

대한항공 — 본업은 제자리, 연결은 +41%

FY2025 국제여객 +0.7%·화물 -0.05%인데 연결 매출은 +41.2%, 영업이익은 -47.2%다

- 1H26(별도) 매출 9조 5,350억원(+20.1%)인데 순이익은 1,454억원(-75.3%)이다.
- FY2025 연결 매출 +41.2%에 영업이익 -47.2% — 영업이익률이 11.81% → 4.41%로 내려왔다.
- 아시아나항공 합병 증권신고서가 정정 요구 2회를 거쳐 7월 24일 효력이 발생했다.

매출 +20.1%, 순이익 -75.3%

7월 13일 공시된 2Q26 잠정실적은 **별도 기준**으로 매출 5조 199억원(**YoY +25.9%**, QoQ +11.2%), 영업이익 2,618억원(**YoY -34.4%**, QoQ -49.4%)이다. 세전이익과 순이익은 모두 **-973억원**으로 적자전환했다.

상반기 누계에서 격차가 드러난다 — 매출 9조 5,350억원(+20.1%)·영업이익 7,787억원(+3.8%)인데 순이익은 **1,454억원(-75.3%)**이다. 영업이익과 세전이익의 차이가 **1H26에만 5,539억원**(2분기 3,591억)이라 영업이익 2,618억원을 낸 분기가 순손실로 끝났다. 항목 내역이 없어 성격은 특정하지 않았다(표 1).

같은 공시의 **별도 재무요약**은 자산 +7%, 부채 +10%, 자본 -1%로 **부채비율 270.9%(+27%p)**다 — 이익을 낸 반기에 자본이 줄었다.

본업은 제자리인데 연결 매출은 41% 늘었다

FY2025 사업 지표는 거의 움직이지 않았다 — **국제여객 매출 9조 3,059억원 → 9조 3,744억원(+0.7%)**, **화물 4조 4,116억원 → 4조 4,093억원(-0.05%)**이다. 두 축 모두 사실상 제자리다.

그런데 **연결 매출은 17조 8,707억원 → 25조 2,255억원(+41.2%)**으로 늘었다. 본업 두 축이 정지한 상태에서 나온 증가이므로 **연결 범위 변경(자회사 편입)의 영향**으로 보이나 **공시 범위에서 확인되지 않아** 단정하지 않았다.

이익은 반대다 — 연결 영업이익이 2조 1,102억원 → **1조 1,136억원(-47.2%)**, 순이익은 1조 3,819억원 → 6,473억원(-53.2%)이다. **영업이익률이 11.81% → 4.41%로 7.40%p 내려왔다**. 연료비는 오히려 내려갔다(항공유 국내 -10.0%, 해외 -7.6%)는 점에서 원가 이외의 요인이 작용한 것으로 보이나 **부문·비용 내역이 공시 범위에 없어** 다루지 않았다(표 2).

부채·투자가 함께 커졌고, 합병이 진행 중이다

연결 부채총계가 2년에 89.3% 늘어 부채비율이 209.6% → 339.9%가 됐다(자기자본은 +16.7%). **투자도 급증했다** — CAPEX가 2년에 2.24배(**4조 2,961억원**)여서 영업활동현금흐름에서 빼면 **-2,209억원**으로 처음 마이너스가 됐다(FY2023 +2조 1,753억, FY2024 +1조 6,526억). 표 3.

아시아나항공 합병이 절차 중이다. 2026년 5월 13일 합병 결정 이후 정정신고서 제출 요구가 두 차례(6/25-7/6) 있었고, 7월 13일 [기재정정] 증권신고서를 거쳐 **7월 24일 효력이 발생**했다. 절차 진행 사실만 기록하며 **합병 조건·비율·통합 후 실적**은 공시 범위 밖이라 다루지 않는다.

커진 신호는 유상증자 1건(**최근 3년 0건**)뿐인데 **표시점수는 62점·등급 C**로 낮다 — 부채비율·이익률 등 정량 지표가 끌어내린 결과다. PER 12.73배(18사 중 53%), PBR 0.92배다.

