

2024. 10. 18



▲ **윤승**
 Analyst **오정하**
 02. 6454-4873
 jungaha.oh@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **30,000 원**

현재주가 (10/17) **22,850 원**

상승여력 **31.3%**

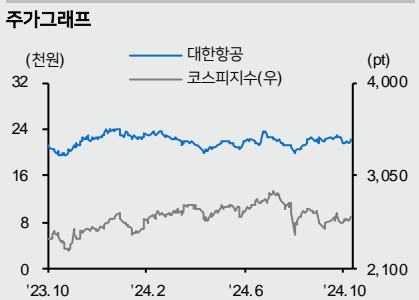
KOSPI	2,609.30pt
시가총액	84,138억원
발행주식수	36,822만주
유동주식비율	65.49%
외국인비중	16.72%
52주 최고/최저가	24,000원/19,350원
평균거래대금	182.1억원

주요주주(%)

한진칼 외 26 인	27.05
국민연금공단	7.32

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.0	13.4	14.9
상대주가	0.7	12.3	8.4



대한항공 003490

3Q24 Preview: 견조한 실적

- ✓ 3Q24E 매출액 4조 7,309억원(11.3% YoY), 영업이익 6,221억원(14.6%, OPM 14.1%)
- ✓ 여객: 국제선 매출액 2조 5,712억원(5.6%), Yield 2.8% 감소 예상
- ✓ 화물: 매출액 1조 1,339억원(+26.9%), ACTK 1.2% 증가, Yield +20.0% 증가 예상
- ✓ 10월말 대한항공-아시아나항공 합병 관련 미국과 EU의 최종 승인은 리레이팅 요소
- ✓ 투자의견 Buy, 2025E 글로벌 FSC Peer PER 8배 적용해 적정주가 30,000원 제시

영업이익 컨센서스 소폭 상회

3분기 실적은 매출액 4조 7,309억원(+11.3% YoY, 이하 YoY), 영업이익 6,221억원(14.6%, OPM 14.1%)을 기록할 전망이다. 영업이익 컨센서스 3.0% 상회를 예상한다. 여객운임이 소폭 하락했지만, 여름 성수기 효과와 더불어 ASK 증가 및 화물 수요가 실적을 지지할 전망이다.

부문별로 봤을 때, 1) 국내선 매출액은 1,232억원(+0.3%)을 예상한다. 공급량(ASK)은 전년대비 10.9% 증가, Yield는 1.8% 하락을 예상한다. 2) 국제선 매출액은 2조 5,712억원(+5.6%)을 예상한다. 대한항공의 국제여객 수는 17% 증가했다. ASK는 8.6% 증가를 예상한다. Yield는 2.8% 감소했으나, 2019년 동기대비 39.8% 높은 수준이다.

3) 화물사업 매출액은 1조 1,339억원(+26.9%)으로 예상한다. 수송량은 전년대비 3% 감소하며 유사한 수준이나 Yield가 20.0% 상승한 효과로 판단한다. 전자상거래발 수요가 견조한 상황이다. 화물 매출액 기준 의류·신선식품 등 소비재 비중은 약 15~20% 수준이다.

투자의견 Buy 및 적정주가 30,000원 제시

글로벌 FSC Peer의 2025E 평균 멀티플은 8.1배로 상승한 반면 대한항공의 멀티플은 6배를 유지하고 있다. 대한항공과 아시아나 합병에 대한 불확실성에 기인한다고 판단한다. 10월말 미국과 EU의 승인이 확실시되면 리레이팅 요인으로 작용할 예정이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	14,096.1	2,830.6	1,728.4	4,810	151.3	24,353	4.8	0.9	3.1	22.0	212.1
2023	16,111.8	1,790.1	1,061.2	2,880	-36.3	25,793	8.3	0.9	3.9	11.5	209.6
2024E	18,159.4	2,211.5	1,552.1	4,213	42.3	29,354	5.4	0.8	3.1	15.2	192.3
2025E	18,088.0	2,007.6	1,399.0	3,797	-11.2	32,392	6.0	0.7	3.0	12.3	170.6
2026E	18,431.9	1,691.4	1,177.8	3,196	-15.8	34,831	7.1	0.7	3.0	9.5	154.9

