5,253	6,049	6,668	7,529	6,437	6,873	7,485
미주	1,354	1,186	1,463	1,537	1,448	1,423	1,661	1,791	1,667
유럽	774	796	1,110	1,295	1,062	953	1,231	1,327	1,107
기타	874	1,886	2,106	2,471	2,648	2,880	2,682	2,933	3,012
YoY(%)									
공항별									
인천공항	*667.8*	*952.6*	*356.1*	*180.8*	*89.9*	*50.0*	*30.0*	*17.8*	*15.8*
인천공항 외	*6,651.5*	*20,004.0*	*6,989.2*	*768.8*	*418.1*	*85.8*	*65.1*	*34.8*	*25.2*
합계	*769.0*	*1,172.6*	*444.8*	*223.1*	*108.8*	*56.5*	*36.1*	*21.0*	*17.7*
지역별									
일본	*5,150.1*	*9,062.7*	*2,965.1*	*1,076.2*	*141.7*	*50.2*	*37.8*	*19.5*	*18.3*
중국	*161.4*	*351.0*	*1,651.0*	*1,402.4*	*818.0*	*640.0*	*134.5*	*55.6*	*43.2*
동남아	*1,712.3*	*1,729.1*	*395.7*	*127.9*	*69.3*	*34.9*	*22.5*	*13.6*	*12.2*
미주	*234.6*	*229.2*	*65.1*	*13.3*	*6.9*	*20.0*	*13.5*	*16.5*	*15.1*
유럽	*319.8*	*437.6*	*193.6*	*77.1*	*37.2*	*19.7*	*10.9*	*2.5*	*4.3*
기타	*475.8*	*1,124.9*	*518.8*	*339.5*	*203.1*	*52.7*	*27.3*	*18.7*	*13.8*

자료: 인천공항공사, 한국공항공사, iM증권 리서치본부

표3. 국제 여객 수요(월별)

(단위: 천명)	23.12	24.1	24.2	24.3	24.4	24.5	24.6	24.7	24.8	24.9	24.10	24.11	24.12
항공사별													
FSC													
대한항공	1,473	1,479	1,464	1,458	1,369	1,419	1,428	1,475	1,544	1,440	1,542	1,502	1,661
아시아나	912	961	943	952	881	935	932	1,008	1,072	1,011	1,111	1,081	1,154
LCC													
제주항공	728	749	736	744	699	714	706	740	731	662	698	671	741
티웨이항공	519	572	551	539	499	518	533	594	581	529	556	538	597
진에어	533	569	544	534	483	503	517	563	582	516	574	547	632
에어부산	355	367	354	367	349	378	378	388	378	359	389	391	414
에어서울	150	156	155	158	151	156	153	157	151	146	155	150	155
YoY(%)													
FSC													
대한항공	*77.7*	*64.0*	*68.3*	*52.1*	*30.8*	*29.0*	*20.8*	*16.3*	*17.7*	*18.1*	*12.5*	*7.9*	*12.8*
아시아나	*83.0*	*74.8*	*70.5*	*50.5*	*33.9*	*28.2*	*21.5*	*18.5*	*18.0*	*28.3*	*27.7*	*29.8*	*26.6*
LCC													
제주항공	*49.7*	*35.4*	*33.2*	*32.2*	*37.9*	*23.5*	*15.9*	*9.6*	*7.1*	*3.9*	*2.0*	*6.3*	*1.8*
티웨이항공	*70.5*	*40.2*	*29.8*	*31.9*	*29.8*	*28.6*	*22.4*	*17.3*	*11.4*	*11.6*	*9.9*	*15.5*	*14.9*
진에어	*57.1*	*31.8*	*24.2*	*42.5*	*44.6*	*34.0*	*52.1*	*19.1*	*19.9*	*26.9*	*26.2*	*30.1*	*18.6*
에어부산	*84.8*	*44.8*	*39.8*	*44.4*	*36.6*	*38.0*	*22.6*	*11.7*	*7.3*	*13.7*	*11.4*	*17.5*	*16.7*
에어서울	*37.5*	*41.0*	*43.6*	*40.6*	*32.8*	*32.4*	*25.6*	*10.1*	*3.0*	*22.3*	*12.0*	*7.2*	*3.6*

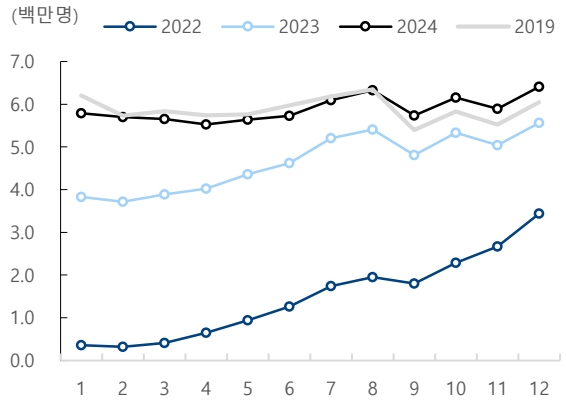
자료: 인천공항공사, 한국공항공사, iM증권 리서치본부

표4. 국제 여객 수요(분기별)

(단위: 천명)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
항공사별									
FSC									
대한항공	2,168	2,730	3,330	3,799	4,237	4,401	4,217	4,459	4,705
아시아나	1,296	1,735	2,155	2,547	2,615	2,856	2,748	3,091	3,346
LCC									
제주항공	1,070	1,669	1,693	1,995	2,044	2,230	2,118	2,133	2,111
티웨이항공	616	1,241	1,223	1,502	1,491	1,661	1,550	1,704	1,691
진에어	664	1,245	1,049	1,364	1,409	1,648	1,503	1,660	1,753
에어부산	398	761	838	1,015	1,037	1,088	1,105	1,125	1,194
에어서울	219	331	353	409	428	469	460	454	460
YoY(%)									
FSC									
대한항공	*543.9*	*701.4*	*291.6*	*145.0*	*95.4*	*61.2*	*26.6*	*17.4*	*11.1*
아시아나	*548.9*	*666.4*	*248.6*	*155.1*	*101.7*	*64.6*	*27.5*	*21.3*	*28.0*
LCC									
제주항공	*6,411.2*	*10,541.3*	*2,767.6*	*526.8*	*91.1*	*33.6*	*25.1*	*6.9*	*3.3*
티웨이항공	*3,502.8*	*10,189.7*	*2,809.9*	*401.1*	*141.9*	*33.9*	*26.8*	*13.5*	*13.4*
진에어	*6,978.3*	*21,755.4*	*1,276.1*	*394.8*	*112.3*	*32.4*	*43.2*	*21.7*	*24.4*
에어부산	*5,363.0*	*7,344.8*	*3,909.0*	*494.3*	*160.6*	*43.0*	*31.9*	*10.8*	*15.2*
에어서울	*3,040.3*	*7,108.3*	*1,140.1*	*295.5*	*95.2*	*41.7*	*30.2*	*11.1*	*7.5*

