

대한항공 (003490)

멀티플 상향 요인 충분, 저평가 해소의 시작

투자 의견 Buy, 목표주가 35,000원으로 상향

대한항공에 대해 투자 의견 Buy를 유지하고, 목표주가를 기존 29,000원에서 35,000원으로 상향한다. 목표주가는 12개월 포워드 EBITDA에 Target EV/EBITDA 5.0배를 적용하고, 2025년말 예상 순차입금을 차감하여 산출했다. Target EV/EBITDA는 글로벌 FSC의 평균 수준이다.

대한항공과 아시아나항공 합병에 따른 한국 시장에서의 장거리 노선 영향력 확대, 규모의 경제에 따른 비용 절감, 그리고 MRO, 무인기 등의 사업 확장이 Valuation 확장을 이끌 것으로 기대된다. 글로벌 FSC의 평균 수준의 EV/EBITDA는 충분히 반영이 가능하다고 판단한다.

대한항공의 MRO 사업 확장: 외주 매출 증가와 정비비 감소 기대

대한항공은 2027년 완공을 목표로 영종도 엔진 공장을 건설하고 있다(연면적 14만m²). 대한항공의 엔진 공장 준공은 아시아나항공을 포함한 캡티브 물량을 수행하며 엔진 비용을 절감하며, 타 항공사의 엔진 물량도 수주하며 매출 확대도 예상된다. 엔진 공장이 완공되면 대한항공의 엔진 정비 역량은 연 360여대, 정비가능 엔진 수는 9종으로 확대된다.

영종도 엔진 공장이 완공되면 대한항공과 아시아나항공의 외주 엔진 정비 비용이 크게 절감될 것으로 예상된다. 엔진 외주 정비 수수료는 대략 5~10억원(엔진정비 비용의 5~10%)으로 알려져 있으며, 이미 일부 자체 엔진 정비하고 있는 대한항공의 경우 5% 수준, 아시아나항공은 10% 수준의 정비비 절감 효과를 기대할 수 있다. 엔진 오버홀의 경우 엔진 1대당 약 50~100억원 수준의 정비 비용이 발생하는데, 추가로 외주 물량을 연간 100여대로 가정 시 연간 5,000억원~1조원의 매출이 발생하는 것이다. OPM을 대략 5%로 가정 시 연간 250~500억원의 영업이익이 추가된다. 종합적으로 연환산 약 1,000~1,500억원의 영업이익 증가 효과가 기대된다.

항공우주사업의 매출 증가, 무인기 사업도 장기적인 관점에서 주목할 필요

대한항공의 항공우주 부문의 주요 사업은 항공기 구조물 제작, 무인기, 드론 제작, 군용기 MRO가 있다. 매출액은 2024년 기준 5,930억원으로 전년동기대비 9.7% 증가했다. 항공우주사업 매출액은 2021년 이후 매출 증가 추이를 보이고 있다. 코로나 팬데믹 이후 항공기 제조사의 작업 활동이 다시 재개되며 매출이 늘어나고 있다.

장기적으로는 무인기 사업, 군용 MRO 수주 확대로 점진적인 매출 증가가 예상된다. 중고도 무인기 KUS-FS의 양산이 2024년 시작되었고, 2027년까지 4대가 양산이 예정되어 있다. 군용 MRO 사업의 경우 미국과 한국의 군용기를 정비하는 사업으로 대한항공은 F-4, F-5, F-15 등 다수의 트랙레코드가 있다. 향후 미국과 한국의 군용 MRO 사업 수주 확대가 기대된다. 최근에는 UH/HH-60 성능 개량 사업의 우선협상대상자로 선정되기도 했다(사업규모 1조원).

Company Brief

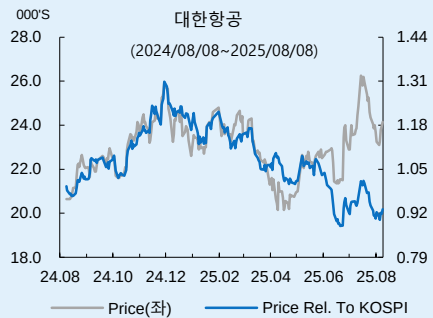
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	35,000원(상향)
증가(2025.08.08)	24,150원
상승여력	49.3%

Stock Indicator	
자본금	1,847십억원
발행주식수	36,822만주
시가총액	8,893십억원
외국인지분율	16.5%
52주 주가	20,150~26,250원
60일평균거래량	1,721,075주
60일평균거래대금	40.8십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.2	9.5	1.0	16.9
상대수익률	-2.1	-15.0	-26.3	-7.1

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	17,871	25,168	25,508	26,546
영업이익(십억원)	2,110	1,987	2,451	2,698
순이익(십억원)	1,317	1,382	1,498	1,643
EPS(원)	3,577	3,753	4,068	4,463
BPS(원)	28,442	31,452	35,520	39,983
PER(배)	6.3	6.4	5.9	5.4
PBR(배)	0.8	0.8	0.7	0.6
ROE(%)	12.6	11.9	11.5	11.2
배당수익률(%)	3.3	3.1	3.1	3.1
EV/EBITDA(배)	5.3	4.5	4.1	3.8

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[건설/운송]

배세호 2122-9178 seho.bae@imfnsec.com

건조한 미주 수요, 장기적으로 장거리 노선에서의 영향력 확대할 것

현재 미주 노선의 수요는 매우 건조한 상황이며, 향후 대한항공과 아시아나항공의 해당 노선의 시장 지배력이 높아지며 향후 수익성도 한 단계 높아질 것으로 기대된다. 2024년 기준 대한항공의 여객 매출에서 미주 매출 비중은 38%, 아시아나항공의 경우 미주 매출 비중은 25%를 차지한다. 미주 노선의 수요는 중장기적으로 늘어날 것으로 예상된다. 미국의 교민 숫자는 지속적으로 늘어나고 있고, 대미 투자 증가에 따른 비즈니스 수요 증가, 그리고 환승 수요 역시 건조한 상황이다.

미주 노선에서 대한항공과 아시아나항공의 여객 점유율은 높은 상황이고, 공정위의 기업결합 관련 시정 조치가 이행되면 장기적으로 높은 수익성을 지속할 수 있을 것으로 예상된다. 현재 미국, 캐나다 노선의 경우 인천 출발 편도 기준으로 63%의 점유율을 보이고 있다. 외항사가 실제 운항하고, 대한항공과 아시아나항공이 코드셰어로 운항하는 편수를 감안 시 점유율은 80%까지 상승한다.

안정적인 재무 구조, 신규 투자 무리 없을 것

아시아나항공 인수에도 대한항공의 재무 여력은 건전한 수준이다. 적극적인 기재 투자를 감안해도 재무 건전성은 크게 훼손되지 않을 것으로 전망된다. 연결 기준 대한항공의 1Q25말 부채비율은 328%, 차입금(리스부채 포함)은 20.0조원, 현금성자산은 6.7조원으로 순차입금은 13.3조원을 보유하고 있다.

대한항공의 FCF(Free Cash Flow, 잉여현금흐름)를 감안할 때, 공격적인 기재 구매 계획을 충분히 감당할 수 있을 것으로 보인다. 기재 도입을 위해서 최소 연간 3조원 수준의 Capex의 집행이 예상되나, 대한항공의 우수한 현금창출능력을 감안 시 투자 여력은 충분할 것으로 예상된다. B787-10, A350-1000 등 구매 계약을 체결한 신기재는 기존의 기재보다 연료 소모율이 20% 수준 감소하는 것으로 알려져 있다.

중장기적인 실적 개선 기대

연결 기준 2026년 대한항공의 매출액과 영업이익은 각각 25.5조원(+1.4% YoY), 2.45조원(+23.4% YoY)가 예상된다. 항공업의 특성상 매크로 이슈에 따른 실적 추정치가 크게 달라져 장기 실적 전망이 어렵지만 현재의 원/달러, WTI 수준이 지속된다면 2026년의 대한항공의 영업이익은 늘어날 것으로 예상된다.

과점 시장의 장거리 노선에서의 운임 결정력이 커지며 수익성이 증대될 것으로 기대된다. 현재 운임 인상 제한 조치가 적용되고 있는 다수의 노선 중 장거리 노선(미주, 구주)의 제한이 2025년말 갈수록 해제되며 2026년부터는 대한항공, 아시아나항공에는 안정적인 운임이 예상된다. 또한 3Q25, 4Q25 부진한 화물 수요와 운임이 예상되지만, 이에 대한 기저효과로 2026년 하반기 화물수요 반등을 기대할 수 있다.

대한항공의 MRO 사업 확장: 외주 매출 증가와 정비비 감소 기대

대한항공은 영종도 운북지구엔 엔진 공장을 건설하고 있다. 엔진 공장의 연면적은 총 14만m2(지하 2층, 지상 5층) 규모로 대한항공은 총 5,780억원을 엔진 공장 건설을 위해 투자했다. 공장은 2024년 착공하여 2027년 완공 예정이다. 대한항공의 엔진 공장 준공은 캡티브 물량(대한항공, 아시아나항공 등) 엔진 정비 증가에 따른 비용 감소, 외주 물량 수주에 따른 매출 확대가 예상된다.

항공기 정비의 종류는 크게 계획정비(정비점검), 비계획정비(운항정비)로 단계를 나눌 수 있다. 비계획정비의 경우 항공기 출도착 시 발생하는 결함을 정비하는 것이고, 항공기 내외부 오염 상태, 각종계통 점검, 오일 보급 등이 해당된다. 계획정비의 경우 A, C, D Check으로 분류되며 엔진 정비의 경우 C와 D에 해당된다. C의 경우 1~2년, D의 경우 5년의 주기로 검사를 받게 된다.

엔진 정비의 경우 C, D Check에 해당하며, C Check의 경우 1~2년 주기로 정비를 하며, 대략 5년 주기로 오버홀(Overhaul, 엔진을 완전 분해하여 점검/교체)을 실시한다. 엔진 정비비의 경우 전체 정비비에서 가장 큰 비중(50% 수준)을 차지하며, 50~100억원 수준이 소요되는 것으로 알려져 있다.

표1. 대한항공 영종도 엔진 공장 개요

위치	영종도 운북지구
규모	14만212m2, 지하2층 ~ 지상 5층
공사비	5,708억원
연간 정비가능 대수	연 260대(대한항공 엔진 정비 역량 총 360대)
취급 엔진 종류 갯수(예정)	9개
준공	2027년

자료: 대한항공, iM증권

그림1. 항공기 정비 구분

종류	내용	빈도
계획정비(정시점검)	A. 항공기 주요 부분 육안 점검, 액체, 기체 보충	수시
	C. 7~10일에 걸쳐 기체 구조 계통 검사, 작동 점검 주요 부품 장탈/교환,	1~2년
	D. 15일 이상에 걸쳐 기체를 분해하고 상태 확인, 대부분의 장비 장탈/점검/교환	5년
비계획정비(운항정비)	항공기 출도착 시 결함 정비	수시

자료: 대한항공, iM증권 리서치본부

IATA에 따르면 2023년 글로벌 항공기 MRO 시장은 940억달러에 육박하고, 2030년 부근에는 1,200억달러로 연평균 3% 성장이 예상되는 시장이다. 글로벌 기재 숫자로 장기적인 비용 증가가 예상되는 것이다.