국면 판단

본업 정체 합병·재무 확대

현재주가 (26/08/07)

27,150원

목표주가

제시하지 않음

투자자문업이 아니므로 투자 의견·목표주가를 산출하지 않는다.

1순위 점검 지표

**영업이익 - 세전이익
(1H26 -5,539억)**

Key Data

시가총액	10.0조원
PER / PBR	12.7배(18사 중 53%) / 0.92배
외국인 / 공매도잔고	23.1% / 0.2%
부채비율(연결 FY2025)	339.9%(2년 전 209.6%)
별도 부채비율 (1H26)	270.9%(+27%p)
위험신호 / 표시점수	1건 / 62점 C(평균 82)

영업실적 및 주요 지표(연결)

구분	2023	2024	2025
매출액(억원)	161,118	178,707	252,255(+41.2%)
영업이익(억원)	17,901	21,102	11,136(-47.2%)
영업이익률(%)	11.11	11.81	4.41
순이익(억원)	11,291	13,819	6,473(-53.2%)
영업활동 현금흐름	40,925	45,589	40,752
CAPEX / CFO-CAPEX	19,172 / +21,753	29,063 / +16,526	42,961 / -2,209
자기자본 / 부채총계	98,152 / 205,766	109,632 / 360,489	114,591 / 389,470

1H26 잠정은 별도 기준(7/13 공시, 감사 전). 위 표는 연결이라 직접 비교하지 않았다.

표 1. 영업이익을 낸 분기가 순손실로 끝났다 (단위: 억원, %)

구분(별도)	1Q26	2Q26	1H26 누계	1H25	증감
매출액	45,151	50,199	95,350	79,418	+20.1%
영업이익	5,169	2,618	7,787	7,499	+3.8%
세전이익	3,221	-973	2,248	8,033	-72.0%
영업 - 세전	1,948	3,591	5,539	-	영업 밖 손실
순이익	2,427	-973	1,454	5,891	-75.3%
별도 재무요약(전년말 대비) — 자산 410,587억(+7%) · 부채 299,876억(+10%) · 자본 110,711억(-1%) · 부채비율 270.9%(+27%p)					

주: ⚠️ 잠정 공시는 회사가 "대한항공만의 별도 실적"이라고 명시한 별도 기준이며 연결 재무제표와 기준이 다르다 — 두 값을 직접 비교하지 않았다. 영업이익과 세전이익의 차이(1H26 5,539억원)를 구성하는 항목이 공시 범위에 없어 성격을 특정하지 않았다. 연결 분기에서도 순이익이 영업이익 대비 낮은 흐름이 이어진다. 자료: 영업(잠정)실적 공정공시(20260713800490)·분기보고서(2026.03, 20260515001941)

표 2. 본업 두 축은 멈췄는데 연결은 늘었다 (단위: 억원, %)

구분	2024	2025	증감
국제여객 매출	93,059	93,744	+0.7%
화물노선 매출	44,116	44,093	-0.05%
연결 매출	178,707	252,255	+41.2%
본업이 정지한 상태에서 연결 매출만 41% 늘었다 — 연결 범위 변경의 영향으로 보이거나 공시 범위에서 확인되지 않아 단정하지 않았다			
연결 영업이익 / 이익률	21,102 / 11.81%	11,136 / 4.41%	-47.2% / -7.40%p
항공유 국내 / 해외	237.51 / 259.60	213.84 / 239.87	-10.0% / -7.6%(원가는 내렸다)

주: 항공유 조달가격(US Cents/Gallon)이 두 지역 모두 내려갔는데도 영업이익률이 7.40%p 하락했다 — 연료 이외의 비용 요인이 작용한 것으로 보이거나 부문별·항목별 비용이 공시 범위에 없어 특정하지 않았다. 여객·화물 매출은 사업보고서 노선별 실적 기준이며 연결 매출과 집계 범위가 달라 합계가 일치하지 않는다. 자료: 사업보고서(2025.12) 노선별 매출·항공유 조달가격