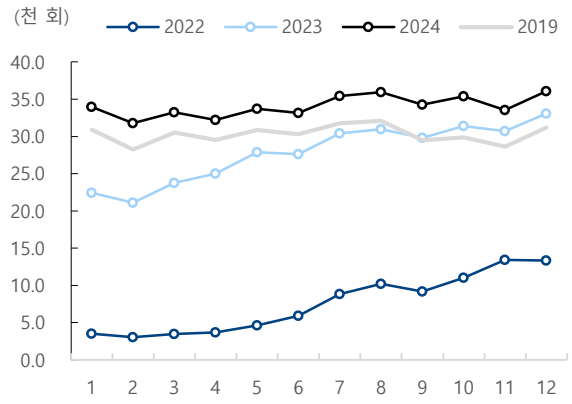
자료: 인천공항공사, 한국공항공사, iM증권 리서치본부

그림13. 인천공항 국제 여객 수



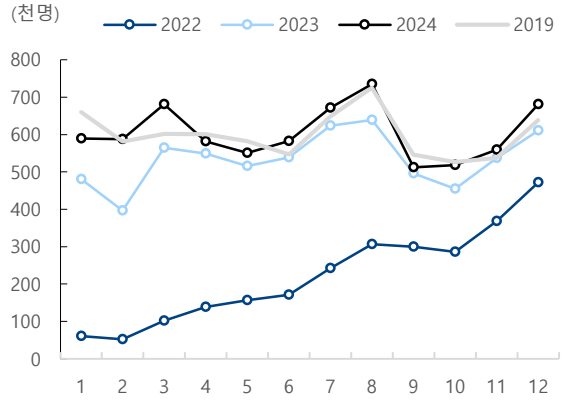
자료: 인천공항공사, 한국공항공사, iM증권 리서치본부

그림14. 인천공항 국제 운항 수



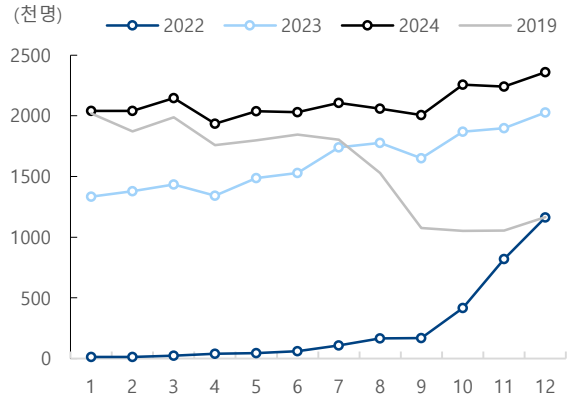
자료: 인천공항공사, 한국공항공사, iM증권 리서치본부

그림15. 인천공항 환승객 수



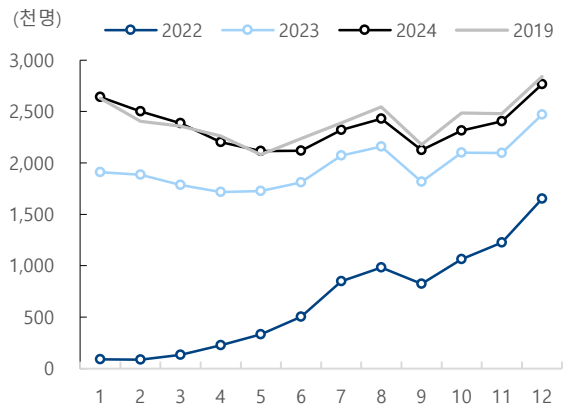
자료: 인천공항공사, 한국공항공사, iM증권 리서치본부

그림16. 전국공항 일본 여객 수



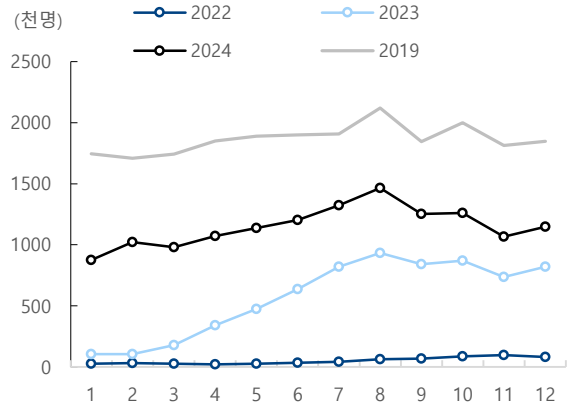
자료: 인천공항공사, 한국공항공사, iM증권 리서치본부

그림17. 전국공항 동남아 여객 수



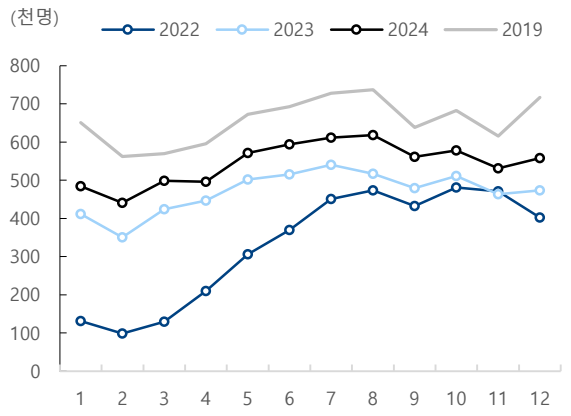
자료: 인천공항공사, 한국공항공사, iM증권 리서치본부

그림18. 전국공항 중국 여객 수



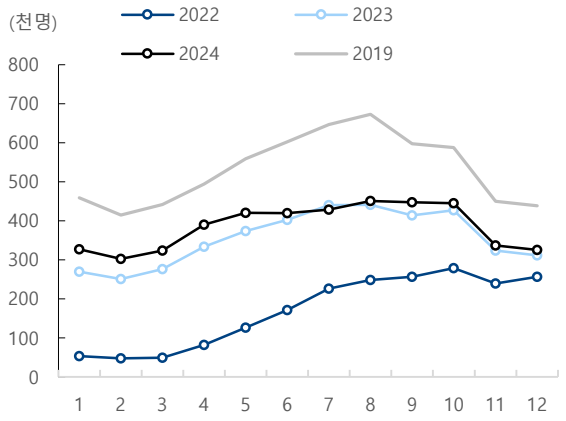
자료: 인천공항공사, 한국공항공사, iM증권 리서치본부

그림19. 인천공항 미주 여객 수



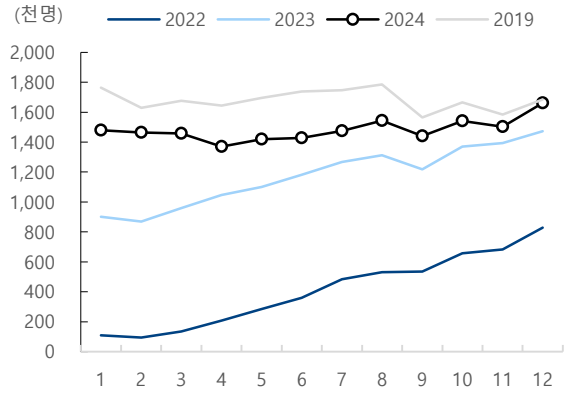
자료: 인천공항공사, 한국공항공사, iM증권 리서치본부

그림20. 인천공항 유럽 여객 수



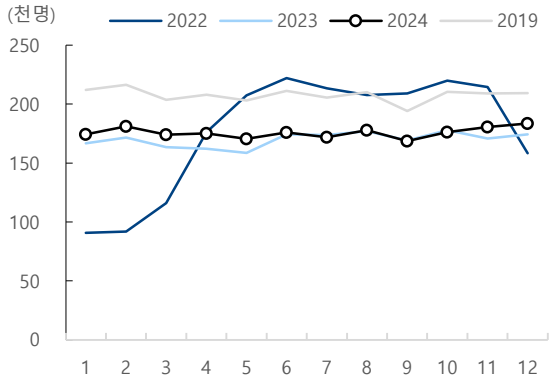
자료: 인천공항공사, 한국공항공사, iM증권 리서치본부

그림21. 대한항공 국제선 여객 추이



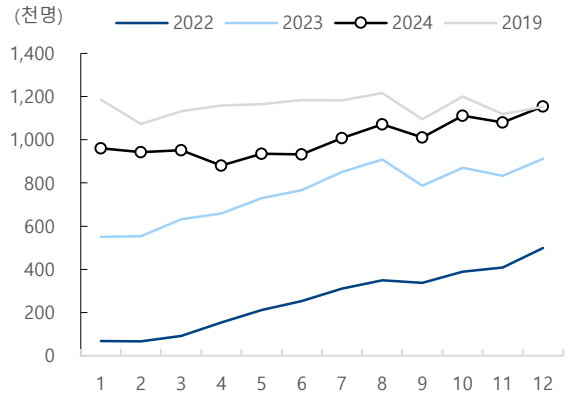
자료: 인천공항공사, 한국공항공사, iM증권 리서치본부

그림22. 대한항공 국제선 편당 승객 추이



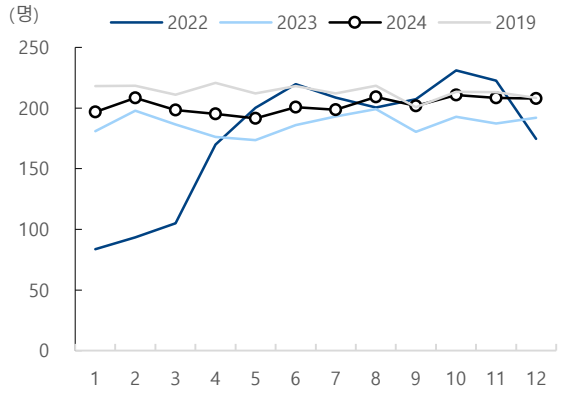
자료: 인천공항공사, 한국공항공사, iM증권 리서치본부

그림23. 아시아나항공 국제선 여객 추이



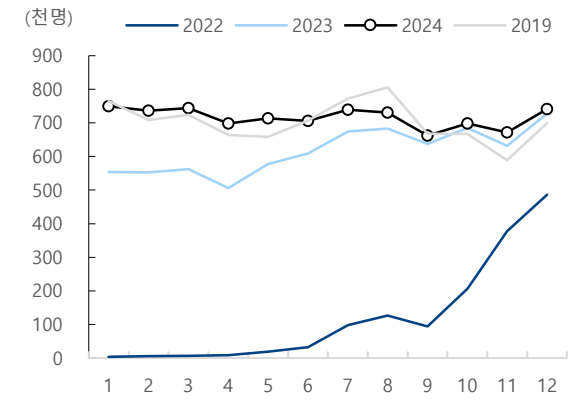
자료: 인천공항공사, 한국공항공사, iM증권 리서치본부

그림24. 아시아나항공 국제선 편당 승객 추이



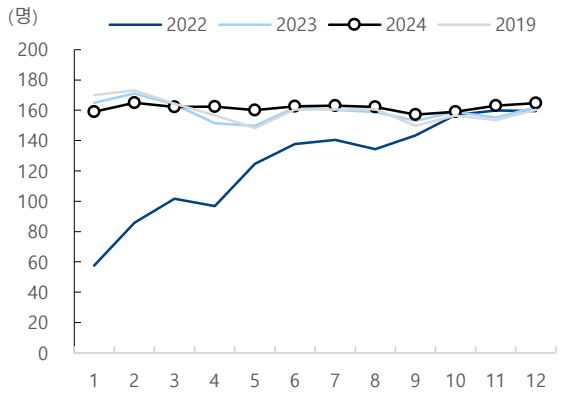
자료: 인천공항공사, 한국공항공사, iM증권 리서치본부

그림25. 제주항공 국제선 여객 추이



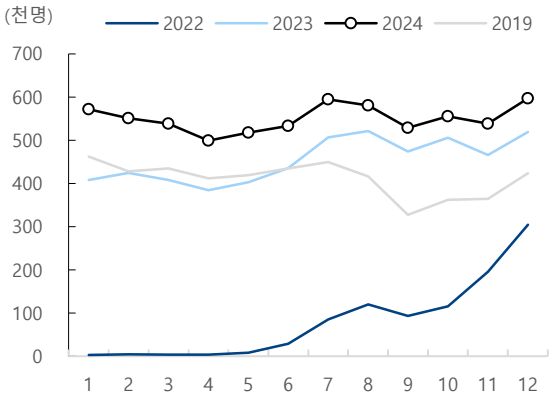
자료: 인천공항공사, 한국공항공사, iM증권 리서치본부

그림26. 제주항공 국제선 편당 승객 추이



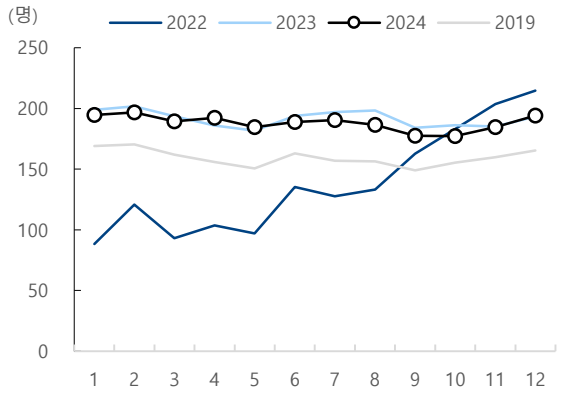
자료: 인천공항공사, 한국공항공사, iM증권 리서치본부

그림27. 티웨이항공 국제선 여객 추이



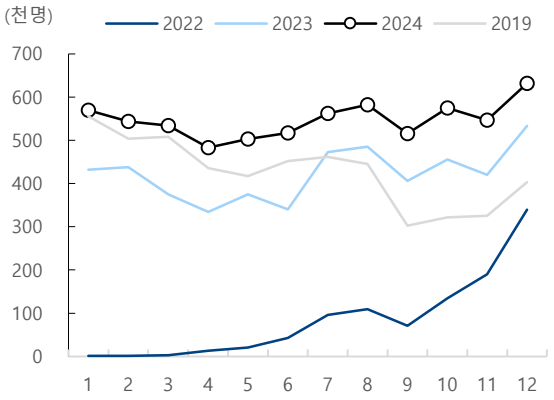
자료: 인천공항공사, 한국공항공사, iM증권 리서치본부

그림28. 티웨이항공 국제선 편당 승객 추이



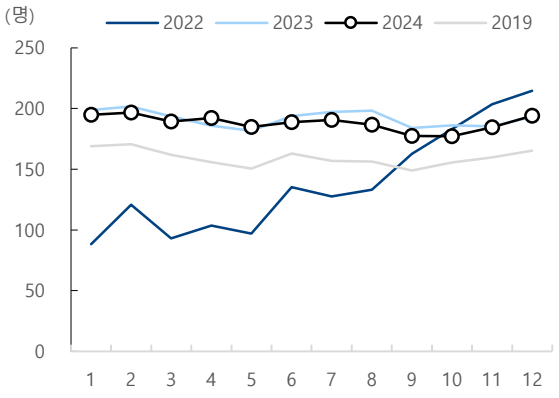
자료: 인천공항공사, 한국공항공사, iM증권 리서치본부

그림29. 진에어 국제선 여객 추이



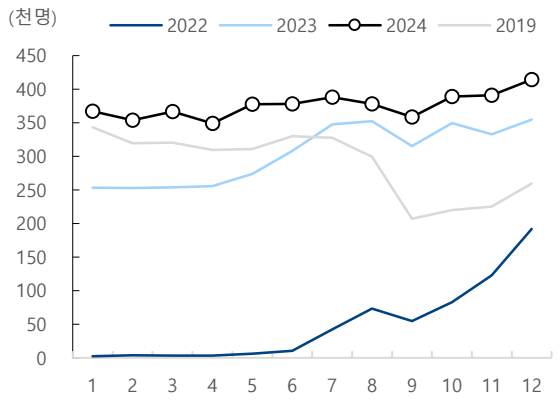