항공사의 MRO 비용은 글로벌 평균 대략 10% 수준을 지출하고 있으며, 그 비용 중에서 엔진 정비비는 가장 큰 비중(50% 수준)을 차지하고 있다. 금액 기준으로는 엔진 정비 하나당 50~100억원 수준이 소요되는 것으로 알려져 있다.

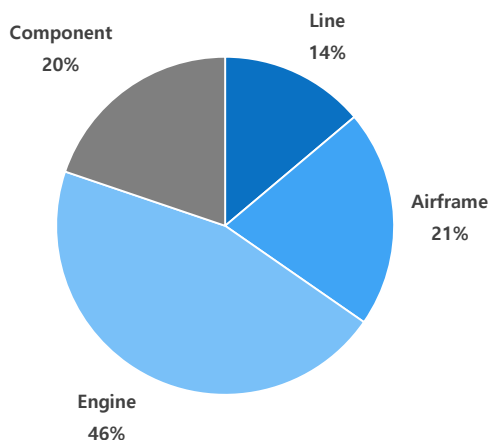
아시아 권역에서 엔진 정비가 활성화된 곳은 중국(베이징, 선전 등), 싱가포르에 밀집해 있다. 국내 항공사의 경우 대한항공이 일부 엔진을 자체 정비하는 것을 제외하고는 모두 엔진 정비를 위해 중국, 싱가포르 업체에게 맡기고 있으며, 국내 LCC의 경우 해외 업체의 전체 정비 의존도는 70% 이상으로 알려져 있다.

표2. 아시아태평양 권역 주요 MRO 업체

국가	업체	위치	비고
중국	SSAMC	청두시	Air China, CFMI JV
	MTU Maintenance Zhuahi	주하이시	중국남방항공, MTU JV
	Lufthansa Technik Shenzhen	선전시	루프트한자, Beijing Kailan Aviation Technology JV
	Ameco	베이징시	Air china, Lufthansa JV
	Baerl	베이징시	Air China, Rolls-Royce JV
싱가포르	SIA Engineering	싱가포르	싱가포르항공 자회사
	STA	싱가포르	

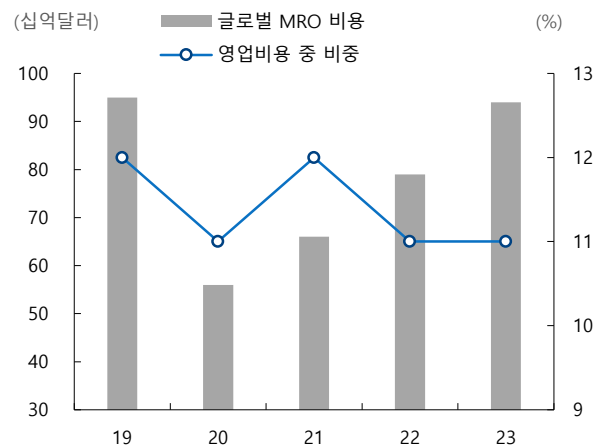
자료: 대한항공, iM증권

그림2. 항공기 MRO 비용 구조(엔진정비 46%)



자료: IATA, iM증권 리서치본부

그림3. 글로벌 항공사 MRO 비용 및 영업비용 내 비중



자료: IATA, iM증권 리서치본부

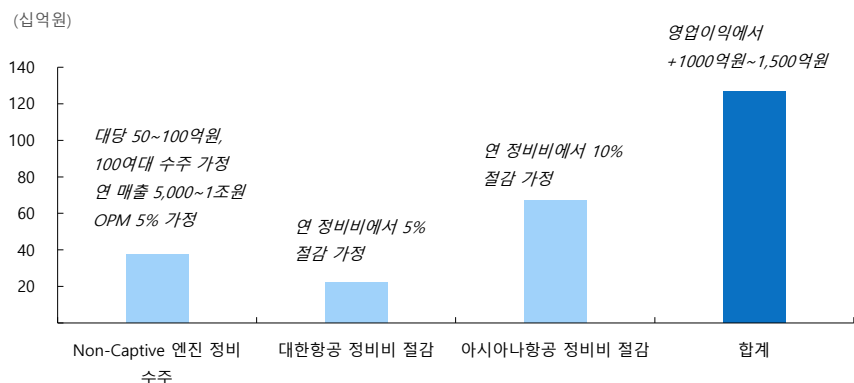
대한항공은 현재 부천에 엔진 공장을 보유하고 있으며, 연간 100대 수준의 엔진 정비 역량(6종)을 보유하고 있다. 영종도 엔진 공장이 완공되면 대한항공의 연간 정비 가능 대수는 총 360대로 늘어나며, 정비 가능한 엔진 종류는 9종으로 늘어난다. 기존 프랫앤티트니의 PW4000, PW1000 시리즈, CFMI사의 CFM 56, GE의 GE90에서 GE의 GEnx, CFMI의 LEAP-1B로 정비 가능 엔진이 확대된다.

2025년 6월말 기준 대한항공의 보유 기체는 총 161대(여객기 138대, 화물기 23대), 아시아나항공의 보유 기체는 70대(화물기 제외)로 총 231대다. 진에어 31대, 에어부산 20대, 에어서울 6대를 감안 시 캡티브 물량을 제외하고도 대한항공의 엔진 정비 가능 대수는 연간 70여대가 남으며, C Check 주기(1~2년), 오버홀 주기(3~6년)를 감안 시 연간 100여대 이상의 엔진 수주가 충분히 가능할 것으로 예상된다. 2024년 기준 영업비용에서 대한항공의 정비비가 차지하는 비중은 전체 영업비용에서 3.1%, 아시아나항공의 경우 10.6%를 기록했다. 대한항공의 경우 소유기, 금융리스 비중이 높고(90%), 자체 정비 능력도 갖추고 있어 정비비가 차지하는 비중이 상대적으로 낮다. 아시아나항공의 경우 운용리스의 비중이 높고(60%), 루프트한자, 뮌헨항공 등 해외 기업에게 정비를 보내는 경우 많아 대한항공 대비 정비비가 차지하는 비중이 높다.

영종도 엔진 공장이 완공되면 대한항공과 아시아나항공의 외주 엔진 정비 비용이 크게 절감될 것으로 예상된다. 엔진 외주 정비 수수료는 대략 5~10억원(엔진정비 비용의 5~10%)으로 알려져 있으며, 이미 자체 엔진 정비하고 있는 대한항공의 경우 5% 수준, 아시아나항공의 경우 10% 수준의 정비비 절감 효과를 기대할 수 있다. 이는 연환산 대한항공 200억원, 아시아나항공 700억원 수준이다.

오버홀의 경우 엔진 1대당 약 50~100억원 수준의 정비 비용이 발생하는데, 추가로 외주 물량 수주를 연간 100여대로 가정 시 연간 5,000억원~1조원의 매출이 발생하는 것이다. OPM을 대략 5%로 가정 시 연간 250~500억원의 영업이익이 추가되는 것이다.

그림4. 영종도 엔진공장 완공 이후 영업이익 플러스 효과 가정



자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

글로벌 항공사 중에는 에어프랑스-KLM, 루프트한자, 싱가포르항공, 델타항공의 MRO 사업 부문이 대표적이고, 이들 항공사는 MRO 고도화로 정비비를 절감하며 3자 고객 수주를 통해 매출을 늘리고 있다. 이 중 루프트한자, 싱가포르항공, 델타항공의 경우 별도 자회사로 MRO 사업을 영위하고 있다. 아시아권에서는 싱가포르항공의 SIA Engineering, 루프트한자의 Lufthansa Technik이 대표적이다.

항공사의 MRO 사업 고도화는 비용 절감 효과와 추가 매출 확대로 이어진다. 우선 외주정비비를 크게 절감하는데 자체정비에 따른 비용 감소 효과뿐만 아니라 항공기의 정비 시간(이동 시간)도 크게 절감하는 효과가 있다. 또한 논캡티브 물량을 수주하며 추가 매출이 가능하다.

대표적인 사례가 Lufthansa Technik으로 Lufthansa의 100% 자회사로 글로벌 최대의 항공기 MRO 기업이다. Lufthansa Technik은 2024년 기준 매출은 74억유로(+14% YoY)를 기록했다. 조정 영업이익은 6.4억유로 EBIT 마진은 8.5%를 기록했다. 2024년 기준 외부 매출액은 50억유로, 루프트한자항공 매출은 24억유로로 외부 매출 비중은 67%에 달한다. Lufthansa Technik은 글로벌 약 30여개의 정비 공장을 운영하고 있다. 아시아 지역에서는 중국 선전, 베이징, 필리핀 마닐라 필리핀 Manila에 정비 시설을 갖추고 있다.

SIA Engineering은 싱가포르항공의 MRO 전문 자회사다. 1992년 싱가포르항공의 정비 부문을 분사해서 설립했고, 약 7,000여명의 임직원을 보유하고 있다. 중정비, 라인정비, 엔진정비 등을 수행하며 2024/2025년 기준(3월말 회계연도) 연매출 12.5억SGD, 1,460만SGD를 기록했다(OPM 1.2%). 2025년 1월 대한항공의 B737 8 엔진 정비(CFMI LEAP-1B) 수주를 하기도 했다.

델타항공은 MRO 사업부문인 Delta TechOps의 재무 부분을 따로 공개하지 않지만 Aviation Week에 따르면 Delta TechOps의 매출 규모는 2025년 상반기 4.5억달러를 초과한 것으로 보인다. 델타항공의 상반기 매출액이 307억달러 대비 대략 1.5%를 차지하는 것이지만, Delta TechOps는 델타항공의 모든 항공기를 자체 정비하며 외부 매출 비중은 20% 미만으로 알려져 있다.

표3. 글로벌 항공사 주요 MRO 사업 부문

정비 회사	항공사	연매출 (최근 회계연도)	OPM (최근 회계연도)	외부 매출 비중	임직원 규모
Lufthansa Technik	Lufthansa	7.4억유로	8.5%	60~70%	10,000여명
Delta TechOps	Delta Airlines	약 1억달러	-	~25%	10,000여명
SIA Engineering	SIA Group	9.6억달러	1.2%	70~90%	7,000여명
AFI KLM E&M(사업부문)	Air France-KLM	-	-	50% 수준	13,000여명

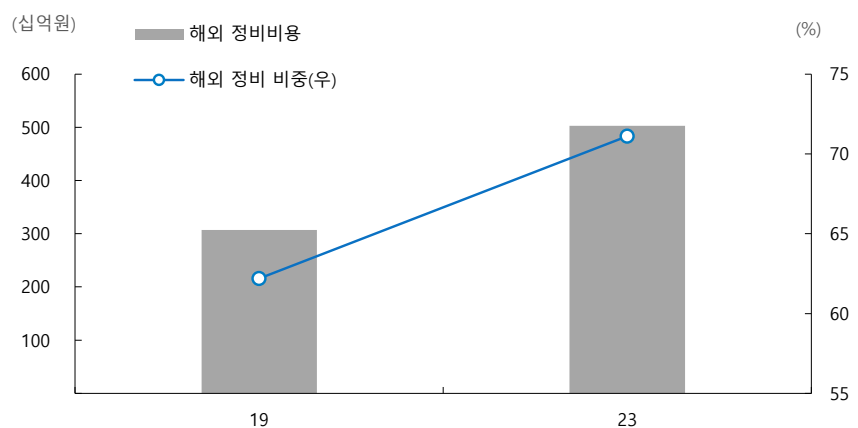
자료: 각 사, iM증권

그림5. MRO 사업 확대에 따른 효과



자료: iM증권 리서치본부

그림6. 한국 LCC 해외 정비비용 및 정비 비중



자료: 언론 보도, iM증권 리서치본부

항공우주사업의 매출 증가, 무인기 사업도 장기적인 관점에서 주목할 필요

대한항공의 항공우주 부문의 주요 사업은 항공기 구조물 제작, 무인기, 드론 제작, 군용기 MRO가 있다. 매출액은 2024년 기준 5,930억원으로 전년동기대비 9.7% 증가했다. 항공우주사업 매출액은 2021년 이후 매출 증가 추이를 보이고 있다. 코로나 팬데믹 이후 항공기 제조사의 작업 활동이 다시 재개되며 매출이 늘어나고 있는 것으로 보인다. 장기적으로는 무인기 사업, 군용 MRO 수주 확대에 점진적인 매출 증가가 예상된다.