표 3. 부채·투자와 합병 절차 (단위: 억원, %)

구분	2023	2024	2025
부채총계	205,766	360,489(+75.2%)	389,470
자기자본 / 부채비율(%)	98,152 / 209.6	109,632 / 328.8	114,591 / 339.9
CAPEX	19,172	29,063	42,961(2년 2.24배)
CFO - CAPEX	+21,753	+16,526	-2,209(첫 마이너스)
아시아나항공 합병 절차 — 2026-05-13 합병결정 → 정정신고서 제출요구 2회(6/25-7/6) → 7/13 [기재정정] 증권신고서 → 7/24 효력발생			
자본배분(10년)	환원 6건(배당, 최근 2026-02-04) · 희석 4건(유상증자 3·전환사채 1) — 전부 2020년 이전, 최근 3년 0건		

주: 합병은 절차 진행 사실만 기록한다 — 합병 비율·조건·통합 후 실적 전망은 공시 범위 밖이거나 추정 영역이라 다루지 않는다. 정정신고서 제출 요구가 두 차례 있었다는 것은 사실이며 사유는 공시 요약에 없어 언급하지 않았다. 부채 증가의 항목별 구성(리스부채·차입금 등)이 요약 범위에 없어 분해하지 않았다. 표시점수 62점(등급 C)은 유일하게 켜진 신호(유상증자, 최근 3년 0건)가 아니라 부채비율·이익률 등 정량 지표에서 나온 결과다. 자료: 사업보고서(2025.12) 연결재무제표, 합병 관련 공시, KRX 시세(2026-08-07)

점검 지표

1순위는 영업이익과 세전이익의 차이다. 1H26 별도 기준 5,539억원이 영업 밖에서 사라져 영업이익 2,618억원을 낸 2분기가 순손실로 끝났고, 그 결과 반기 순이익이 -75.3%가 됐다 — 반기보고서에서 항목을 확인해야 하며, 반복되면 영업 실적이 주주 몫으로 전달되지 않는다. 두 번째는 본업 두 축이다. 국제여객 +0.7%, 화물 -0.05%로 정지해 있으므로 연결 매출 증가(+41.2%)와 별개로 실제 사업의 방향을 여기서 본다. 세 번째는 부채와 CAPEX다. 부채비율 339.9%에 CAPEX 4조 2,961억원으로 영업현금을 넘어섰고, 합병으로 규모가 더 커지는 국면이다. 합병 관련 공시는 절차 진행만 확인하고 조건·효과는 확정 공시 후에 다룬다.

고지

본 자료는 투자자문·투자권유가 아니며 투자 의견·목표주가 추정 실적을 산출하지 않는다. 투자 판단의 책임은 이용자 본인에게 있다. 모든 수치는 DART 제출 공시와 한국거래소 시세에서 인용했고 외부 전망치·제3자 추정치는 쓰지 않았다. 분석과 판단은 전부 자체 산출이다. 근거 공시: 사업보고서(2025.12) · 분기보고서(2026.03, 20260515001941) · 영업(잠정)실적 공정공시(20260713800490) · 합병 관련 공시(2026-05~07).

한계: ① 1H26 잠정은 별도 기준·감사 전이며 연결 재무제표와 직접 비교하지 않았다. ② 영업이익과 세전이익 차이의 항목 내역이 공시 범위에 없어 성격을 특정하지 않았다. ③ 연결 매출 +41.2%의 원인(연결 범위 변경 여부)을 공시에서 확인하지 못해 단정하지 않았다. ④ 부문·항목별 비용이 공시되지 않아 이익률 7.40%p 하락의 출처를 다루지 않았다. ⑤ 합병 비율·조건과 통합 후 실적은 공시 범위 밖이거나 추정 영역이라 다루지 않았다. ⑥ 부채 증가의 항목별 구성을 분해하지 않았다.