자료: 인천공항공사, 한국공항공사, iM증권 리서치본부

그림30. 진에어 국제선 편당 승객 추이



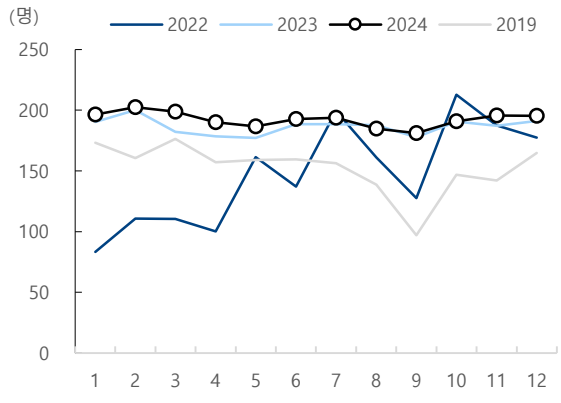
자료: 인천공항공사, 한국공항공사, iM증권 리서치본부

그림31. 에어부산 국제선 여객 추이



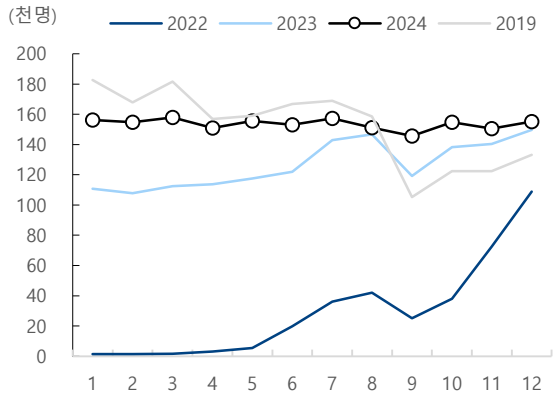
자료: 인천공항공사, 한국공항공사, iM증권 리서치본부

그림32. 에어부산 국제선 편당 승객 추이



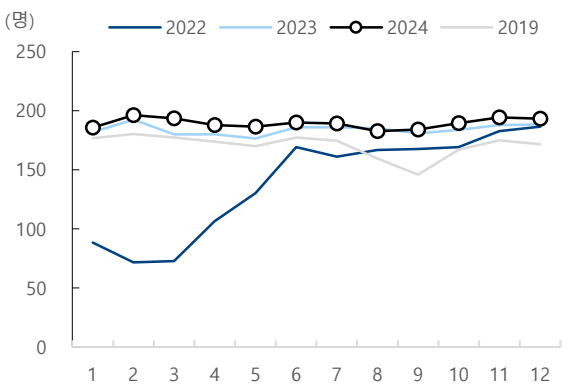
자료: 인천공항공사, 한국공항공사, iM증권 리서치본부

그림33. 에어서울 국제선 여객 추이



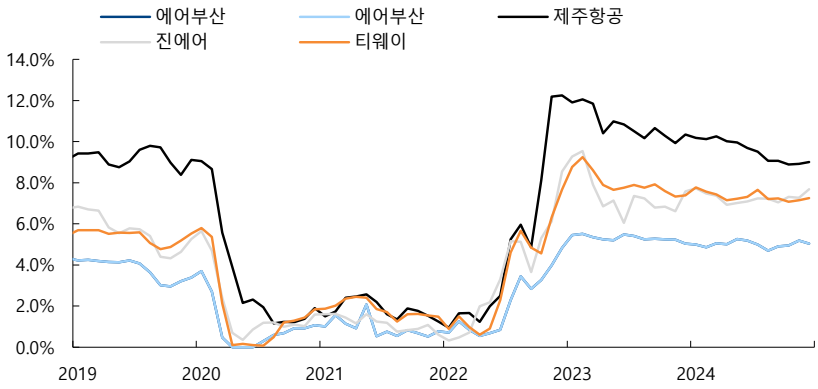
자료: 인천공항공사, 한국공항공사, iM증권 리서치본부

그림34. 에어서울 편당 승객 추이



자료: 인천공항공사, 한국공항공사, iM증권 리서치본부

그림35. LCC 국제선 여객 점유율 추이



자료: 인천공항공사, 한국공항공사, iM증권 리서치본부

운임 전망: 단거리 노선 중심의 운임 하락 예상

커버리지 항공사의 4Q24의 국제선 운임의 하락 폭은 컸다. 전년동기대비 국제여객 운임은 대한항공 -3.5%, 티웨이항공 -18%, 제주항공 -9% 수준 하락한 것으로 예상된다. 항공유 하락(-11.7% YoY)에 따른 유류할증료가 하락했고, 항공사들의 경쟁 강도 심화도 영향을 미쳤다. 티웨이항공은 유럽 노선 공급 확대로 운임의 하락 폭이 컸고, 유럽을 제외할 시 국제선 운임은 10% 수준 하락한 것으로 파악된다.

2025년 국제선 운임은 전반적으로 조정을 받는 가운데, 단거리 노선은 하이 싱글 수준의 하락이 예상된다. B738 MAX 8 인도 지연에도 2025년 국내 항공사 합산 여객기 대수는 전년대비 5%대 증가할 것으로 예상된다. 대한항공의 경우 A350 시리즈(광동체), B787-9, 10(광동체), A321Neo(협동체)의 도입이 예정되어 있다. 제주항공, 티웨이항공의 경우 B787 MAX 8 도입이 예정되어 있지만, 인도 차질이 2023년 이후 지속되고 있어 도입 속도는 여전히 느릴 것으로 보인다. 이스타항공의 경우 중고 리스 위주로 적극적으로 기재를 확대하고 있으며, 2025년 7대의 기재 도입 목표를 세웠다. 만약 7대 순증이 된다면 이스타항공의 기재 수는 에어부산과 같은 21대가 된다.

제주항공 사고로 제주항공의 여객 수가 줄어드는 트렌드를 보이고 있고, 제주항공발 운임 할인이 발생하고 있다. 1분기는 전통적인 항공 성수기로 보통 고운임이 책정되지만, 최근 운임 상승은 제한적인 것으로 파악된다. 이는 연간 운임 수준의 하방 압력으로 작용할 것으로 예상된다.

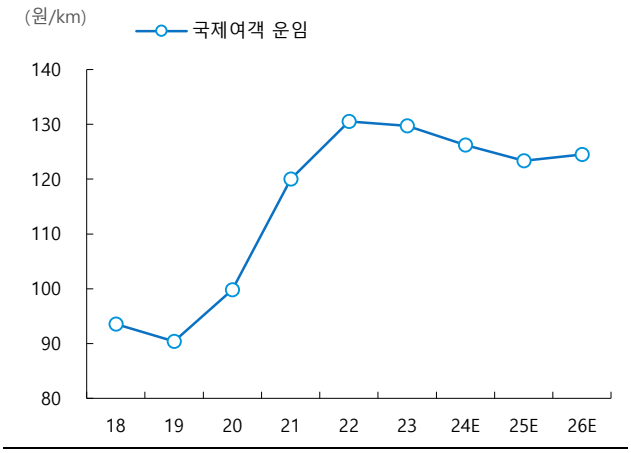
다만 대한항공의 아시아나항공 인수로 미주, 유럽 노선의 운임 경쟁 강도는 상당 부분 완화될 것으로 기대되어 장거리 노선의 운임 하락 폭은 로우-미드 싱글 수준이 예상된다. 인천공항 출발, 도착 기준 양사의 미주, 유럽 노선의 점유율은 매우 높다. 미주 노선의 경우 델타항공 코드쉐어 가정 시 85%에 가까운 점유율을 보이며, 주요 유럽 노선도 60% 수준의 점유율을 차지한다. 인천을 경유하는 주요 유럽 항공사(에어프랑스, 루프트한자, KLM) 중 에어프랑스, KLM는 대한항공과 같은 스카이팀 일원으로 경쟁 강도에 큰 영향을 미치지 못할 것으로 예상된다.