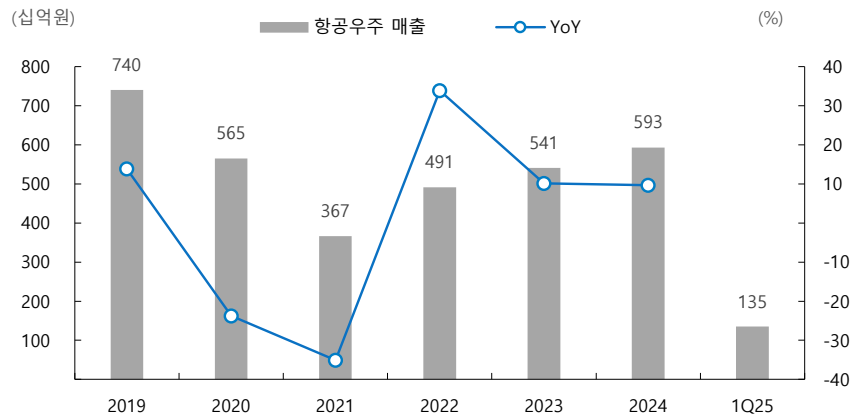
항공기 구조물 사업은 주로 Boeing과 Airbus에 날개와 동체 구조물 부품을 공급하며 Boeing의 경우 B737, B777, B787 시리즈의 후미 동체, 플랩 등을 제공한다. Airbus A320, A330에는 샤크렛 등을 공급하고 있다.

무인기 사업과 관련해서는 2008년부터 개발을 시작한 MUAV(Medium Altitude Unmanned Aerial Vehicle) KUS-FS가 대표적인 사업이다. 알려진 KUS-FS의 재원으로는 전장 13m, 전고 3m, 전폭은 25m, 1,200마력의 터보프롭이 장착된다. 2023년 개발 사업이 종료되었으며 2024년부터 양산에 돌입해 2027년부터 실전 배치한다. 2023년 12월 방사청에 따르면 MUAV 양산과 관련하여 대한항공, LIG넥스원, 한화시스템과 양산 계약을 체결했으며, 양산 비용은 4,717억원이다. 2025년 2월에는 저피탐 무인 편대기 기술시범기를 출고하는 등 무인기 사업을 지속적으로 확대하고 있다.

군용 MRO 사업은 미국과 한국의 군용기를 정비하는 사업이다. F-4, F-5, F-15 등 다양한 군용 항공기의 오버홀을 수행하였으며, 최근 주요 트랙 레코드로는 2020년 미군 F-16 MRO(2,900억원 규모), 2023년 KC-330 창정비 수주 등이 있다. 2025년 4월에는 LIG넥스원, 콜린스 에어로스페이스와 컨소시엄을 구성하여 UH/HH-60 성능개량 사업의 우선협상대상자로 선정되기도 했다. 언론 보도에 따르면 총 사업규모는 1조원으로 알려져 있다.

항공기 부품 및 무인기 제작, 군용기 MRO를 담당하는 장소는 대한항공 부산테크센터로 대지면적 71만m², 연면적 31만m² 규모로 약 1,600여명의 항공우주사업 임직원에게 대부분이 이 곳에 근무하고 있다.

그림7. 대한항공 항공사업부문 매출 추이



자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

그림8. KUS-FS는 2024년부터 양산 시작(~2028년, 4대)



자료: KTV, iM증권 리서치본부

그림9. 대한항공 보잉사 납품 부품



자료: 대한항공, iM증권 리서치본부

건조한 미주 수요, 장기적으로 장거리 노선에서의 수익성 높아질 것

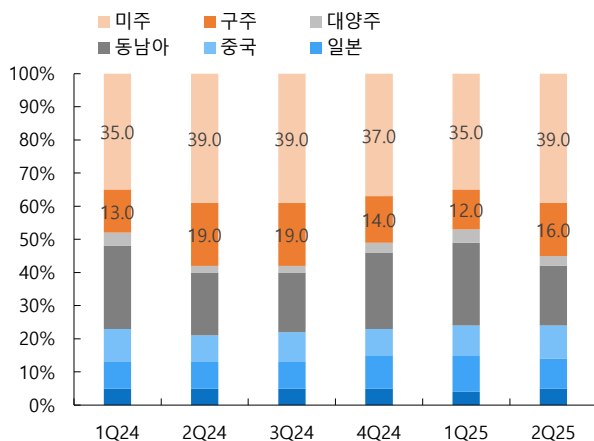
현재 미주 노선의 수요는 매우 건조한 상황이며, 향후 대한항공과 아시아나항공의 해당 노선의 시장 지배력이 높아지며 향후 수익성도 한 단계 높아질 것으로 기대된다. 2024년 기준 대한항공의 여객 매출에서 미주 매출 비중은 38%, 아시아나항공의 경우 미주 매출 비중은 25%를 차지한다.

미주 노선의 수요는 중장기적으로 늘어날 것으로 예상된다. 미국의 교민 숫자는 지속적으로 늘어나고 있고, 대미 투자 증가에 따른 비즈니스 수요 증가, 그리고 환승 수요 역시 건조한 상황이다. 미국 내 재외국민(영주권자, 시민권자, 일반 체류자, 유학생)은 2023년 기준 262만명에 달한다. 2013년 209만명 대비 25% 늘어났으며, 연평균 2.3%의 성장률을 보이고 있다. 2023년 기준 장기 체류자는 시민권자 152.4만명, 영주권자 44.0만명, 유학생 4.5만명, 일반체류자 60.7만명이다. 2024년 기준 연간 인천공항 출발 미국 도착의 유입 승객 수는 163만명이다.

한국의 미국 직접 투자는 4년 누적(2021~2024년) 1,074억달러에 달하며, 자동차, 2차전지, 반도체 등에서 미국 공장이 늘어나며 2021년 이전과 비교해서 금액대의 수준이 커졌다. 조지아, 텍사스 등의 대규모 공장 설립과 한국인 증가로 미국의 한국인 체류 인원은 지속적으로 늘어날 것으로 기대된다.

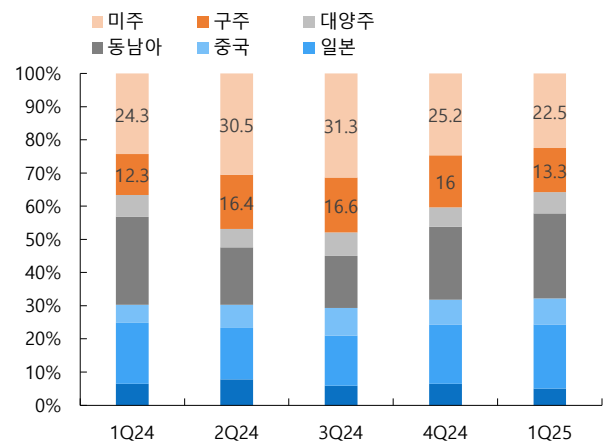
환승 수요는 매우 건조한데, 2024년 기준 인천공항 출발 미국 도착 항공 편수는 총 20,029편이었고, 105만명의 여객 수를 기록했다. 이는 2019년 대비 23% 증가한 것이다. 2025년 1~6월도 54만명의 환승 수요(인천공항 출발 기준)를 기록했는데 전년과 유사한 수치다. 미국과 중국간의 항공 노선이 제한되어 있어(주간 이착륙 50회, 2019년 150회), 인천공항의 환승 수요는 높게 유지될 가능성이 높고, 대한항공과 아시아나항공이 수혜를 입고 있다.

그림10. 대한항공(별도) 여객 노선별 매출 비중



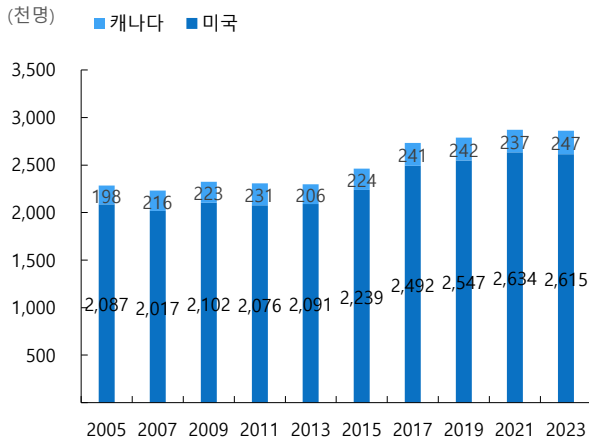
자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림11. 아시아나항공(별도) 여객 노선별 매출 비중



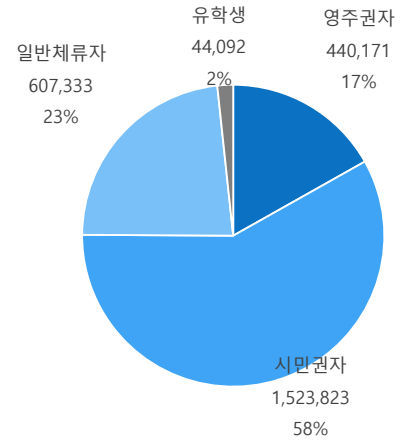
자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림12. 미주의 한국인 장기 체류자 추이