(십억원)	3Q24E	3Q23	(% YoY)	2Q24	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	4,730.9	4,249.0	11.3	4,402.2	7.5	4,713.5	0.4
영업이익	622.1	543.0	14.6	442.9	40.4	604.1	3.0
세전이익	566.5	577.0	-1.8	484.1	17.0	580.9	-2.5
지배순이익	424.9	406.7	4.5	352.5	20.6	413.1	2.8

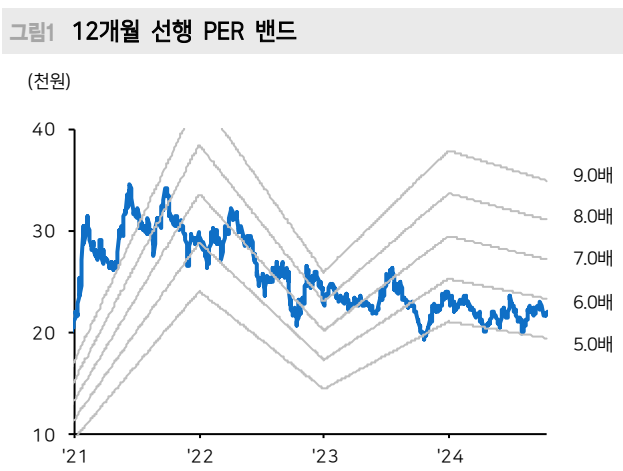
자료: 대한항공, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출액(연결)	3,592.0	3,877.3	4,249.0	4,393.4	4,291.4	4,402.2	4,730.9	4,734.8	14,096.1	16,111.8	18,159.4	18,088.0
%YoY	24.5%	13.3%	8.6%	13.2%	19.5%	13.5%	11.3%	7.8%	56.3%	14.3%	12.7%	-0.4%
매출액(별도)	3,195.9	3,535.4	3,863.8	3,980.1	3,822.5	4,023.7	4,343.9	4,327.4	13,412.7	14,575.1	16,517.5	16,457.1
%YoY	13.9%	6.1%	5.3%	10.4%	19.6%	13.8%	12.4%	8.7%	53.2%	8.7%	13.3%	-0.4%
국내선	110.7	127.7	122.8	117.5	104.5	130.5	123.2	115.8	463.5	478.7	474.0	484.8
ASK(M·km)	662.0	709.0	697.0	656.0	629.0	712.0	772.8	721.9	2,925.0	2,724.0	2,835.7	2,937.5
RPK(M·km)	573.0	623.0	600.0	562.0	531.0	629.0	613.3	577.8	2,479.0	2,358.0	2,351.1	2,489.8
Load Factor	86.6%	87.9%	86.1%	85.7%	84.4%	88.3%	79.4%	80.0%	84.8%	86.6%	82.9%	84.8%
Yield(KRW)	193.2	205.0	204.7	209.1	196.8	207.5	200.9	200.3	185.2	203.0	201.4	194.5
%YoY	28.5%	10.8%	-1.7%	5.9%	1.9%	1.2%	-1.8%	-4.2%	32.7%	9.6%	-0.8%	-3.4%
국제선	1,667.0	2,093.3	2,435.6	2,339.3	2,237.6	2,314.2	2,571.2	2,416.8	3,889.6	8,535.2	9,539.8	9,684.2
ASK(M·km)	16,034.0	19,351.0	21,067.0	21,601.0	21,631.0	21,774.0	22,873.0	22,600.7	39,449.0	78,053.0	88,878.7	95,177.9
RPK(M·km)	13,191.0	16,223.0	17,950.0	18,331.0	18,022.0	18,398.0	19,488.8	19,179.4	29,142.0	65,695.0	75,088.1	79,418.1
Load Factor	82.3%	83.8%	85.2%	84.9%	83.3%	84.5%	85.2%	84.9%	73.9%	84.2%	84.5%	83.4%
Yield(KRW)	126.4	129.0	135.7	127.6	124.2	125.8	131.9	126.0	132.3	129.7	127.0	121.8