표1. 항공사별 여객기 기재 수 추이

항공사	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
대한항공	146	136	131	132	138	137	
아시아나항공	74	73	70	66	70	69	
제주항공	45	44	39	37	42	40	
티웨이항공	28	27	27	30	30	37	
진에어	26	28	24	26	27	31	
에어부산	28	24	25	22	22	21	
이스타항공	23	12	9	3	10	15	
이에어서울	7	7	6	6	6	6	
에어프레미아			2	3	5	6	
에어로케이		1	1	1	5	6	
파리타항공		3	4	3	-	-	
FSC	220	209	201	198	208	206	216
LSC	157	146	137	131	147	162	170
합계	377	355	338	329	355	368	386
공급 증가율	6.2	-5.8	-4.8	-2.7	7.9	3.7	4.9

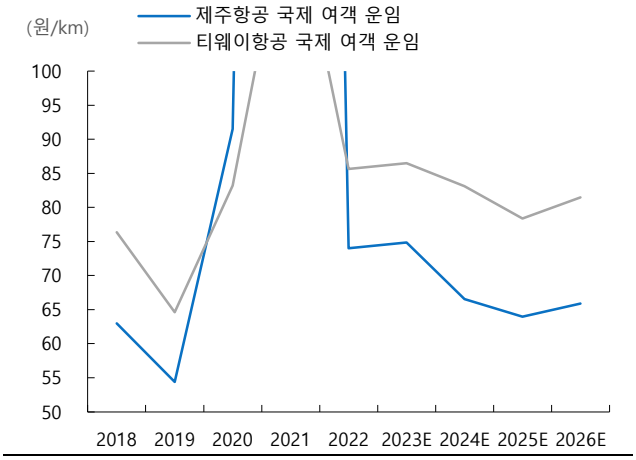
자료: 각 사, 언론보도, 하이투자증권

그림36. 대한항공 국제 여객 운임 전망



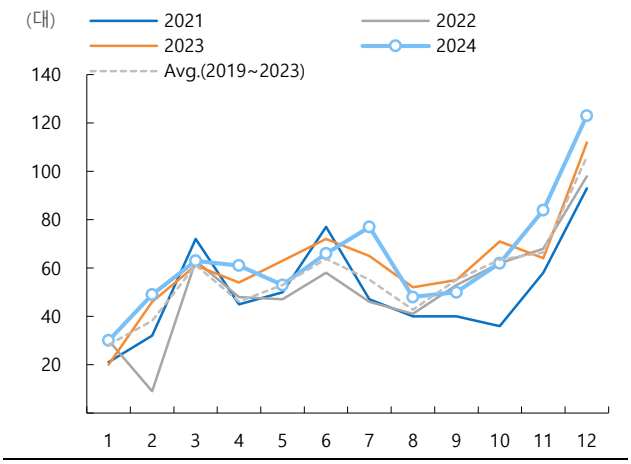
자료: 대한항공, iM증권 리서치본부

그림37. 제주항공/티웨이항공 국제 여객 운임 전망



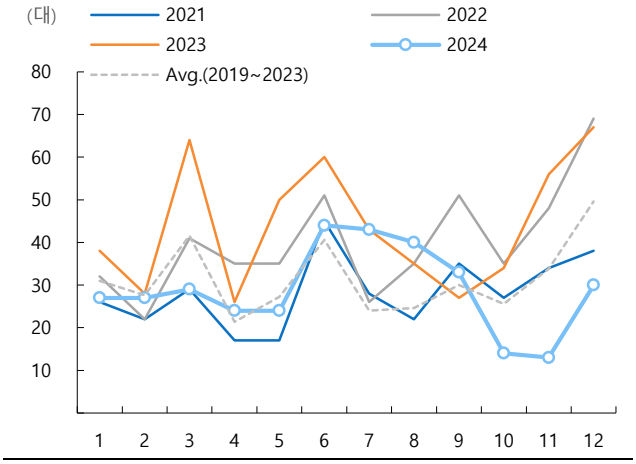
자료: 티웨이항공, 제주항공, iM증권 리서치본부

그림38. 에어버스 인도대수 추이



자료: Airbus, iM증권 리서치본부

그림39. 보잉 인도대수 추이



자료: 보잉, iM증권 리서치본부

대한항공의 아시아나항공 인수 효과는 2025년부터 발생 기대

미국과 유럽의 기업결합승인이 완료되며 대한항공은 2024년 12월 12일 아시아나항공 신주 1.5조원를 인수하여 아시아나항공 지분율 63.88%를 확보했다. 아시아나항공의 손익은 1Q25부터 연결로 인식할 예정이다.

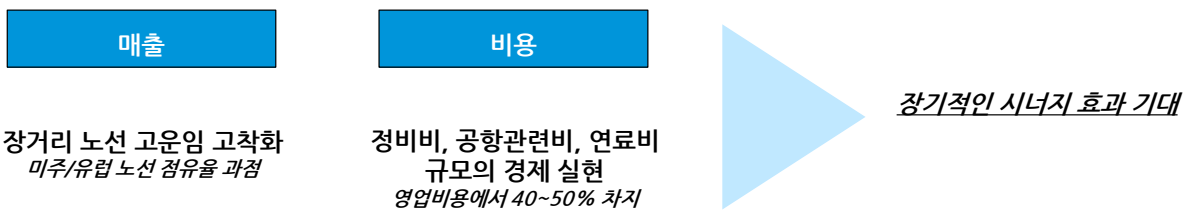
시너지에 대한 구체적인 금액은 쉽사리 산정하기 어렵지만 추가적인 비용보다는 비용 절감과 운임 상승 효과가 더욱 클 것으로 예상된다. 역사적으로 2010년 델타항공과 노스웨스트항공의 합병, 유나이티드항공과 콘티넨탈항공의 합병, 2004년 에어프랑스와 KLM의 합병 등 FSC들의 합병 역사는 대부분 성공적이었다.

대한항공과 아시아나항공의 국제선 노선은 대한항공 약 100여개, 아시아나항공 약 80여개로 중복 노선이 과반 이상이다. 양사의 같은 시간대 편수의 스케줄은 조정될 것으로 예상되고, 저조한 탑승률의 편수는 신규 취항지를 선택하며 전체 편수는 현재 수준을 유지할 것으로 예상된다.

운임의 경우 장거리 중심으로 고운임이 고착화될 것으로 보인다. 미주, 유럽 노선의 양사 점유율이 매우 높아 운임 결정에 큰 영향을 미칠 것으로 예상된다. 미주 노선의 경우 양사의 합산 점유율이 85% 수준(델타항공 코드쉐어 합산), 유럽 노선의 경우 60% 이상으로 파악되고, 유럽 노선의 주요 점유율을 차지하는 에어프랑스, KLM, 루프트한자 중 에어프랑스와 KLM은 대한항공이 소속된 스카이팀 일원이다.

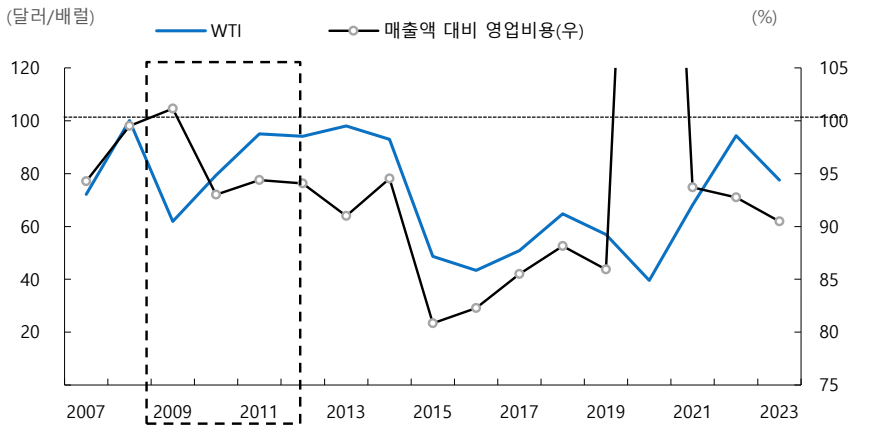
비용 측면서도 공항관련비(스테이션 사용료 등), 정비비, 항공유 등에서 규모의 경제를 실현할 것으로 보인다. 2024년 기준 영업비용에서 공항/화객비가 차지하는 비중은 대한항공 21%, 아시아나항공 6%, 연료비 비중은 대한항공 32%, 아시아나 32%, 정비비 비중은 대한항공 4%, 아시아나항공 10%다.