자료: Dart, iM증권 리서치본부

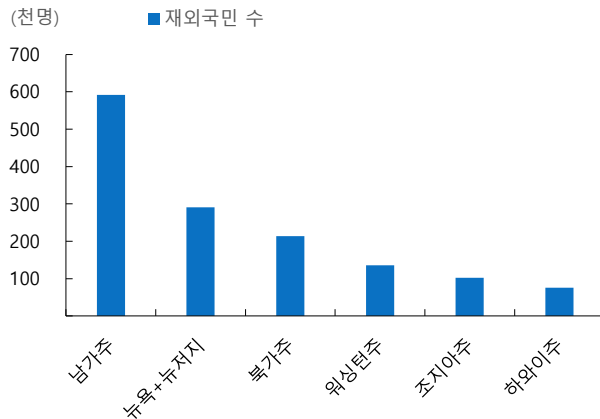
그림13. 2023년 기준 미국 장기 체류자 비중



자료: 재외동포청, iM증권 리서치본부

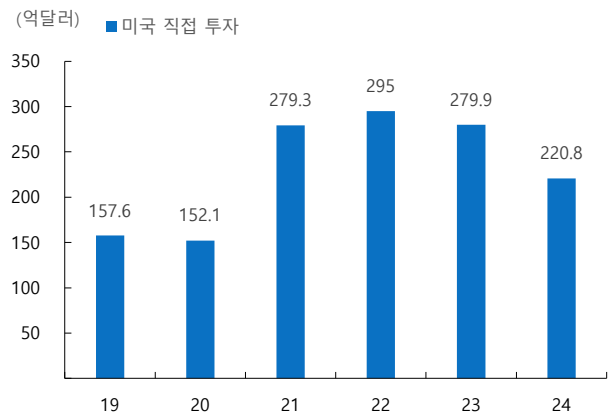
주: 일반 체류자는 3개월 이상 체류

그림14. 미국 주요 지역 재외국민 수



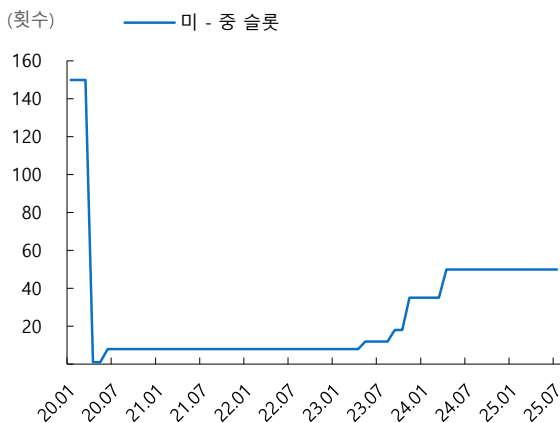
자료: 재외동포청, iM증권 리서치본부

그림15. 미국 직접 투자 금액 추이



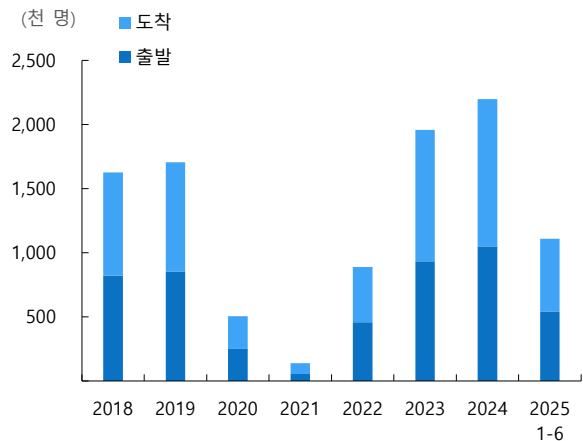
자료: 기획재정부, iM증권 리서치본부

그림16. 미국, 중국 직항 항공 슬롯



자료: 언론보도, iM증권 리서치본부

그림17. 인천공항 미국 환승 수요



자료: 인천공항공사, iM증권 리서치본부

미주노선에서 대한항공과 아시아나항공의 여객 점유율은 높고, 공정위의 기업결합 관련 시정 조치가 이행되면 장기적으로 높은 수익성을 지속할 수 있을 것으로 예상된다.

현재 미국, 캐나다 노선의 경우 인천 출발 편도 기준으로 주간 총 241회의 편수가 운항되고 있다. 이 중 대한항공이 109회, 아시아나항공이 49회로 63%의 점유율을 보이고 있다. 외항사가 실제 운항하고, 대한항공과 아시아나항공이 코드셰어로 운항하는 편수도 주간 기준 총 42회에 달하며 이를 감안하면 점유율은 80%까지 상승한다.

현재 한국의 공정위가 미주 노선에서 시정조치를 요구하는 노선은 총 5개 노선으로 LA, 뉴욕, 샌프란시스코, 시애틀, 호놀룰루 노선이다. 이 중 LA 노선은 에어프레미아가 주간 11회를 운항하며 성공적으로 진입한 상황이다. LA노선의 경우 에어프레미아가 10월 중 주간 14회를 운항할 예정이다. 시애틀 노선의 경우 9월부터 알래스카에어그룹의 하와이안항공이 주 5회를 운항할 예정으로 대한항공과 아시아나항공의 점유율이 50%로 하락한다.

뉴욕, 호놀룰루, 샌프란시스코 노선의 경우 시정조치 이행을 위해서는 신규 진입이 더 늘어날 필요가 있다. 샌프란시스코 노선의 경우 유나이티드항공이 주간 14회를 운항하고 있으며, 아시아나항공과 코드셰어를 운영하고 있다. 2026년 아시아나항공은 스타얼라이언스 탈퇴가 예정되어 있는데, 이 경우 자연스럽게 시정조치가 이행될 것으로 전망된다.

표1. 인천 출발 미주 노선 항공사별 주간 운항 횟수

구분	도시	대한항공	아시아나항공	티웨이항공	에어프레미아	기타	총 운항횟수
미주	뉴욕	14회	14회		7회		35회
	댈러스	7회				아메리칸항공 7회	14회
	로스앤젤레스	14회	14회		11회		39회
	샌프란시스코	7회	7회		5회	유나이티드항공 14회	33회
	시애틀	7회	7회			델타항공 7회	21회
	시카고	7회					7회
	애틀랜타	7회				델타항공 14회	21회
	라스베이거스	7회					7회
	워싱턴 D.C.	7회					7회
	보스턴	7회					7회
	호놀룰루	7회	7회		4회	하와이안항공 5회	23회
	밴쿠버	11회		4회		에어캐나다 7회	22회
	토론토	7회				에어캐나다 7회	14회
	합계	109회	49회	4회	27회	61회	250회

자료: Airportal, iM증권 리서치본부

주: 파란색은 대한항공과 코드셰어, 주황색은 아시아나항공과 코드셰어, 코드셰어는 항공사들이 하나의 운항을 각각의 항공 편명으로 티켓을 공동 판매하는 방식

안정적인 재무 구조, 신규 투자 무리 없을 것

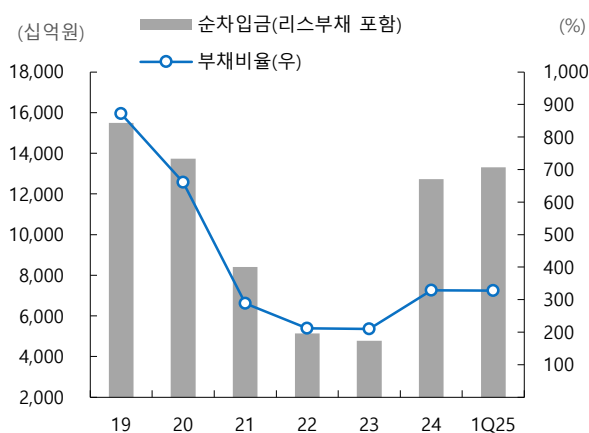
아시아나항공 인수에도 대한항공의 재무 여력은 건전한 수준이다. 적극적인 기재 투자를 감안해도 재무 건전성은 크게 훼손되지 않을 것으로 전망된다. 연결기준 대한항공의 1Q25말 기준 부채비율은 328%, 차입금(리스부채 포함)은 20.0조원, 현금성자산은 6.7조원으로 순차입금은 13.3조원을 보유하고 있다.

1Q25말 기준 대한항공의 부채비율 328%는 아시아나항공 인수에 따라 코로나 팬데믹 기간 화물 사업의 호조로 막대한 이익 창출력을 기록했던 2021~2023년 200%대 대비 크게 상승했지만, IFRS 16 적용(운용리스 부채 인식)했던 2019년 871% 대비 크게 개선된 것이며, 지난 25년 평균 620% 대비로도 절반 가까이 축소된 상황이다.

아시아나항공 역시 감사의견 한정을 받았던 2019년의 부채비율 1,387%에서 현재 1,054%로 크게 하향 안정화된 상황이다. 대한항공과 마찬가지로 코로나 팬데믹 기간 화물 사업부에서 높은 이익 창출력을 보여주며 부채 부담을 줄였다. 아시아나항공은 2025년 8월 화물사업부를 매각하며 자산양수도이익은 300여억원에 불과하나 4,700여억원의 현금성자산이 유입되어 부채 부담은 순차입금은 기존 5.4조원에서 5조원을 하회(리스부채 5조원 규모)할 것으로 예상된다.

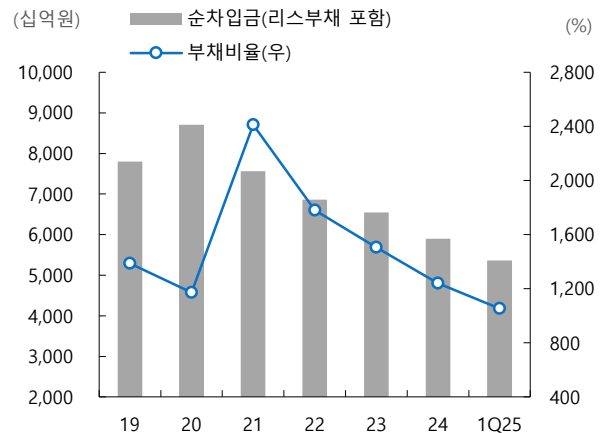
대한항공은 최근 B777-9 20대, B787-10 여객기 20대, A350-1000 27대 등 총 50조원이 넘는 기재 투자 계획을 발표하였으며, 이를 위해 최소 연간 3조원 규모의 Capex가 예상된다. 현재의 재무건전성과 이익 체력을 감안 시 투자는 감당이 가능할 것으로 전망된다.

그림18. 대한항공(연결) 순차입금 및 부채비율 추이



자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림19. 아시아나항공(연결) 순차입금 및 부채비율 추이



자료: Dart, iM증권 리서치본부

대한항공의 FCF(Free Cash Flow, 잉여현금흐름)를 감안할 때, 공격적인 기재 구매 계획을 충분히 감당할 수 있을 것으로 보인다. 대한항공은 2024년 3월 18,5조원 규모로 Airbus와 A350-1000 27대, A350-900 6대 구매 계약을 체결했고, 2025년 3월에는 Boeing과 29.8조원 규모로 B777-9 20대, B787-10 20대를 체결했다. 기존 A321 neo와 함께 대한항공은 2033년까지 기재 현대화를 적극적으로 추진할 예정이다. 구매 계약을 체결한 신기재는 기존의 기재보다 연료 소모율이 20% 수준 감소하는 것으로 알려져 있다.

기재 도입을 위해서 최소 연간 3조원 수준의 Capex의 집행이 예상되나, 대한항공의 우수한 현금창출능력과 기존 기재 매각을 감안 시 충분히 가능할 것으로 전망된다. 2024년 대한항공은 2.9조원의 Capex(현금흐름표상 유형자산의 취득)를 집행하였으나, FCF는 -8,350억원을 기록했다. 높은 영업이익의 체력과 항공권 예약금에 따른 운전자본의 플러스 효과가 반영되었다. 2025년에도 연간 3조원의 Capex의 가정으로 9,000억원 수준의 마이너스 FCF가 예상되나, 2026년 이후 합병 효과(비용 절감, 수익성 증대)와 신기재 도입에 따른 연료비 감소 효과 감안 시 안정적인 영업이익의 우상향으로 FCF는 개선될 것으로 예상된다.