%YoY	0.9%	-5.0%	-0.5%	-3.0%	-1.8%	-2.5%	-2.8%	-1.3%	11.3%	-2.0%	-2.1%	-4.0%
화물	1,048.5	963.8	915.3	1,102.1	996.6	1,097.2	1,133.9	1,264.4	7,724.4	4,029.7	4,492.1	4,156.4
ATK(백만톤km)	2,744.0	2,935.0	3,022.0	3,056.0	2,999.0	3,019.0	3,058.9	3,415.8	12,004.0	11,757.0	12,492.7	11,822.9
RTK(백만톤km)	2,016.0	2,060.0	2,139.0	2,216.0	2,165.0	2,241.0	2,208.3	2,746.8	9,616.0	8,431.0	9,361.0	9,864.1
Load Factor	73.5%	70.2%	70.8%	72.5%	72.2%	74.2%	72.2%	80.4%	80.1%	71.7%	74.9%	83.4%
Yield(KRW)	520.1	467.9	427.9	497.3	460.3	489.6	513.5	460.3	800.0	478.3	480.9	420.9
영업비용	2,780.9	3,067.4	3,343.4	3,796.5	3,386.5	3,610.3	3,733.3	3,855.8	10,529.1	12,988.2	14,585.8	14,741.8
%YoY	37.9%	18.1%	18.2%	23.0%	21.8%	17.7%	11.7%	1.6%	44.5%	23.4%	12.3%	1.1%
연료비	1,004.5	980.8	1,169.6	1,302.2	1,168.2	1,191.4	1,223.4	1,155.4	4,007.5	4,457.1	4,738.4	5,008.5
감가상각비	389.3	398.8	367.8	379.6	372.5	397.1	405.4	415.8	1,495.6	1,535.5	1,590.8	1,810.9
인건비	584.0	674.8	702.1	911.2	711.2	830.4	817.9	925.5	2,310.9	2,872.1	3,285.0	3,253.7
객화서비스비	500.6	613.5	568.4	569.5	711.2	722.1	757.4	747.0	1,231.7	2,251.9	2,937.6	2,602.7
기타	302.5	399.5	535.6	634.1	423.4	469.3	529.2	611.9	1,483.4	1,871.6	2,033.9	2,065.9
영업이익(연결)	485.5	477.2	543.0	284.3	537.5	442.9	622.1	608.9	2,830.6	1,790.1	2,211.5	2,007.6
%YoY	-37.2%	-35.5%	-32.2%	-45.0%	10.7%	-7.2%	14.6%	114.2%	99.6%	-36.8%	23.5%	-9.2%
%OPM	13.5%	12.3%	12.8%	6.5%	12.5%	10.1%	13.1%	12.9%	96.8%	65.7%	78.0%	68.3%
영업외손익	-120.7	11.5	34.0	-139.1	9.7	41.2	-55.6	-54.9	-268.6	-214.4	-59.6	-106.9
순이익(연결)	251.0	360.0	419.8	98.2	406.5	359.1	424.9	415.5	1,729.5	1,129.1	1,606.0	1,425.5
%YoY	-52.7%	-19.9%	12.2%	-73.8%	61.9%	-0.2%	1.2%	322.9%	198.8%	-34.7%	42.2%	-11.2%