그림40. 대한항공의 아시아나항공 인수 시너지



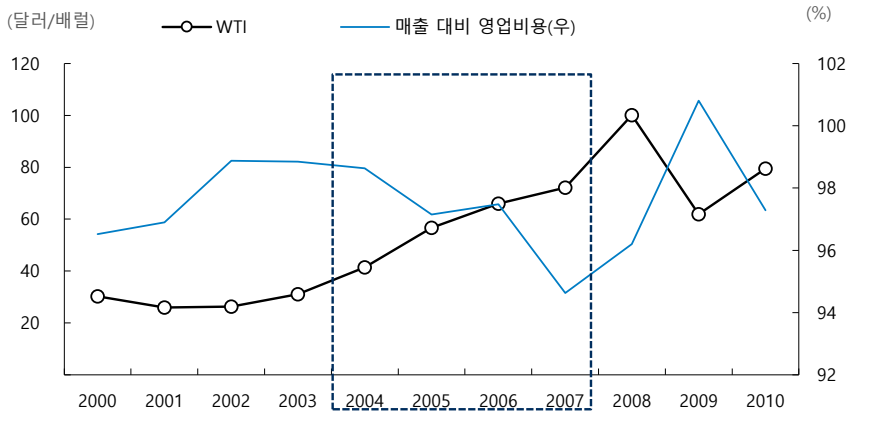
자료: iM증권 리서치본부

그림41. 델타항공 매출 대비 영업비용 추이(2008년 합병)



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림42. 에어프랑스-KLM 매출 대비 영업비용 추이(2004년 합병)



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

견조한 항공화물 운임, 2025년 상반기까지는 지속될 것으로 보임

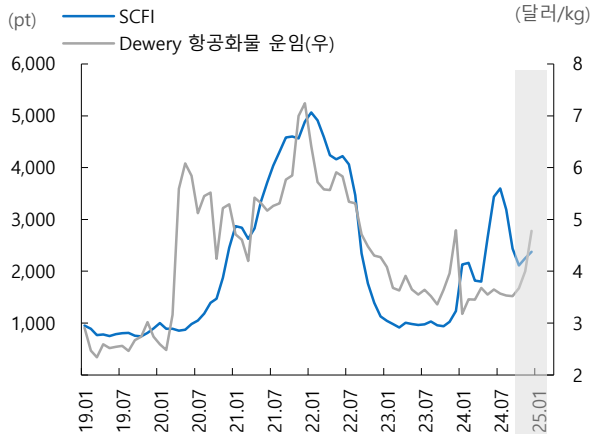
4Q24 Drewry 항공화물 운임은 4.78달러/kg로 전년동기대비 0.5% 상승했다. 4Q23 상하이 – LA, 상하이 – 뉴욕의 운임은 전년동기대비 각각 -4%, -12%를 기록했지만 상하이 – 런던의 운임은 전년동기대비 26% 상승했다. 제트유가가 전년동기대비 11.7% 하락한 것을 감안할 때 실질적인 4Q24의 항공화물 운임은 상승한 것이다.

2025년 항공화물 운임은 현재 컨테이너 운임의 불확실성과 높은 항공화물 수요를 감안할 때 2025년 상반기까지 높은 수준을 유지할 것으로 보인다. 2024년은 미국의 강한 소비 지표와 중국의 이커머스 성장률이 글로벌 항공화물 시장을 견인했다. 2024년 11월 누적 글로벌 항공화물 CTK(Cargo tonne-kilometres)는 전년대비 11.8% 증가했다.

컨테이너 운임은 미국 동부 항만 파업 리스크 해소와 중국 춘절 효과가 감소하며 컨테이너 운임은 단기적으로 하락할 가능성이 높으나, 아직 컨테이너 운임 관련 변수가 많아 운임의 높은 변동성은 2025년 상반기까지는 유지될 가능성이 높다(1/13 발간 보고서 참조). 관련 변수는 1) 트럼프의 관세 정책에 따른 화주들의 선제적 재고 축적 움직임, 2) 수에즈 운하 통행 제한, 3) 해운 동맹 재편에 따른 일시적 혼란을 들 수 있다.

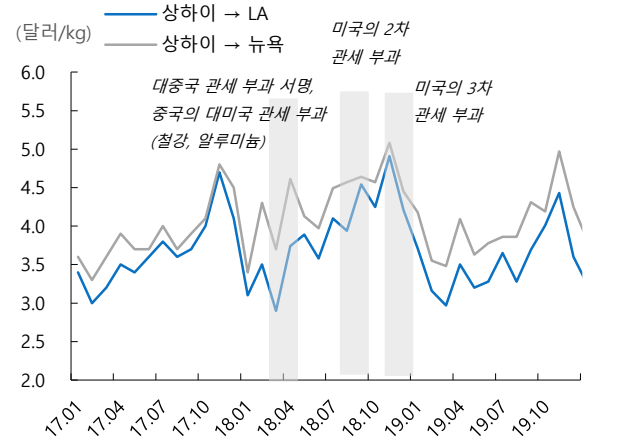
2018년 3월 트럼프 행정부는 對중국 관세 정책을 본격적으로 시행했고, 양 국의 3차 관세 정책을 발표한 10월까지 SCFI(상하이 – 미주 서안)의 운임은 131% 상승한 바 있다. 항공화물 운임 역시 운임의 절대 레벨은 현재 대비 현저히 낮으나, 당시 2018년 3월부터 11월까지 상하이 – 미주 서안의 노선은 64% 상승했다.

그림43. 컨테이너운임과 항공화물 운임 추이



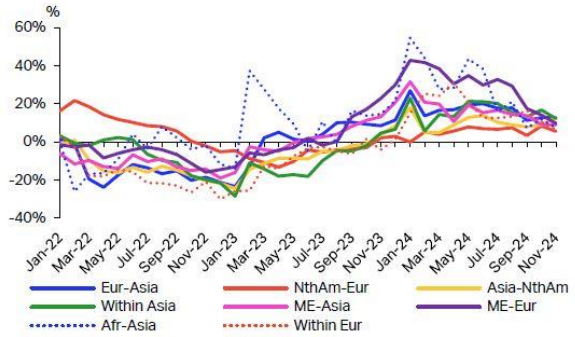
자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

그림44. 2018년 항공화물 운임 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

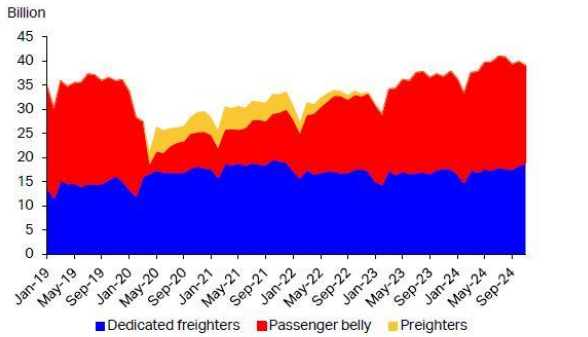
그림45. 글로벌 루트별 CTK YoY



Source: IATA Sustainability and Economics using data from IATA Information and Data

자료: IATA, iM증권 리서치본부

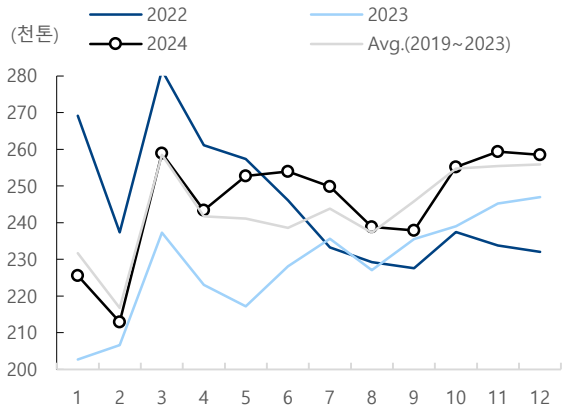
그림46. 화물 운송 타입별 글로벌 ICTK



Source: IATA Sustainability and Economics using data from IATA Information and Data

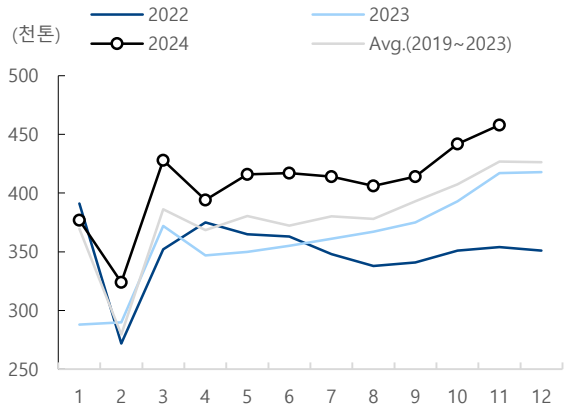
자료: IATA, iM증권 리서치본부

그림47. 인천공항 항공화물 물동량 추이



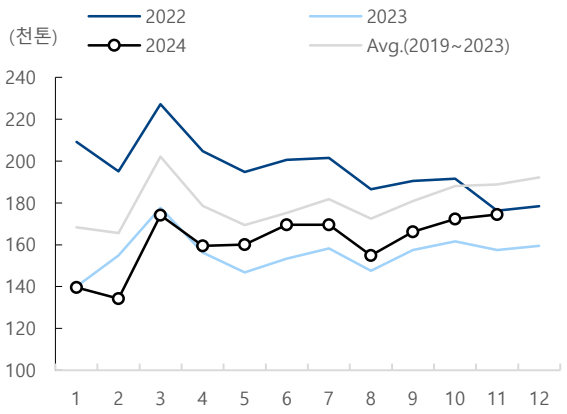
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림48. 홍콩 국제공항 물동량 추이



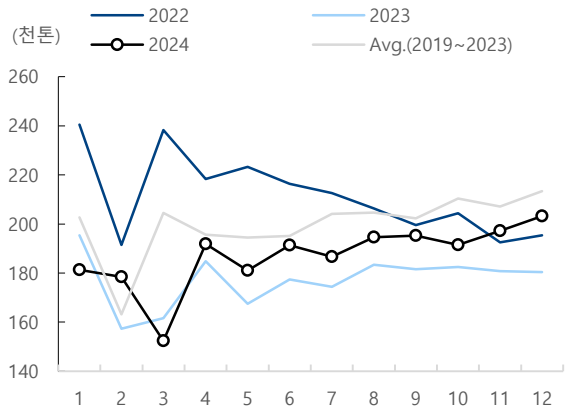
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림49. 나리타공항 물동량



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림50. 타이완공항 물동량



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

대한항공 (003490)

2025.01.16

2025년부터 아시아나항공 통합 효과 기대

[건설/운송] 배세호
2122-9178 seho.bae@imfnsec.com

투자의견 Buy, 목표주가 31,000원 유지

대한항공에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 31,000원을 유지한다. 목표주가는 12개월 선행 EV에 Target Multiple 4.2배를 적용하고 예상 순차입금을 차감해 산정했다. 목표주가는 12개월 선행 기준 P/E 8.4배, P/B 0.90배에 해당한다. 국제 여객 운임의 하락이 제한적이고, 항공 화물 운임은 2025년 상반기까지는 높게 유지될 가능성이 높다고 판단하여 2025년에도 안정적인 실적을 기록할 것으로 예상된다. 아시아나항공을 2025년부터 연결 실적으로 인식할 예정이고, 양 사의 통합은 추가적인 비용 증가보다는 장거리 노선의 고운임 고착화, 비용 절감 효과가 더욱 클 것으로 예상된다.