표4. 대한항공 주요 투자 계획

날짜	투자 내용	금액	시작일	종료일
2025-03	777-9 여객기 (20대), B787-10 여객기 (20대)	29.8조원	2025년 3월	2033년 3월
2025-03	예비 엔진 GE9X (4대), GENx-1B (4대)	5,587억원	2025년 3월	2032년 7월
2024-03	A350-1000 27대, A350-900 6대	18.5조원	2024년 3월	2032년 12월
2023-10	A321X Neo 20대(옵션분)	4.9조원	2023년 11월	2030년 12월
2015-11	A321 Neo 30대, B737-8 MAX 18대, B737-10 Max 12대, B777-300ER 2대	10.4조원	2015년 11월	2029년 12월

자료: Dart, iM증권

표5. 대한항공(연결) FCF 추이 및 전망

(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
FCF	-1,026	-1,197	995	2,260	371	-835	-850	-580
- 세후영업이익(+)	302	220	1,154	1,998	1,344	1,656	1,442	1,824
- 감가상각비(+)	2,083	1,969	1,695	1,650	1,723	1,796	2,923	2,991
- 운전자본의 증감(+)	-350	-940	48	1,019	969	412	586	405
- 리스 현금유출(-)	1,876	1,732	1,553	1,619	1,745	1,792	2,800	2,800
- Capex(-)	1,185	714	348	788	1,920	2,906	3,000	3,000
이자발생부채	15,930	14,061	11,556	10,627	10,845	19,275	20,374	20,336
- 차입금 및 사채	7,615	7,484	5,955	5,778	6,410	8,348	9,191	8,952
- 리스부채	8,315	6,577	5,601	4,850	4,434	10,927	11,184	11,384
현금성자산	1,536	1,807	4,103	5,993	6,175	6,691	6,700	6,700
순차입금	14,394	12,254	7,453	4,634	4,670	12,584	13,674	13,636

자료: Dart, iM증권

중장기적으로 실적 개선 기대

3Q25 연결 기준 대한항공 매출액은 6.4조원(+35.9% YoY), 영업이익 7,188억원(+8.0% YoY, OPM +15.7%)가 예상된다. 영업이익 기준으로 대한항공 5,839억원(-5.6% YoY, +46.3% QoQ), 진에어 195억원(-51.5% YoY, 흑전 QoQ), 아시아나항공(별도) 802억원(-37.8% YoY, +383.0% QoQ), 에어부산 199억원(-47.0% YoY, +흑전 QoQ)이다.

대한항공(별도)의 국제 여객 실적은 단거리 중심의 경쟁 강도 강화로 운임이 전년동기대비 소폭 하락(-1.6% YoY)이 예상된다. 화물 부문의 경우 미국의 관세 정책의 수송량(-5.1% YoY), 운임(-4.5% YoY) 모두 조정이 예상되나, 선제적인 주문 확보 노력으로 감소 폭은 크지 않을 것으로 보인다. 영업비용 측면에서는 유류단가 하락에 따른 연료비 감소(-14.1% YoY)로 여객, 화물 부문의 부진에도 견조한 영업이익이 예상된다.

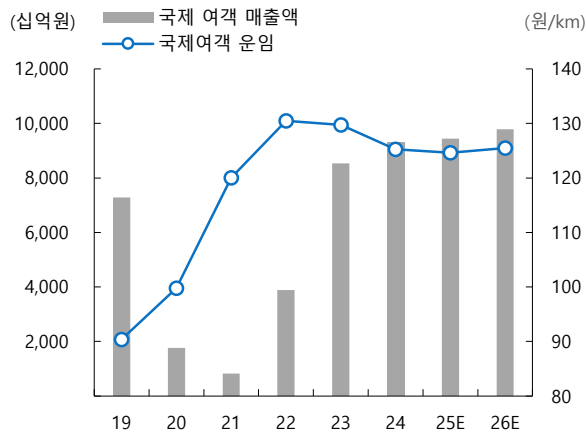
아시아나항공의 경우 화물 사업부 매각에 따른 영업이익 감소, 진에어, 에어부산의 경우 단거리 중심의 경쟁강도 강화를 반영하여 전년동기대비 영업이익 감소가 예상된다.

연결 기준 2026년 대한항공의 매출액과 영업이익은 각각 25.5조원(+1.4% YoY), 2.45조원(+23.4% YoY)가 예상된다. 항공업의 특성상 매크로 이슈에 따른 실적 추정치가 크게 달라져 장기 실적 전망이 어렵지만 현재의 원/달러, WTI 수준이 지속된다면 2026년의 대한항공의 영업이익은 늘어날 것으로 예상된다.

1) 과점 시장의 장거리 노선에서의 운임 결정력이 커지며 수익성이 증대될 것으로 기대된다. 현재 운임 인상 제한 조치가 적용되고 있는 다수의 노선 중 장거리 노선(미주, 구주)의 제한이 2025년말 갈수록 해제되며 2026년부터는 대한항공, 아시아나항공 모두 높은 수준의 운임이 예상된다. 2) 3Q25, 4Q25 부진한 화물 수요와 운임이 예상되지만, 이에 대한 기저효과로 2026년 하반기 화물수요 반등을 기대할 수 있다. 2026년의 대한항공 국제선 여객 운임은 126원/km(+0.7% YoY), RPK는 +2.9% YoY, 화물 운임은 516원/km(+2.3% YoY), FTK는 +2.0% YoY를 전망한다.

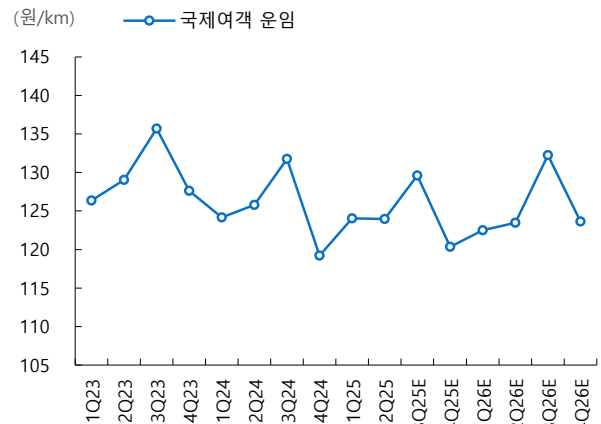
대한항공과 아시아나항공의 합병은 2026년 12월로 예정되어 있고, 2027년부터는 본격적인 시너지 효과가 예상된다. 특히 2027년 영종도 엔진공장 준공에 따른 캡티브 엔진 정비 물량이 늘어나며 정비비 측면에서 큰 폭의 절감 효과가 기대된다.

그림20. 대한항공(별도) 국제 여객 매출액 및 운임 추이



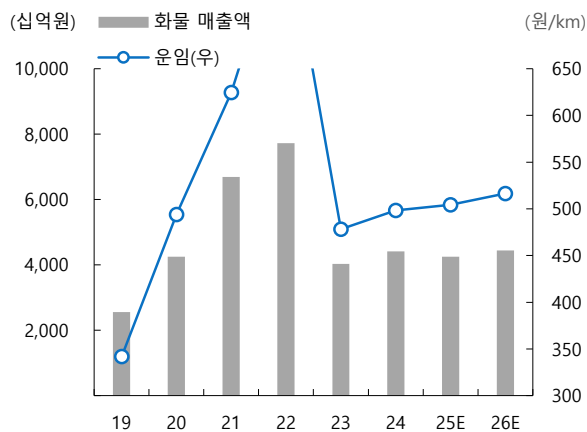
자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림21. 대한항공(별도) 국제 여객 운임 분기별 전망



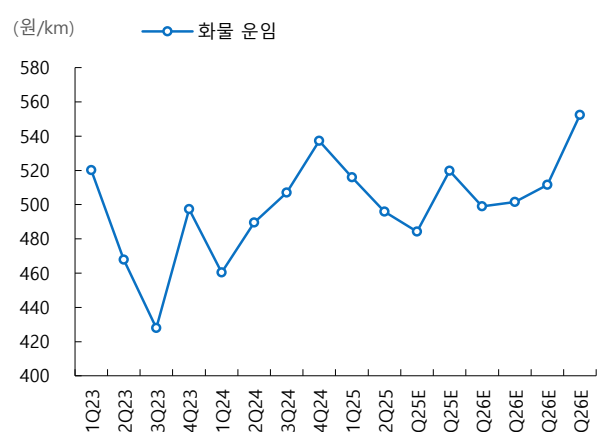
자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림22. 대한항공(별도) 화물 매출액 및 운임 추이



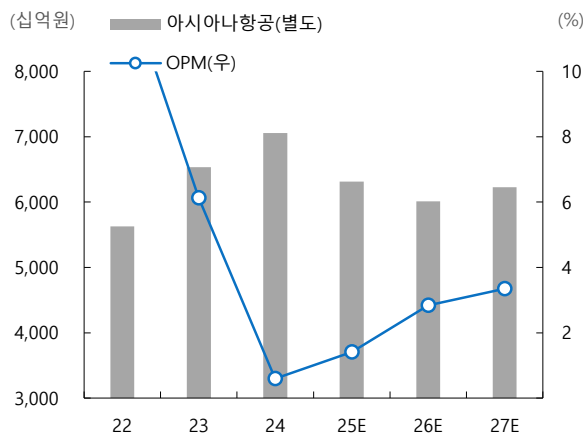
자료: 대한항공, iM증권 리서치본부

그림23. 대한항공(별도) 화물 운임 분기별 전망



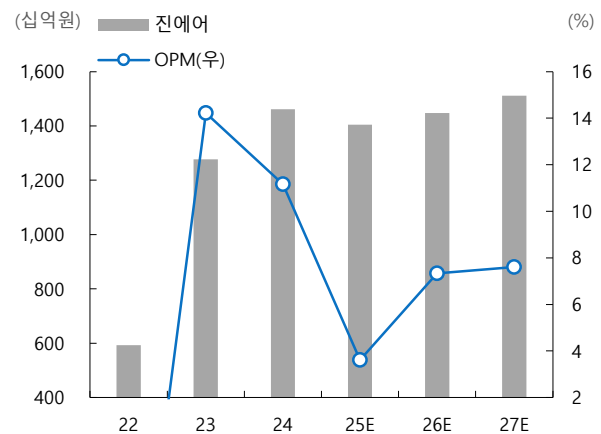
자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림24. 아시아나항공(별도) 매출액 및 OPM 전망



자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림25. 진에어 매출액 및 OPM 전망



자료: Dart, iM증권 리서치본부

표6. 대한항공 3Q25E 영업실적 및 컨센서스 비교(연결)

(십억원, %)	3Q25E	전년동기대비		전분기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		3Q24	YoY %	2Q24E	QoQ %	3Q25E	Diff %	3Q25E	Diff %
매출액	6,354	4,675	35.9	6,253	1.6	6,567	-3.2	6,357	-0.1
영업이익	719	666	8.0	376	91.4	730	-1.5	682	5.4
세전이익	556	438	26.9	602	-7.7	639	-13.0	619	-10.2
지배주주순이익	382	292	30.7	413	-7.5	423	-9.8	414	-7.8
영업이익률	11.3	14.2	-2.9	6.0	5.3	11.1	0.2	10.7	0.6
지배주주순이익률	8.7	9.4	-0.6	9.6	-0.9	9.7	-1.0	9.7	-1.0

자료: Dart, Quantwise, iM증권

표7. 대한항공 2025E 영업실적 및 컨센서스 비교(연결)

(십억원, %)	2025E	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		2024	YoY %	2025E	Diff %	2025E	Diff %
매출액	25,168	17,871	40.8	24,564	2.5	25,123	0.2
영업이익	1,987	2,110	-5.8	2,056	-3.4	2,006	-0.9
세전이익	2,046	1,836	11.4	1,923	6.4	2,057	-0.6
지배주주순이익	1,382	1,317	4.9	1,320	4.7	1,369	0.9
영업이익률	7.9	11.8	-3.9	8.4	-0.5	8.0	-0.1
지배주주순이익률	8.1	10.3	-2.1	7.8	0.3	8.2	-0.1