자료: 대한항공, 메리츠증권 리서치센터

(원, 배)	2024E	2025E	비고
EPS	4,213	3,797	
Target PER	8.4	8.1	중국을 제외한 글로벌 대형항공사의 평균 PER
적정주가	35,387	30,754	
최종 목표주가		30,000	
현재주가		22,100	
상승여력		35.7	10월 17일 기준

자료: 대한항공, 메리츠증권 리서치센터



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

		PER(배)			EPS Growth(% YoY)			PBR(배)			ROE(%)			EV/EBITDA(배)			EBITDA 이익률(%)		
		23	24E	25E	23	24E	25E	23	24E	25E	23	24E	25E	23	24E	25E	23	24E	25E
한국	대한항공	8.3	6.0	6.2	-40.9	24.4	-3.2	0.9	0.8	0.7	11.4	13.2	11.7	4.0	3.5	3.5	21.7	21.1	20.5
미국	Delta Air	8.6	8.2	6.8	248	-15.9	20.3	2.3	2.2	1.7	52.1	32.2	26.8	5.1	5.3	4.7	15.2	15.3	14.4
	United Continental	4.4	6.0	5.2	253	22.7	16.6	1.5	1.6	1.2	32.3	28.4	25.3	3.9	3.9	3.5	14.5	13.9	13.1
	American Airline	5.2	9.5	5.9	530	-3.7	62.3	-	-	-	-	-5.3	-22.6	5.1	6.9	5.9	13.8	8.4	8.0
프랑스	에어프랑스-KLM	2.6	3.1	2.0	24.3	-48.8	58.1	-	-	17.9	-	-32.5	-151	2.8	2.9	2.5	14.2	13.4	12.8
독일	루프트한자	5.0	7.5	4.9	117.8	-39.4	53.7	1.0	0.7	0.6	18.5	10.6	14.1	3.2	3.4	2.8	13.6	10.3	9.7
홍콩	캐세이퍼시픽항공	5.8	7.7	7.2	흑전	-22.7	7.2	1.0	1.0	0.9	19.2	13.3	13.0	4.5	4.7	4.8	29.2	22.6	20.1
대만	중화항공	19.2	10.4	12.0	125	71.0	-12.9	1.8	1.4	1.4	9.4	15.4	-	4.5	3.7	3.9	22.1	22.3	22.0
	에바항공	7.8	8.1	9.5	186	8.8	-15.0	1.6	1.6	1.5	22.2	20.3	15.0	2.8	2.9	3.4	29.5	27.0	27.1
필리핀	세부항공	2.8	6.0	2.8	흑전	-50.3	116	4.6	1.7	1.0	-	148	85.4	6.8	6.2	4.6	24.1	24.1	20.8
싱가폴	Singapore Airlines	16.1	7.6	9.5	흑전	146	-15.2	1.2	1.3	1.3	16.3	14.5	13.1	4.5	4.7	5.2	28.0	25.1	23.2
태국	방콕항공	10.6	15.4	15.2	흑전	8.1	2.2	1.9	2.5	2.2	18.4	16.7	15.2	8.2	10.4	10.6	21.4	21.7	20.5
일본	일본항공	32.8	11.9	10.6	흑전	129	18.7	1.4	1.2	1.1	4.3	10.7	10.5	6.7	4.3	4.1	16.2	19.4	16.3
	ANA홀딩스	15.1	9.9	11.2	흑전	35.4	-6.6	1.6	1.4	1.2	10.8	15.0	11.1	6.6	4.5	4.7	15.8	17.2	15.1
중국	중국남방항공	-	-	17.7	적지	-72.3	-688	1.5	3.0	2.6	-10.6	3.2	12.8	9.4	9.7	8.7	20.5	18.5	16.9
	중국동방항공	-	-	37.6	적지	-82.8	-277	1.1	2.4	2.1	-22.6	-3.5	11.5	11.9	11.4	10.4	19.5	18.3	16.9
업종 평균		9.1	8.4	8.1	186.1	7.3	26.6	1.6	1.6	1.3	16.8	15.6	12.1	4.9	4.6	4.3	19.5	18.7	17.1

주: 10월 17일 기준, 중국항공사와 Outlier 제외
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

대한항공 (003490)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	14,096.1	16,111.8	18,159.4	18,088.0	18,431.9
매출액증가율(%)	56.3	14.3	12.7	-0.4	1.9
매출원가	10,245.4	12,850.3	14,377.6	14,464.7	15,077.0
매출총이익	3,850.7	3,261.5	3,781.8	3,623.3	3,354.9
판매관리비	1,020.1	1,471.4	1,570.4	1,615.6	1,663.6
영업이익	2,830.6	1,790.1	2,211.5	2,007.6	1,691.4
영업이익률(%)	20.1	11.1	12.2	11.1	9.2
금융손익	-50.0	-152.2	26.2	-135.2	-85.8
중속/관계기업손익	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-218.6	-62.2	-85.9	28.3	-5.3
세전계속사업이익	2,562.1	1,575.7	2,151.8	1,900.7	1,600.2
법인세비용	832.6	446.6	545.8	475.2	400.1
당기순이익	1,729.5	1,129.1	1,606.1	1,425.5	1,200.2
지배주주지분 손이익	1,728.4	1,061.2	1,552.1	1,399.0	1,177.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	5,572.4	4,092.5	5,003.4	3,553.5	3,452.3
당기순이익(손실)	1,729.5	1,129.1	1,606.1	1,425.5	1,200.2
유형자산상각비	1,605.8	1,665.9	1,678.2	1,699.0	1,720.2
무형자산상각비	44.0	57.0	42.7	25.2	23.4
운전자본의 증감	1,018.8	969.1	1,103.0	-11.3	156.3
투자활동 현금흐름	-2,975.9	-2,409.9	-2,706.4	-1,809.5	-2,073.5
유형자산의증가(CAPEX)	-761.8	-1,908.5	-2,546.7	-1,818.6	-1,947.7
투자자산의감소(증가)	64.9	3.5	-230.6	0.3	-4.6
재무활동 현금흐름	-2,698.0	-2,085.3	-1,261.2	-1,153.0	-1,338.8
차입금의 증감	-1,370.6	-171.0	183.2	-460.9	-709.6
자본의 증가	299.2	-0.2	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-128.5	-434.1	1,040.2	591.0	40.0
기초현금	1,185.4	1,056.9	622.8	1,663.0	2,254.0
기말현금	1,056.9	622.8	1,663.0	2,254.0	2,293.9