4Q24 연결 영업이익 4,450억원(+56.5% YoY) 예상

4Q24 연결 기준 대한항공의 매출액은 4.6조원(+5.2% YoY, -1.1% QoQ), 영업이익은 4,450억원(+56.5% YoY, -35.3% QoQ, OPM 9.6%)가 예상된다. 추정 영업이익은 컨센서스를 12% 하회하는 것이다. 별도 기준 4Q24 국제 여객 매출액은 2.4조원(+2.1% YoY, -4.2% QoQ)가 예상된다. 견조한 수요가 지속되며 국제선 RPK(수송)는 +5.8% YoY, +2.5% QoQ가 예상된다. 국제 여객 운임(원화 기준)은 -3.5% YoY, -6.5% QoQ가 예상된다. 운임은 하락했지만 항공유 하락(4Q24 평균 -17.7% YoY)를 감안하면 고운임은 유지한 것이다. 화물 매출액은 1.2조원(+12.6% YoY, +10.8% QoQ)가 예상된다. 연말 성수기를 맞아 물동량도 증가했고, 운임도 크게 상승(537원/km +7.9% YoY)한 것으로 예상된다. 별도 영업비용은 3.8조원(+23.0% YoY, +13.6% QoQ)가 예상된다. 유류비가 급유단가 하락으로 1.1조원(-12.7% YoY, -2.7% QoQ)가 예상된다. 인건비는 0.9조원(+1.4% YoY, +10.9% QoQ)가 예상되는데, 안전장려금 및 아시아나항공 인수 관련 축하금 포함 1,000억원 가량을 가정했다. 일회성 성과급의 경우 실제 지급 유무와 회계상 반영 시점에서 변동이 있을 수 있다.

아시아나항공 실적 포함, 2025년 영업이익 2.4조원(+11% YoY) 예상

대한항공은 아시아나항공의 실적을 1Q25부터 연결로 인식할 예정이다. 2025년 연결 매출액은 26.8조원(+49.1% YoY), 영업이익은 2.4조원(+11.2% YoY)가 예상된다. 중단거리 운임의 경우 LCC간 경쟁 강도 강화로 하이 싱글 수준 하락할 것으로 보이나, 장거리 위주의 운임이 고운임으로 유지되며 전반적인 국제선 운임 하락 폭은 제한적일 것으로 예상된다(대한항공 -2.3%, 아시아나항공 -1.0% YoY). 화물 사업의 경우 트럼프 관세 정책, 컨테이너 운임 레벨을 고려 시 최소 2025년 상반기까지 고운임이 유지되며 실적에 긍정적인 영향을 줄 것으로 보인다. 양사 합병 시너지는 분명할 것으로 보이며, 매출 측면에서는 장거리 노선의 고운임의 고착화, 비용 측면에서는 정비비, 유류비, 공항관련비에서 절감 효과가 있을 것으로 예상된다. 중장기적인 측면에서 이익 레벨이 증가될 것으로 예상된다.

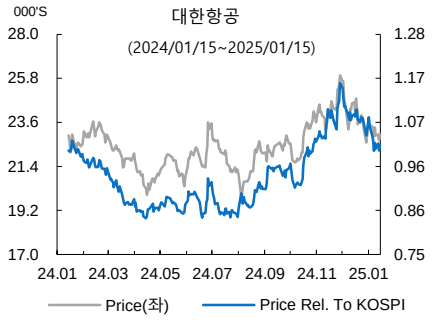
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	31,000원(유지)
종가(2025.01.15)	23,000원
상승여력	34.8 %

Stock Indicator	
자본금	1,847십억원
발행주식수	36,822만주
시가총액	8,469십억원
외국인지분율	18.1%
52주 주가	19,900~25,950원
60일평균거래량	1,246,202주
60일평균거래대금	30.1십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.3	4.1	4.3	0.2
상대수익률	-6.4	9.3	17.0	1.4

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	16,112	17,993	26,836	26,924
영업이익(십억원)	1,790	2,113	2,351	2,518
순이익(십억원)	1,061	1,247	1,343	1,374
EPS(원)	2,882	3,385	3,648	3,732
BPS(원)	25,870	28,228	31,048	33,952
PER(배)	8.3	6.8	6.3	6.2
PBR(배)	0.9	0.8	0.7	0.7
ROE(%)	11.5	12.5	12.3	11.5
배당수익률(%)	3.1	3.3	3.3	3.3
EV/EBITDA(배)	4.1	3.7	3.7	3.5

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 대한항공 4Q24E 영업실적 및 컨센서스 비교(연결)

(십억원, %)	4Q24E	전년동기대비		전분기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		4Q23	YoY %	3Q24	YoY %	4Q24E	Diff %	4Q24E	Diff %
매출액	4,624	4,393	5.2	4,675	-1.1	4,643	-0.4	4,513	2.5
영업이익	445	284	56.5	688	-35.3	506	-12.1	440	1.1
세전이익	325	145	123.6	438	-25.9	463	-29.9	249	30.4
지배주주순이익	227	74	205.3	292	-22.3	316	-28.2	166	36.8
영업이익률	9.6	6.5	3.2	14.7	-5.1	10.9	-1.3	9.8	-0.2
지배주주순이익률	7.0	3.3	3.7	9.4	-2.3	10.0	-2.9	5.5	1.5

자료: Dart, Quantiwise, iM증권

표2. 대한항공 2025E 영업실적 및 컨센서스 비교(연결)

(십억원, %)	2025E	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		2024	YoY %	2025E	Diff %	2025E	Diff %
매출액	26,836	17,993	49.1	19,185	39.9	18,378	46.0
영업이익	2,351	2,113	11.2	2,273	3.4	2,054	14.5
세전이익	2,019	1,794	12.6	2,108	-4.2	1,803	12.0
지배주주순이익	1,343	1,247	7.8	1,494	-10.1	1,229	9.3
영업이익률	8.8	11.7	-3.0	11.8	-3.1	11.2	-2.4
지배주주순이익률	7.5	10.0	-2.4	11.0	-3.5	9.8	-2.3

자료: Dart, Quantiwise, iM증권

표3. 대한항공 연간 실적추정 변경(연결 기준)

(단위: 십억원, %)	신규추정		기존추정		변동률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	17,993	26,836	17,872	18,378	0.7	46.0
영업이익	2,113	2,351	2,101	2,054	0.6	14.5
영업이익률	11.7	8.8	11.8	11.2	-0.1	-2.4
EBITDA	3,814	4,847	3,802.0	3,820	0.3	26.9
세전이익	1,794	2,019	1,761	1,803	1.9	12.0
지배주주순이익	1,247	1,343	1,222	1,229	2.0	9.3
지배주주순이익률	6.9	5.0	6.8	6.7	0.1	-1.7
EPS	3,385	3,648	3,317	3,339	2.1	9.3
BPS	28,611	34,213	28,543	31,126	0.2	9.9

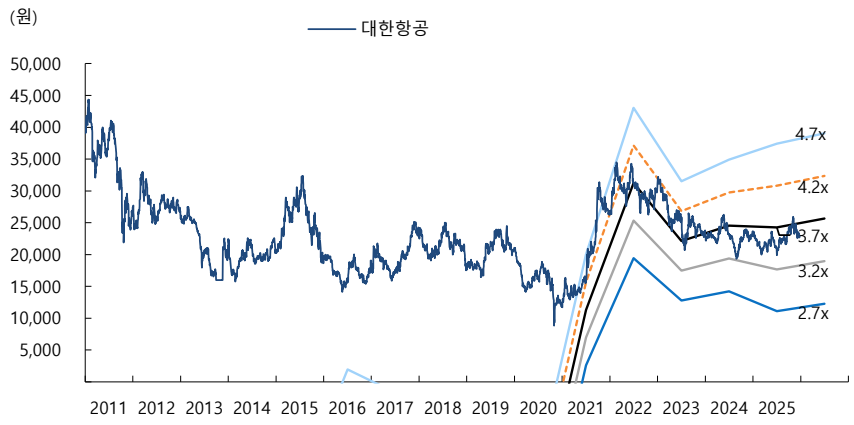
자료: iM증권
주: 2025년부터 아시아나항공 실적 반영

표4. 대한항공 목표주가 Valuation

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	비고
EBITDA(십억원)	3,035	4,347	3,446	3,814	4,847	4,932	
-영업이익	1,418	2,831	1,790	2,113	2,351	2,518	
-감가상각비	1,695	1,650	1,723	1,788	2,892	2,803	
EPS (원)	1,661	4,694	2,904	3,385	3,648	3,732	지배주주순이익 기준
BPS (원)	19,418	24,426	25,870	28,611	34,213	37,141	
고점 P/E (배)	20.8	6.9	9.0	7.7			최근 3년 평균 7.9
평균 P/E (배)	17.8	5.7	7.9	6.7			최근 3년 평균 6.8
저점 P/E (배)	12.7	4.4	6.7	5.9			최근 3년 평균 5.7
고점 EV/EBITDA(배)	6.4	3.6	4.1	3.8			최근 3년 평균 3.9
평균 EV/EBITDA(배)	5.5	3.3	3.8	3.5			최근 3년 평균 3.5
저점 EV/EBITDA(배)	4.0	2.8	3.4	3.2			최근 3년 평균 3.2
ROE(%)	8.6	19.2	11.2	11.8	10.7	10.0	
적용 EBITDA (십억원)					4,854		12개월 선행 EBITDA
Target EV 배수					4.2		최근 5년 중상단
순차입금	7,295	4,584	4,594	5,000	9,000		2025년말 예상 순차입금
주식수(백만주)					368.2		
목표주가 (원)					**31,000**		**Target P/E 8.5배**
전일 종가 (원)					23,300		
상승 여력					33.0		