자료: Dart, Quantwise, iM증권

표8. 대한항공 연간 실적추정 변경(연결 기준)

(단위: 십억원, %)	신규추정		기존추정		변동률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	25,168	25,508	25,123	25,692	0.2	-0.7
영업이익	1,987	2,451	2,006	2,429	-0.9	0.9
영업이익률	7.9	9.6	8.0	9.5	-0.1	0.1
EBITDA	4,910	5,443	4,783	5,481	2.7	-0.7
세전이익	2,046	2,185	2,057	2,116	-0.6	3.3
지배주주순이익	1,382	1,498	1,369	1,441	0.9	3.9
지배주주순이익률	5.5	5.9	5.4	5.6	0.1	0.3
EPS	3,753	4,068	3,699	3,903	1.5	4.2
BPS	31,452	35,520	31,398	35,301	0.2	0.6

자료: iM증권

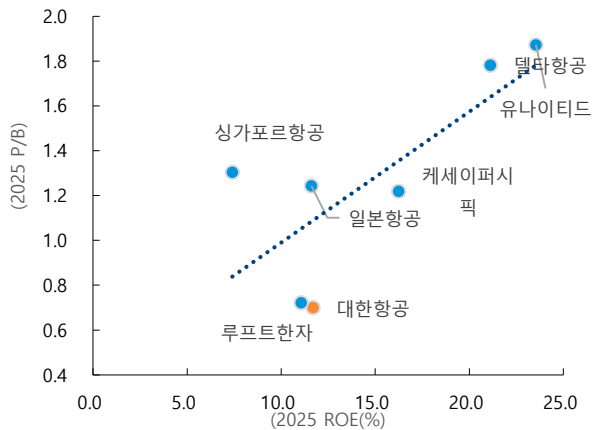
주: 2025년부터 아시아나항공 실적 반영

Valuation

글로벌 항공사들은 유가 수준에 실적이 연동되고, 미국을 제외 시 국제선 여객 매출 비중이 높다는 점에서 타 산업 대비 글로벌 피어 벨류에이션의 설명력이 높다고 판단한다. 대한항공의 경우 EPS 성장률과 P/E 그리고 ROE와 P/B를 감안 시 글로벌 주요 FSC 대비 현저한 저평가를 받고 있다.

항공사의 대표적인 Valuation 방법인 EV/EBITDA를 분석했을 때, 글로벌 항공사 대비 재무 건전성이 두드러진다. 2026년 실적 반등 가시화 시 EV/EBITDA 저평가 매력도는 더욱 높아질 것이다.

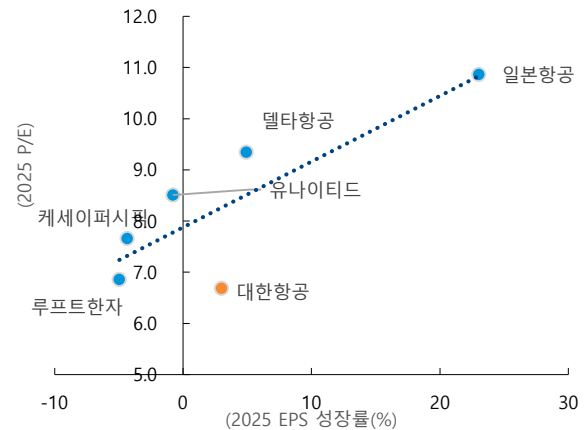
그림26. 글로벌 항공사 ROE - P/B(CY2025)



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

주: 대한항공은 iM증권 추정치 기반

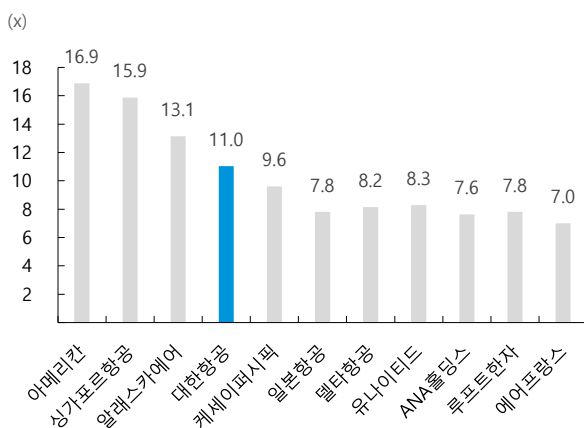
그림27. 글로벌 항공사 EPS 성장률 - P/E(CY2025)



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

주: 대한항공은 iM증권 추정치 기반

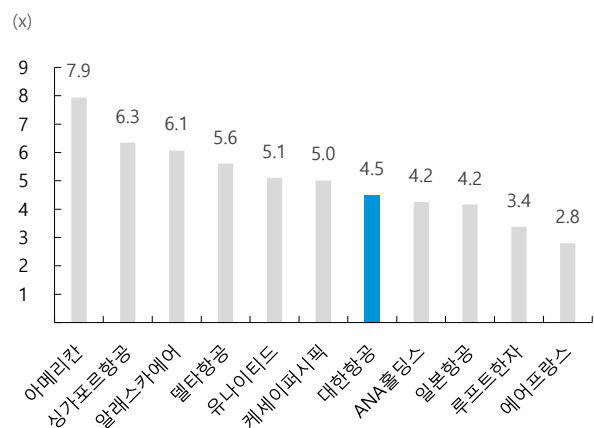
그림28. 글로벌 항공사 EV/EBIT(CY2025)



자료: Dart, iM증권 리서치본부

주: 대한항공은 iM증권 추정치 기반

그림29. 글로벌 항공사 EV/EBITDA(CY2025)



자료: 채외동포청, iM증권 리서치본부

주: 대한항공은 iM증권 추정치 기반

목표주가를 기존 29,000원에서 35,000원으로 상향한다. 목표주가는 12개월 포워드 EBITDA에 Target EV/EBITDA 5.0배를 적용하고, 2025년말 예상 순차입금 13.5조원을 차감하여 산출했다. Target EV/EBITDA는 글로벌 FSC의 평균 수준이다.

대한항공과 아시아나항공 합병에 따른 한국 시장에서 과점 수준의 장거리 노선의 점유율, 규모의 경제에 따른 비용 절감, 그리고 MRO, 무인기 등의 사업 규모 확장도 Valuation 확장을 이끌 것으로 기대된다. 글로벌 FSC의 평균 수준의 EV/EBITDA는 충분히 반영이 가능하다고 판단한다.

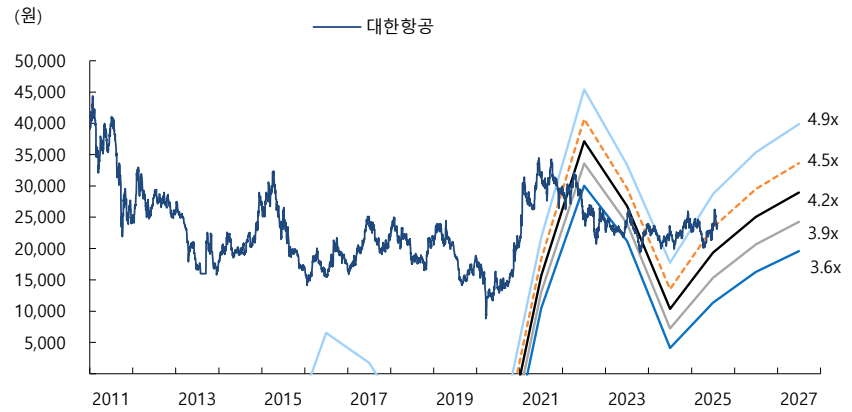
표9. 대한항공 목표주가 Valuation

(십억원, 배, %)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	비고
(A) + (B) EBITDA(십억원)	3,035	4,347	3,448	3,856	4,910	5,443	5,778	2025년부터 아시아나 실적 반영
(A) 영업이익	1,418	2,831	1,790	2,110	1,987	2,451	2,698	
- 대한항공	1,418	2,831	1,790	2,110	1,987	2,451	2,698	
- 아시아나항공	93	599	620	276	218	309	335	
(B) 감가상각비	1,695	1,650	1,723	1,796	2,923	2,991	3,080	
- 대한항공	1,695	1,650	1,723	1,796	2,923	2,991	3,080	지배주주순이익 기준
- 아시아나항공	1,324	990	1,005	1,153	917	909	951	
EPS (원)	1,661	4,694	2,882	3,577	3,753	4,068	4,463	
BPS (원)	19,418	24,426	25,870	28,442	31,452	35,520	39,983	
고점 P/E (배)	20.8	6.9	9.1	7.3				최근 4년 평균: 11.0
평균 P/E (배)	17.8	5.7	8.0	0.0				최근 4년간 평균: 9.3
저점 P/E (배)	12.7	4.4	6.7	5.6				최근 4년간 평균: 7.3
고점 P/B (배)	1.55	1.78	1.32	1.01				최근 4년간 평균: 1.4
평균 P/B (배)	1.52	1.10	0.89	0.00				최근 4년간 평균: 1.1
저점 P/B (배)	1.09	0.85	0.75	0.70				최근 4년간 평균: 0.8
고점 EV/EBITDA(배)	6.4	3.6	4.1	5.7				최근 4년간 평균: 5.0
평균 EV/EBITDA(배)	5.5	3.3	3.8	5.3				최근 4년간 평균: 4.5
저점 EV/EBITDA(배)	4.0	2.8	3.4	5.1				최근 4년간 평균: 3.8
ROE (%)	8.6	19.2	11.1	12.6	11.9	11.5	11.2	
(C) 적용 EBITDA (십억원)					5,221			12개월 선행 EBITDA
(D) Target EV 배수					5.0			최근 4년 평균
(E) 순차입금	7,295	4,584	4,607	12,372	13,500			4Q24부터 아시아나항공 B/S 통합
(F) 주식수(백만주)					368.2			
목표주가 (원) ([C*D-E]/F*10^3)					35,000			Target P/E 8.9x, Target P/B 1.03x
전일 증가 (원)					24,150			12M fwd P/E 6.1x, P/B 0.71x
상승 여력					44.9			

자료: iM증권 리서치본부

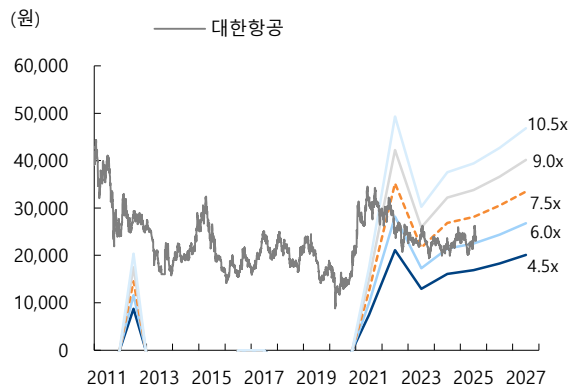
주: 아시아나항공의 B/S는 4Q24부터 연결, I/S는 1Q25부터 연결 인식

그림30. 대한항공 EV/EBITDA Band



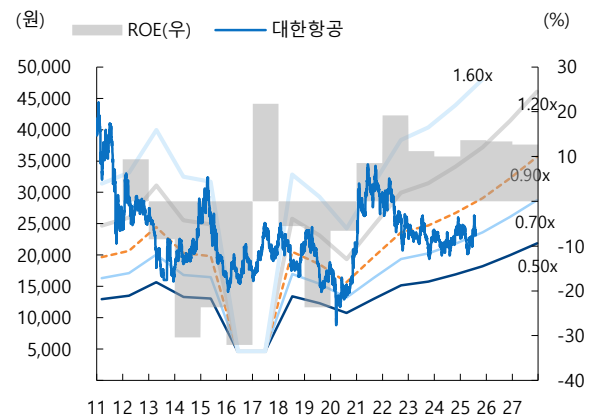
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림31. 대한항공 P/E Band