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	8,090.9	8,595.2	10,257.4	10,835.9	11,047.9
현금및현금성자산	1,056.9	622.8	1,663.0	2,254.0	2,293.9
매출채권	958.2	927.0	999.0	997.6	1,017.6
재고자산	730.1	853.6	919.9	918.6	937.0
비유동자산	20,906.8	21,796.6	22,430.3	22,524.4	22,733.1
유형자산	17,079.1	18,174.9	18,636.6	18,756.1	18,983.6
무형자산	873.8	824.2	793.3	768.2	744.8
투자자산	761.1	757.6	988.2	987.8	992.4
자산총계	28,997.7	30,391.8	32,687.7	33,360.3	33,781.0
유동부채	8,475.2	9,409.9	10,712.9	10,564.1	10,176.4
매입채무	255.3	240.2	258.9	258.5	263.7
단기차입금	906.1	1,021.4	1,051.4	1,011.4	701.4
유동성장기부채	2,750.2	2,718.0	3,550.4	3,450.4	3,250.4
비유동부채	11,230.1	11,166.7	10,793.0	10,466.1	10,351.3
사채	1,830.5	1,842.8	1,960.5	1,960.5	1,960.5
장기차입금	1,623.9	1,993.9	1,659.7	1,619.7	1,419.7
부채총계	19,705.2	20,576.6	21,506.0	21,030.1	20,527.7
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
기타포괄이익누계액	948.3	942.1	984.9	984.9	984.9
이익잉여금	2,053.7	2,591.9	3,864.6	4,986.5	5,887.3
비지배주주지분	298.3	289.2	340.3	366.9	389.2
자본총계	9,292.5	9,815.2	11,181.7	12,330.2	13,253.3

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	39,253	43,756	49,317	49,123	50,057
EPS(지배주주)	4,810	2,880	4,213	3,797	3,196
CFPS	13,377	10,269	11,025	10,212	9,314
EBITDAPS	12,476	9,540	10,679	10,135	9,329
BPS	24,353	25,793	29,354	32,392	34,831
DPS	750	750	750	750	750
배당수익률(%)	3.3	3.1	3.3	3.3	3.3
Valuation(Multiple)					
PER	4.8	8.3	5.4	6.0	7.1
PCR	1.7	2.3	2.1	2.2	2.5
PSR	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
PBR	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
EBITDA(십억원)	4,480.3	3,513.0	3,932.3	3,731.8	3,434.9
EV/EBITDA	3.1	3.9	3.1	3.0	3.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	22.0	11.5	15.2	12.3	9.5
EBITDA 이익률	31.8	21.8	21.7	20.6	18.6
부채비율	212.1	209.6	192.3	170.6	154.9
금융비용부담률	2.8	3.3	2.8	2.3	1.9
이자보상배율(x)	7.1	3.4	4.3	4.8	4.8
매출채권회전율(x)	14.7	17.1	18.9	18.1	18.3
재고자산회전율(x)	21.2	20.3	20.5	19.7	19.9

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.0%
중립	14.0%
매도	0.0%

2024년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

대한항공 (003490) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