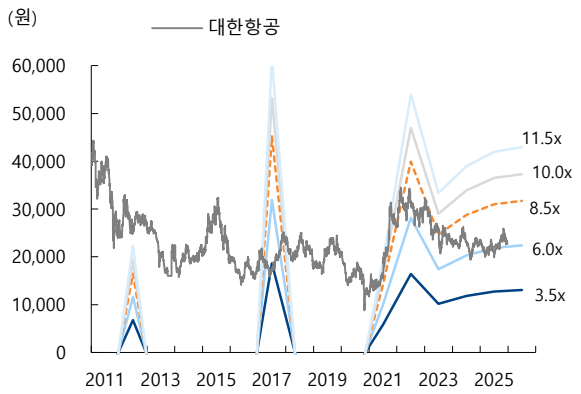
자료: iM증권 리서치본부

그림1. 대한항공 EV/EBITDA Band



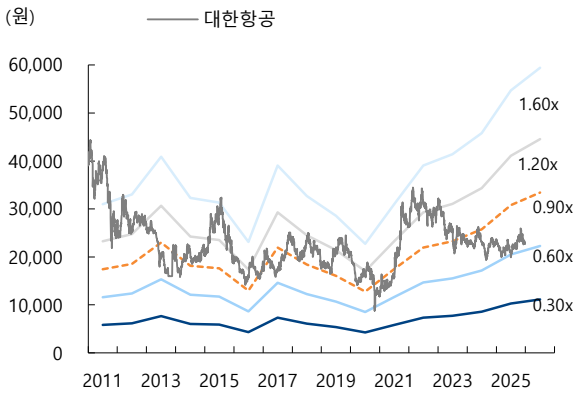
자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

그림2. 대한항공 P/E Band



자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

그림3. 대한항공 P/B Band



자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

표5. 대한항공(별도) 영업실적 및 추이

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2023	2024E	2025E
주요 가정											
평균환율	1,329	1,371	1,355	1,400	1,447	1,410	1,380	1,370	1,303	1,364	1,402
제트유가(달러/배럴)	102	99	92	88	93	93	93	93	93	93	93
국제선											
ASK(백만석km)	21,631	21,774	22,634	23,228	24,082	23,965	24,594	23,998	78,053	89,267	96,638
YoY	34.9	12.5	7.4	7.5	11.3	10.1	8.7	3.3	97.9	14.4	8.3
RPK(백만인km)	18,022	18,398	18,917	19,390	20,069	19,968	20,467	19,956	65,695	74,727	80,460
YoY	36.6	13.4	5.4	5.8	11.4	8.5	8.2	2.9	125.4	13.7	7.7
L/F(%)	83.3	84.5	83.6	83.5	83.3	83.3	83.2	83.2	84.2	83.7	83.3
Yield(원km)	124	126	132	123	123	122	128	120	130	126	123
YoY	-1.8	-2.5	-2.9	-3.5	-0.7	-3.1	-2.9	-2.6	-0.6	-2.7	-2.3
국내선											
ASK(백만석km)	629	712	718	711	697	718	739	724	2,724	2,770	2,877
YoY	-5.0	0.4	3.0	8.4	10.7	0.8	2.9	1.9	-6.9	1.7	3.9
RPK(백만인km)	531	629	612	599	581	606	631	605	2,358	2,371	2,422
YoY	-7.3	1.0	2.0	6.6	9.4	-3.7	3.1	0.9	-4.9	0.6	2.2
L/F(%)	84	88	85	84	83	84	85	83	87	86	84
Yield(원km)	197	207	204	214	198	210	218	210	203	206	209
YoY	2.0	1.0	-0.3	2.5	0.6	1.5	7.1	-2.1	8.6	1.4	1.7
화물											
AFTK(백만톤km)	2,999	3,019	3,062	3,169	3,122	3,165	3,086	3,207	11,757	12,249	12,580
YoY	9.3	2.9	1.3	3.7	4.1	4.8	0.8	1.2	-2.1	4.2	2.7
FTK(백만톤km)	2,165	2,241	2,209	2,311	2,264	2,321	2,251	2,364	8,431	8,926	9,201
YoY	7.4	8.8	3.3	4.3	4.6	3.6	1.9	2.3	-12.3	5.9	3.1
L/F(%)	72	74	72	73	73	73	73	74	72	73	73
Yield(원km)	460	490	507	537	521	524	507	529	478	499	521
YoY	-11.5	4.7	18.5	7.9	13.3	6.8	0.1	-1.5	-40.9	4.2	4.5
실적 추정											
매출액	**3,823**	**4,024**	**4,241**	**4,200**	**4,267**	**4,273**	**4,417**	**4,227**	**14,575**	**16,287**	**17,184**
YoY	19.6	13.8	9.8	5.5	11.6	6.2	4.1	0.6	8.7	11.7	5.5
국제 여객	2,238	2,314	2,492	2,389	2,473	2,434	2,618	2,395	8,535	9,433	9,920
국내 여객	105	130	125	128	115	127	138	127	479	488	507
화물	997	1,097	1,120	1,240	1,181	1,215	1,142	1,250	4,030	4,454	4,788
기타	484	482	504	442	498	497	519	456	1,532	1,912	1,969
영업비용	3,386	3,610	3,622	3,800	3,827	3,815	3,857	3,829	12,988	14,419	15,328
유류비	1,168	1,191	1,159	1,127	1,254	1,226	1,208	1,198	4,446	4,646	4,886
감가상각비	373	397	398	404	407	411	411	409	1,527	1,572	1,638
인건비	711	830	833	924	845	882	875	964	2,914	3,299	3,565
공항관련비	711	722	761	759	767	766	782	768	2,018	2,953	3,083
영업이익	**436**	**413**	**619**	**399**	**440**	**458**	**559**	**398**	**1,587**	**1,867**	**1,857**
YoY	5.1	-11.7	18.9	117.5	1.0	10.9	-9.6	-0.2	-45.0	17.7	-0.6
영업이익률	11.4	10.3	14.6	9.5	10.3	10.7	12.7	9.4	10.9	11.5	10.8
영업외손익	31	59	-238	-101	40	-32	-48	-167	-284	-249	-208
세전이익	467	472	381	299	480	426	512	231	1,302	1,619	1,649
지배주주순이익	**345**	**349**	**277**	**216**	**348**	**309**	**371**	**168**	**917**	**1,187**	**1,196**

자료: Dart, iM증권 리서치본부

표6. 아시아나항공(연결) 영업실적 및 추이

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	**2,009**	**2,015**	**2,177**	**2,217**	**2,195**	**2,157**	**1,829**	**1,741**	**7,623**	**8,419**	**7,922**
YoY	15.0	10.4	8.8	8.2	9.3	7.0	-16.0	-21.5	22.8	10.4	-5.9
아시아나항공	1,633	1,736	1,880	1,927	1,870	1,885	1,526	1,453	6,532	7,175	6,733
YoY	12.1	10.6	9.0	8.1	14.5	8.6	-18.8	-24.6	16.0	9.8	-6.2
에어부산	272	235	250	227	269	214	239	231	890	985	954
YoY	27.8	18.7	8.6	-8.8	-1.1	-8.9	-4.5	2.0	119.9	10.6	-3.1
기타	104	44	47	64	56	57	64	57	201	259	235
YoY	32.9	-23.6	2.2	251.0	-46.1	29.3	35.4	-9.7	-34.5	29.1	-9.3
영업비용	1,947	1,997	2,000	2,048	2,109	2,076	1,723	1,735	7,003	7,992	7,642
YoY	23.2	19.3	11.0	5.2	8.3	3.9	-13.9	-15.3	24.9	14.1	-4.4
아시아나항공	1,664	1,767	1,751	1,811	1,849	1,824	1,479	1,487	6,131	6,993	6,639
YoY	22.0	21.0	9.5	6.0	11.1	3.2	-15.5	-17.9	25.2	14.1	-5.1
에어부산	201	217	213	199	221	205	207	208	731	830	840
YoY	21.8	32.2	13.6	-6.9	9.6	-5.8	-2.9	4.6	50.3	13.7	1.2
기타	81	13	37	37	39	47	37	39	141	169	162
YoY	57.2	-73.2	119.4	61.4	-52.2	254.5	-0.7	5.4	-37.3	19.5	-4.0
영업이익	**62**	**18**	**177**	**169**	**86**	**81**	**106**	**7**	**620**	**426**	**280**
YoY	-62.6	-88.1	-11.4	65.3	38.2	350.8	-40.0	-96.1	3.5	-31.2	-34.3
아시아나항공	-31	-31	129	115	20	61	46	-34	401	182	93
YoY	적전	적전	1.8	58.8	흑전	흑전	-64.1	적전	-45.4	-54.7	-48.6
에어부산	71	18	37	28	49	10	32	23	182	154	114
YoY	48.3	-46.7	-13.3	-51.2	-31.4	-46.7	-13.8	-16.7	-323.3	-15.1	-26.3
기타	23	31	10	26	17	10	27	18	38	90	73
YoY	-14.5	266.5	-64.9	흑전	-24.3	-66.8	164.3	-31.1	-170.4	140.2	-19.3
영업이익률(%)	3.1	0.9	8.1	7.6	3.9	3.8	5.8	0.4	8.1	5.1	3.5
아시아나항공	-1.9	-1.8	6.9	6.0	1.1	3.2	3.0	-2.4	6.1	2.5	1.4
에어부산	26.1	7.7	15.0	12.2	18.1	4.5	13.5	9.9	20.4	15.7	11.9
기타	21.8	70.1	21.9	41.4	30.6	18.0	42.7	31.6	18.8	34.9	31.1
영업외손익	-261	-187	88	-217	-41	-36	-34	-47	-478	-577	-159
아시아나항공	-196	-161	56	-183	-37	-32	-31	-38	-358	-484	-138
에어부산	-41	-35	26	-32	-4	-3	-4	-9	-74	-83	-21
기타	-23	9	6	-2	0	-1	1	0	-92	-10	0
세전이익	-153	-122	209	-21	49	35	62	-23	181	-87	124
지배주주순이익	**-168**	**-115**	**177**	**-25**	**24**	**31**	**44**	**-33**	**114**	**-131**	**66**
아시아나	-174	-149	143	-49	-12	21	11	-53	40	-229	-32
에어부산(41.89%)	10	-5	21	-1	14	2	9	4	44	24	29
기타	-3	40	12	25	22	7	24	16	30	74	69
비지배주주순이익	13	-7	30	-2	19	3	12	6	61	33	41