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림32. 대한항공 P/B Band



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

표9. 대한항공(별도) 영업실적 및 추이

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
주요 가정											
평균환율	1,329	1,371	1,355	1,400	1,453	1,399	1,380	1,360	1,364	1,398	1,360
WTI(달러/배럴)	77	81	75	70	72	64	65	61	76	65	65
국제선											
ASK(백만석km)	21,631	21,775	22,633	22,304	22,174	21,584	22,762	22,786	88,343	89,307	92,143
YoY	34.9	12.5	7.4	3.3	2.5	-0.9	0.6	2.2	13.2	1.1	3.2
RPK(백만인km)	18,022	18,399	18,917	18,973	18,836	18,354	19,308	19,328	74,311	75,826	77,990
YoY	36.6	13.4	5.4	3.5	4.5	-0.2	2.1	1.9	13.1	2.0	2.9
L/F(%)	83.3	84.5	83.6	85.1	84.9	85.0	84.8	84.8	84.1	84.9	84.6
Yield(원km)	124	126	132	119	124	124	130	120	125	125	125
YoY	-1.8	-2.5	-2.9	-6.6	-0.1	-1.4	-1.6	0.9	-3.4	-0.5	0.7
화물											
AFTK(백만톤km)	2,999	3,019	3,062	3,051	2,896	2,944	2,915	2,970	12,131	11,724	11,863
YoY	9.3	2.9	1.3	-0.2	-3.4	-2.5	-4.8	-2.7	3.2	-3.4	1.2
FTK(백만톤km)	2,165	2,241	2,209	2,230	2,043	2,128	2,096	2,159	8,845	8,426	8,599
YoY	7.4	8.8	3.3	0.6	-5.6	-5.0	-5.1	-3.2	4.9	-4.7	2.0
L/F(%)	72	74	72	73	71	72	72	73	73	72	72
Yield(원km)	460	490	507	537	516	496	484	520	498	504	516
YoY	-11.5	4.6	18.5	8.0	12.1	1.3	-4.5	-3.2	4.2	1.2	2.3
실적 추정											
매출액	3,823	4,024	4,241	4,030	3,956	3,986	4,168	4,038	16,117	16,147	16,780
YoY	19.6	13.8	9.8	1.2	3.5	-0.9	-1.7	0.2	10.6	0.2	3.9
국제 여객	2,238	2,314	2,492	2,262	2,337	2,275	2,503	2,326	9,306	9,440	9,786
국내 여객	105	131	125	113	99	121	131	119	473	470	454
화물	997	1,097	1,120	1,198	1,054	1,055	1,015	1,122	4,412	4,247	4,439
기타	484	482	504	457	466	534	519	471	1,926	1,990	2,101
영업비용	3,386	3,610	3,622	3,553	3,605	3,587	3,584	3,606	14,172	14,382	14,726
YoY	21.8	17.7	8.3	-6.4	6.5	-0.6	-1.1	1.5	9.1	1.5	2.4
유류비	1,168	1,191	1,159	1,087	1,096	958	996	977	4,606	4,027	4,117
감가상각비	382	388	411	432	463	466	469	472	1,613	1,870	1,916
인건비	704	816	833	846	793	875	875	848	3,199	3,391	3,478
공항관련비	711	722	761	750	768	753	765	780	2,944	3,067	3,149
정비비	102	108	145	85	169	143	155	156	440	624	627
기타	319	385	314	353	316	391	323	373	1,371	1,403	1,439
영업이익	436	413	619	435	351	399	584	431	1,903	1,765	2,053
YoY	5.1	-11.7	18.9	137.1	-19.5	-3.5	-5.6	-1.0	19.9	-7.3	16.3
영업이익률	11.4	10.3	14.6	10.8	8.9	10.0	14.0	10.7	11.8	10.9	12.2
영업외손익	31	59	-238	-85	-94	152	-82	1	-233	-23	-31
세전이익	467	472	381	350	253	551	502	432	1,670	1,737	2,023
순이익	345	349	277	252	193	396	364	313	1,222	1,266	1,466
순이익률(%)	9.0	8.7	6.5	6.2	4.9	9.9	8.7	7.8	7.6	7.8	8.7

자료: Dart, iM증권 리서치본부

표10. 아시아나항공(연결) 영업실적 및 추이

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	2,009	2,015	2,177	2,117	2,074	1,893	1,770	1,633	8,319	7,371	7,012
YoY	15.0	10.4	8.8	3.3	3.3	-6.1	-18.7	-22.9	9.1	-11.4	-4.9
아시아나항공	1,633	1,736	1,880	1,811	1,743	1,651	1,522	1,399	7,059	6,315	6,011
YoY	12.1	10.6	9.0	1.7	6.7	-4.9	-19.0	-22.7	8.1	-10.5	-4.8
에어부산	272	235	250	249	250	171	178	165	1,007	764	726
YoY	27.8	18.7	8.6	0.1	-8.3	-27.2	-28.7	-33.8	13.1	-24.1	-5.0
기타	104	44	47	57	82	71	70	69	253	292	276
YoY	32.9	-23.6	2.2	214.4	-21.1	59.3	47.3	21.1	25.8	15.4	-5.5
영업비용	1,947	1,997	2,000	2,099	2,019	1,877	1,652	1,605	8,043	7,153	6,703
YoY	23.2	19.3	11.0	7.8	3.7	-6.0	-17.4	-23.5	14.8	-11.1	-6.3
아시아나항공	1,664	1,767	1,751	1,835	1,751	1,634	1,442	1,399	7,017	6,226	5,840
YoY	22.0	21.0	9.5	7.4	5.2	-7.5	-17.6	-23.8	14.4	-11.3	-6.2
에어부산	201	217	213	225	204	182	158	160	856	705	668
YoY	21.8	32.2	13.6	5.0	1.5	-16.0	-25.5	-28.8	17.1	-17.6	-5.3
기타	81	13	37	39	64	60	52	46	170	222	195
YoY	57.2	-73.2	119.4	66.9	-21.5	354.3	39.6	19.5	20.4	30.5	-12.4
영업이익	62	18	177	19	55	16	118	28	276	218	309
YoY	-62.6	-88.1	-11.4	-81.9	-11.1	-11.8	-33.1	52.2	-55.5	-21.0	42.0
아시아나항공	-31	-31	129	-24	-8	17	80	0	42	89	171
YoY	적전	적전	1.8	적전	적지	흑전	-37.8	흑전	-89.4	111.1	91.2
에어부산	71	18	37	20	40	-11	20	5	146	54	57
YoY	48.3	-46.7	-13.3	-65.1	-43.4	적전	-47.0	-75.4	-19.4	-63.2	6.6
기타	23	31	10	23	23	10	18	23	87	75	81
YoY	-14.5	266.5	-64.9	흑전	2.6	-66.6	74.7	0.0	131.2	-14.3	8.6
영업이익률(%)	3.1	0.9	8.1	0.9	2.7	0.8	6.7	1.7	3.3	3.0	4.4
아시아나항공	-1.9	-1.8	6.9	-1.3	-0.5	1.0	5.3	0.0	0.6	1.4	2.8
에어부산	26.1	7.7	15.0	7.9	16.1	-6.5	11.1	2.9	14.5	7.0	7.9
기타	21.8	70.1	21.9	40.2	28.4	14.7	25.9	33.2	34.5	25.6	29.4
영업외손익	-261	-187	88	-478	128	41	-85	-42	-837	42	-274
아시아나항공	-196	-161	56	-399	148	27	-68	-41	-700	66	-232
에어부산	-41	-35	26	-92	0	16	-18	-1	-143	-3	-38
기타	-23	9	6	13	-20	-2	1	0	5	-21	-4
세전이익	-153	-122	209	-347	144	62	25	-10	-413	221	26
지배주주순이익	-168	-115	177	-313	126	46	21	-15	-419	178	14
아시아나	-174	-149	143	-313	111	32	9	-29	-494	122	-44
에어부산(41.89%)	10	-5	21	-24	13	12	1	1	1	27	6
기타	-3	40	12	24	1	3	11	13	74	29	53
비지배주주순이익	13	-7	30	-34	19	15	1	2	1	37	8

자료: Dart, iM증권

표11. 대한항공(연결) 영업실적 및 추이

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25 E	3Q25 E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	4,291	4,402	4,675	4,502	6,492	6,253	6,354	6,069	17,871	25,168	25,508
YoY	19.5	13.5	10.0	2.5	51.3	42.0	35.9	34.8	10.9	40.8	1.4
대한항공	3,823	4,024	4,241	4,030	3,956	3,986	4,168	4,038	16,117	16,147	16,780
YoY	19.6	13.8	9.8	1.2	3.5	-0.9	-1.7	0.2	10.6	0.2	3.9
아시아나항공(연결)	2,009	2,015	2,177	2,117	2,074	1,893	1,770	1,633	8,319	7,371	7,012
YoY	15.0	10.4	8.8	3.3	3.3	-6.1	-18.7	-22.9	9.1	-11.4	-4.9
진에어	430	308	365	358	418	306	348	332	1,461	1,404	1,448
YoY	22.1	19.0	13.1	4.4	-2.9	-0.7	-4.5	-7.3	14.4	-3.9	3.1
영업비용	3,754	3,959	4,010	4,038	6,061	5,878	5,635	5,607	15,761	23,181	23,057
YoY	20.8	16.4	8.2	-1.7	61.5	48.4	40.5	38.9	10.0	205.1	104.7
대한항공	3,386	3,610	3,622	3,553	3,605	3,587	3,584	3,606	14,172	14,382	14,726
YoY	21.8	17.7	8.3	-6.4	6.5	-0.6	-1.1	1.5	9.1	1.5	2.4
아시아나항공(연결)	1,664.2	1,766.7	1,750.7	1,835.3	2,019	1,877	1,652	1,605	8,043	7,153	6,703
YoY	22.0	21.0	9.5	7.4	21.3	6.2	-5.6	-12.5	14.8	-11.1	-6.3
진에어	332	307	324	335	360	348	329	317	1,298	1,354	1,341
YoY	24.0	27.4	11.9	12.9	8.4	13.4	1.3	-5.3	18.5	213.0	103.0
영업이익	538	443	666	464	431	376	719	462	2,110	1,987	2,451
YoY	10.7	-7.2	22.6	63.2	-19.8	-15.2	8.0	-0.6	17.9	-5.8	23.4
대한항공	436	413	619	435	350.9	399	584	431	1,903	1,765	2,053
YoY	5.1	-11.7	18.9	137.1	-19.5	-3.5	-5.6	-1.0	19.9	-7.3	16.3
아시아나항공(연결)	62	18	177	19	55	16	118	28	276	217.7	309
YoY	-62.6	-88.1	-11.4	-81.9	-11.1	-11.8	-33.1	52.2	-55.5	-21.0	42.0
진에어	98	1	40	24	58	-42	19	15	163	51	106
YoY	16.0	-95.0	23.1	-49.1	-40.8	적전	-51.5	-34.8	-10.2	-68.9	109.0
영업이익률(%)	12.5	10.1	14.2	10.3	6.6	6.0	11.3	7.6	11.8	7.9	10
대한항공	11.4	10.3	14.6	10.8	8.9	10.0	14.0	10.7	11.8	10.9	12
아시아나항공	3.1	0.9	8.1	0.9	2.7	0.8	6.7	1.7	3.3	3.0	4.4
진에어	22.9	0.3	11.0	6.6	13.9	-13.8	5.6	4.6	11.2	4	7
영업외손익	10	41	-228	-97	21	179	-163	-26	-274	-189	-266
대한항공	31	59	-238	-85	-94	152	-82	1	-233	-23	-31
아시아나항공(연결)	-261	-187	88	-478	128	-72	-85	-42	-837	-71	-274
진에어	-12	-8	14	-35	0	22	-5	4	-40	20	0
세전이익	547	484	438	367	452	602	556	436	1,382	2,046	2,185
지배주주순이익	375	352	292	298	285	413	382	303	1,317	1,382	1,498
대한항공	345	349	277	252	193	396	364	313	1,222	1,266	1,466
아시아나(63.88%)	-107	-73	113	-200	80	30	13	-10	-268	114	9
진에어(54.91%)	37	-3	23	-5	25	-11	6	8	53	28	44
기타	-8	7	-7	51	-14	-2	-1	-9	42	-26	-21

자료: Dart, iM증권

주: 1) 아시아나항공 실적 1Q25부터 대한항공 연결 실적으로 반영, 2) 2Q25 아시아나항공 실적은 미발표,

Appendix.

표12. 대한항공, 아시아나항공 보유 기재

구분	대한항공		아시아나항공	
	기종	대수	기종	대수
중대형기	B747-8i	5	B767	1
	B777	34	A330	14
	B787-9	14	B777	9
	B787-10	9	A350	15
	A380	7	A380	6
	A350	2		
	A330	19		
	소계	90	소계	45
소형기	B787-800/900	17	A320/321	12
	B737-8	5	A321 Neo	13
	A321 Neo	16		
	A220	10		
	소계	48	소계	25
여객기 계		138	여객기 계	70
화물기	B747F	4		
	B747-8F	7		
	B777F	12		
화물기 계		23		
총계		161	총계	70

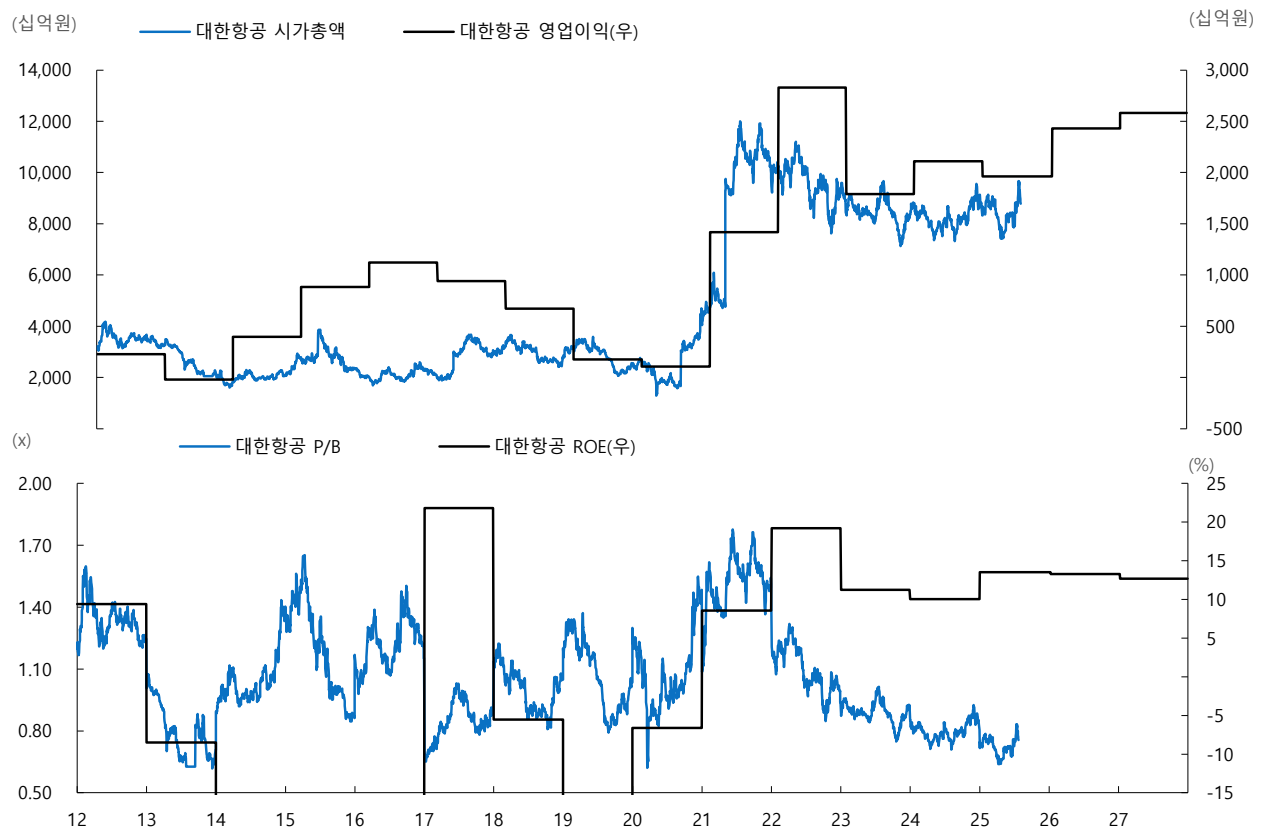
자료: 대한항공, 아시아나항공, iM증권

표13. 진에어, 에어부산, 에어서울 보유 기재

진에어		에어부산		에어서울	
기종	대수	기종	대수	기종	대수
B737-800	19	A320-200	5	A321-200	6
B737-900	3	A321-200	7		
B737-8	5	A321neo	6		
B777-200ER	4	A321LR	2		
총계	31	총계	20	총계	6

자료: Airportal, iM증권

그림33. 대한항공 시가총액, 연간 영업이익, P/B, ROE 추이



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

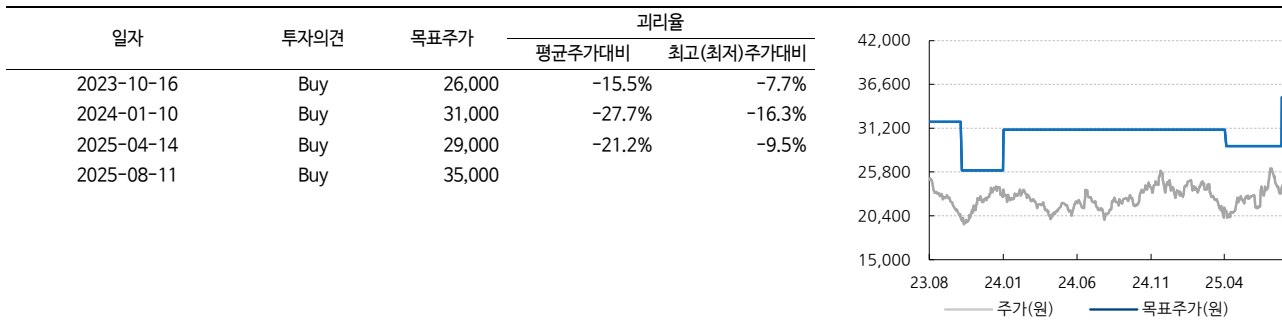
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	11,617	12,977	13,283	14,119	매출액	17,871	25,168	25,508	26,546
현금 및 현금성자산	2,216	2,300	2,352	3,004	증가율(%)	10.9	40.8	1.4	4.1
단기금융자산	4,687	4,881	4,881	4,881	매출원가	14,113	20,875	20,847	21,599
매출채권	1,590	1,676	1,785	1,868	매출총이익	3,758	4,292	4,661	4,947
재고자산	1,171	1,846	1,914	1,956	판매비와관리비	1,648	2,305	2,210	2,249
비유동자산	35,395	34,402	34,164	35,247	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	28,374	27,488	27,352	28,535	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	3,077	2,971	2,868	2,769	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	47,012	47,379	47,446	49,367	영업이익	2,110	1,987	2,451	2,698
유동부채	16,973	14,357	12,570	12,599	증가율(%)	17.9	-5.8	23.4	10.1
매입채무	352	359	369	375	영업이익률(%)	11.8	7.9	9.6	10.2
단기차입금	2,517	2,480	2,723	2,823	이자수익	281	651	434	418
유동성장기부채	4,723	2,147	1,687	1,727	이자비용	514	461	446	446
비유동부채	19,075	20,857	21,336	21,693	지분법이익(손실)	-	6	4	4
사채	1,463	2,118	2,542	2,896	기타영업외손익	-326	178	63	52
장기차입금	1,819	2,947	3,000	3,004	세전계속사업이익	1,836	2,046	2,185	2,420
부채총계	36,049	35,214	33,906	34,292	법인세비용	454	627	636	713
지배주주지분	10,473	11,638	12,962	14,431	세전계속이익률(%)	10.3	8.1	8.6	9.1
자본금	1,847	1,847	1,847	1,847	당기순이익	1,382	1,419	1,549	1,708
자본잉여금	4,145	4,145	4,145	4,145	순이익률(%)	7.7	5.6	6.1	6.4
이익잉여금	3,486	4,590	5,811	7,178	지배주주귀속 순이익	1,317	1,382	1,498	1,643
기타자본항목	0	0	0	0	기타포괄이익	-103	-102	-102	-102
비지배주주지분	490	527	578	643	총포괄이익	1,279	1,317	1,448	1,606
자본총계	10,963	12,165	13,541	15,074	지배주주귀속총포괄이익	1,279	1,317	1,448	1,606

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	4,559	3,988	3,440	5,256	주당지표(원)				
당기순이익	1,382	1,419	1,549	1,708	EPS	3,577	3,753	4,068	4,463
유형자산감가상각비	-	3,727	3,791	3,925	BPS	28,442	31,452	35,520	39,983
무형자산상각비	59	113	109	106	CFPS	3,737	14,182	14,661	15,410
지분법관련손실(이익)	-	6	4	4	DPS	750	750	750	750
투자활동 현금흐름	-871	-1,842	-1,960	-1,609	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-2,894	-3,040	-3,356	-3,008	PER	6.3	6.4	5.9	5.4
무형자산의 처분(취득)	-	0	0	0	PBR	0.8	0.8	0.7	0.6
금융상품의 증감	929	-194	-	-	PCR	6.0	1.7	1.6	1.6
재무활동 현금흐름	-2,163	-1,655	-561	-325	EV/EBITDA	5.3	4.5	4.1	3.8
단기금융부채의증감	-	-295	197	104	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	1,782	478	357	ROE	12.6	11.9	11.5	11.2
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	21.6	19.5	21.3	21.8
배당금지급	-278	-277	-277	-277	부채비율	328.8	289.5	250.4	227.5
현금및현금성자산의증감	1,593	84	53	652	순부채비율	33.0	20.6	20.1	17.0
기초현금및현금성자산	623	2,216	2,300	2,352	매출채권회전율(x)	13.1	15.4	14.7	14.5
기말현금및현금성자산	2,216	2,300	2,352	3,004	재고자산회전율(x)	17.7	16.7	13.6	13.7

자료 : 대한항공, iM증권 리서치본부

대한항공 투자의견 및 목표주가 변동추이



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 기관투자자 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 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2025-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%