자료: Dart, iM증권

표6. 대한항공(연결) 영업실적 및 추이

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	**4,291**	**4,402**	**4,675**	**4,624**	**6,979**	**6,812**	**6,660**	**6,386**	**16,112**	**17,993**	**26,836**
YoY	19.5	13.5	10.0	5.2	62.6	54.7	42.5	38.1	14.3	11.7	49.1
대한항공	3,823	4,024	4,241	4,200	4,267	4,273	4,417	4,227	14,575	16,287	17,184
YoY	19.6	13.8	9.8	5.5	11.6	6.2	4.1	0.6	8.7	11.7	5.5
아시아나항공	2,009	2,015	2,177	2,217	2,195	2,157	1,829	1,741	7,623.4	8,419	7,922
YoY	15.0	10.4	8.8	8.2	9.3	7.0	-16.0	-21.5	22.8	10.4	-5.9
진에어	430	308	365	347	444	301	338	333	1,277	1,450	1,416
YoY	22.1	19.0	13.1	1.0	3.2	-2.2	-7.3	-4.0	115.2	13.5	-2.3
영업비용	3,754	3,959	3,987	4,179	6,382	6,233	5,933	5,937	14,322	15,880	24,485
YoY	20.8	16.4	7.6	1.7	70.0	57.4	48.8	42.1	27.1	10.9	222.2
대한항공	3,386	3,610	3,622	3,800	3,827	3,815	3,857	3,829	12,988	14,419	15,328
YoY	21.8	17.7	8.3	0.1	13.0	5.7	6.5	0.7	23.4	11.0	6.3
아시아나항공	1,664.2	1,766.7	1,750.7	1,811.5	2,109	2,076	1,723	1,735	7,003	7,992	7,642
YoY	22.0	21.0	9.5	6.0	26.7	17.5	-1.6	-4.2	24.9	14.1	-4.4
진에어	332	307	324	317	378	299	313	319	1,095	1,280	1,309
YoY	24.0	27.4	11.9	6.9	13.9	-2.7	-3.4	0.6	65.7	16.9	202.8
영업이익	**538**	**443**	**688**	**445**	**596**	**579**	**727**	**449**	**1,790**	**2,113**	**2,351**
YoY	10.7	-7.2	26.7	56.5	10.9	30.7	5.7	0.8	-36.8	18.1	11.2
대한항공	436	413	619	399	440	458	559	398	1,587	1,867	1,857
YoY	5.1	-11.7	18.9	117.5	1.0	10.9	-9.6	-0.2	-45.0	17.7	-0.6
아시아나항공	62	18	177	169	86	81	106	7	620	426	280
YoY	-62.6	-88.1	-11.4	65.3	38.2	350.8	-40.0	-96.1	3.5	-31.2	-34.3
진에어	98	1	40	30	66	2	24	14	182	170	107
YoY	16.0	-95.0	23.1	-35.1	-33.1	137.0	-39.3	-52.3	-369.9	-6.6	-37.1
영업이익률(%)	12.5	10.1	14.7	9.6	8.5	8.5	10.9	7.0	11.1	11.7	8.8
대한항공	11.4	10.3	14.6	9.5	10.3	10.7	12.7	9.4	10.9	11.5	11
아시아나항공	3.1	0.9	8.1	7.6	3.9	3.8	5.8	0.4	8.1	5.1	3.5
진에어	22.9	0.3	11.0	8.7	14.8	0.7	7.2	4.3	14.2	11.7	8
영업외손익	10	41	-250	-120	19	-63	-76	-212	-214	-319	-332
대한항공	31	59	-238	-101	40	-32	-48	-167	-284	-249	-208
아시아나항공	-261	-187	88	-217	-41	-36	-34	-47	-478	-577	-159
진에어	-12	-8	14	-31	7	8	7	3	-8	-37	25
세전이익	547	484	438	325	615	516	651	237	1,132	1,312	2,019
지배주주순이익	**375**	**352**	**292**	**227**	**396**	**350**	**431**	**166**	**1,069**	**1,247**	**1,343**
대한항공	345	349	277	216	348	309	371	168	917	1,187	1,196
아시아나(63.88%)	-107	-73	113	-16	15	20	28	-21	73	-84	42
진에어(54.91%)	37	-3	23	0	30	4	13	7	97	57	54
기타	-8	7	-7	11	2	18	19	12	61	2	51

자료: Dart, iM증권

주: 아시아나항공 1Q25부터 연결 실적 포함

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	8,595	9,774	14,411	15,924
현금 및 현금성자산	623	1,225	3,254	3,785
단기금융자산	5,615	5,686	6,686	6,686
매출채권	1,138	882	1,550	2,333
재고자산	854	945	1,233	1,324
비유동자산	21,797	21,916	20,727	19,862
유형자산	18,175	18,331	17,177	16,344
무형자산	824	785	747	712
자산총계	30,392	31,690	35,138	35,786
유동부채	9,410	10,014	12,245	11,708
매입채무	240	272	355	371
단기차입금	1,021	1,082	2,190	2,201
유동성장기부채	2,718	3,609	4,449	4,566
비유동부채	11,167	10,927	10,967	10,989
사채	1,843	2,010	2,063	2,086
장기차입금	1,994	1,588	1,574	1,573
부채총계	20,577	20,941	23,212	22,697
지배주주지분	9,526	10,394	11,433	12,502
자본금	1,847	1,847	1,847	1,847
자본잉여금	4,145	4,145	4,145	4,145
이익잉여금	2,592	3,561	4,628	5,725
기타자본항목	0	0	0	0
비지배주주지분	289	355	494	587
자본총계	9,815	10,749	11,926	13,089

포괄손익계산서

(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	16,112	17,993	26,836	26,924
증가율(%)	14.3	11.7	49.1	0.3
매출원가	12,850	14,398	22,182	22,066
매출총이익	3,261	3,595	4,654	4,858
판매비와관리비	1,471	1,482	2,303	2,340
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	1,790	2,113	2,351	2,518
증가율(%)	-36.8	18.1	11.2	7.1
영업이익률(%)	11.1	11.7	8.8	9.4
이자수익	302	638	391	376
이자비용	531	488	492	492
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-62	-344	-313	-500
세전계속사업이익	1,576	1,794	2,019	1,986
법인세비용	447	482	537	519
세전계속이익률(%)	9.8	10.0	7.5	7.4
당기순이익	1,129	1,312	1,483	1,467
순이익률(%)	7.0	7.3	5.5	5.4
지배주주귀속 순이익	1,061	1,247	1,343	1,374
기타포괄이익	-264	-264	-264	-264
총포괄이익	866	1,048	1,219	1,203
지배주주귀속총포괄이익	866	1,048	1,219	1,203

현금흐름표

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	4,092	2,163	2,959	2,534
당기순이익	1,129	1,312	1,483	1,467
유형자산감가상각비	-	1,730	2,836	2,749
무형자산상각비	57	59	56	54
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-2,410	-1,924	-3,098	-1,830
유형자산의 처분(취득)	-1,909	-1,936	-2,182	-1,916
무형자산의 처분(취득)	-	-	0	0
금융상품의 증감	-629	-71	-1,000	-
재무활동 현금흐름	-2,085	-107	1,169	-670
단기금융부채의증감	-	150	1,192	23
장기금융부채의증감	-	-239	40	22
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-282	-277	-277	-277
현금및현금성자산의증감	-434	602	2,029	531
기초현금및현금성자산	1,057	623	1,225	3,254
기말현금및현금성자산	623	1,225	3,254	3,785

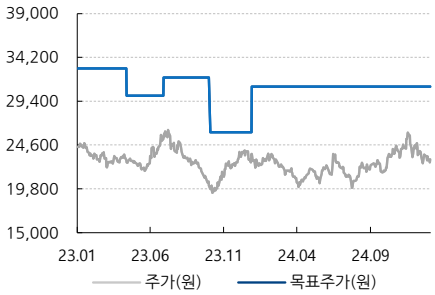
주요투자지표

	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표(원)				
EPS	2,882	3,385	3,648	3,732
BPS	25,870	28,611	31,389	34,274
CFPS	3,037	8,242	11,502	11,344
DPS	750	750	750	750
Valuation(배)				
PER	8.3	6.8	6.3	6.2
PBR	0.9	0.8	0.7	0.7
PCR	7.9	2.8	2.0	2.0
EV/EBITDA	4.1	3.7	3.7	3.5
Key Financial Ratio(%)				
ROE	11.5	12.5	12.3	11.5
EBITDA이익률	11.5	21.7	19.5	19.8
부채비율	209.6	194.8	194.6	173.4
순부채비율	13.6	12.8	2.8	-0.3
매출채권회전율(x)	14.1	17.8	22.1	13.9
재고자산회전율(x)	20.3	20.0	24.6	21.1

자료 : 대한항공, iM증권 리서치본부

대한항공 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-04-25	Buy	30,000	-22.8%	-14.3%
2023-07-11	Buy	32,000	-26.8%	-18.0%
2023-10-16	Buy	26,000	-15.5%	-7.7%
2024-01-10	Buy	31,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,
- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급
시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%