

항공 (Positive)

승자의 저주는 짧고, 영광은 길다

✈ 대한항공 ✈ 진에어 ✈ 제주항공

엔터/레저/운송 박수영
suyoung.park.0202@hanwha.com
3772-7634

RA 고예진
yejinko@hanwha.com
3772-7701



목차

- 03 Summary
- 05 I. 예견됐던 부진 그리고 승자의 저주 장애물이 너무 많다
- 18 II. 아직 시작조차 못한 영광 결국 구조조정 효과는 확인될 것
- 29 III. 투자 전략 보다 천천히, 기다리면 이긴다
- 34 IV. 기업 분석
 - 대한항공, 진에어, 제주항공

Summary

예견됐던 부진 그리고

승자의 저주

- 3Q25 국내 항공사, 성수기임에도 불구하고 전반적으로 부진한 실적 기록
- 추석 연휴의 4분기 이연 효과 및 전반적인 비용 상승, 공급 경쟁 심화, 정부 제재, 지정학적 이슈 등이 복합적으로 작용된 결과
- 국내 항공 시장은 중단거리 공급의 지속적인 확대로 운임 하락세 지속
- 장거리의 경우도 외항사 점진적 공급 확대 및 공정위 제재로 운임의 하락 압박이 더 큰 상황 지속

아직 시작조차 못한

영광

- 국내 항공 업계의 경우 대한항공의 아시아나항공 인수 이전에는 산업 내 합종연횡 이벤트 전무
- 해외 항공 산업의 경우 매크로 이슈 등 업황의 골 마다 인수/합병 등을 통해 시장 전체의 구조조정으로 위기 극복
- 양대 국적사 합병 이벤트의 경우 공정위 제재 등 시장 전체의 본격적인 구조조정이 빠르게 진행되기에는 장애물이 보다 많은 상황
- 시장 구조조정 속도가 다소 더디게 진행되는 가운데, 피합병 법인의 조달 비용 개선 등 보이지 않는 곳부터 좋아지는 중
- 규모의 경제 및 구조조정 효과가 본격화되는 시점부터 합병 법인의 탄력적인 실적 개선 전망

2026 항공

보다 천천히

- 규모의 경제 및 구조조정 효과가 본격화되는 시점은 2027년으로 전망, 이에 대한 기대감은 2H26부터 주가에 반영될 전망
- 2026년 말에는 대한항공과 아시아나항공의 완전 통합을 위한 주식 관련 이벤트도 예정
- 규모의 경제 및 구조조정 효과가 본격화되는 시점까지 다소 느긋한 기다림 필요
- 구조조정의 효과는 대한항공 → 진에어 순서로 확인



Summary

한화투자증권 분석 종목 요약

	종목명	투자의견	목표주가 (변동)	상승여력 (%)	P/B(배)		ROE(%)		EV/EBITDA(배)	
					2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
양 명 3 사	대한항공	Buy	27,000원 (하향)	26.2%	0.7	0.7	6.1	3.4	5.9	5.5
	진에어	Buy	8,500원 (하향)	21.4%	1.6	1.6	0.3	-3.3	1.7	1.7
	제주항공	Hold	5,500원 (하향)	-1.6%	1.5	1.5	-28.1	3.8	38.4	8.1

주: 11월 21일 종가 기준



항공 (Positive)

승자의 저주는 짧고, 영광은 길다

I

3Q25 부진 그리고
승자의 저주

장애물이 너무 많다

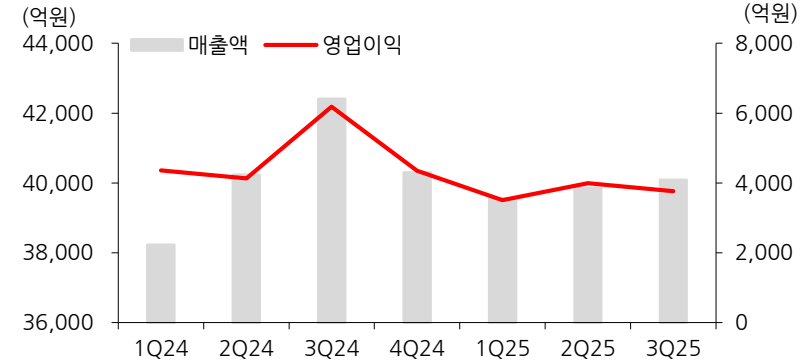


3Q25 부진 어쩌면 예견됐던 국내 항공사들의 3Q25 실적 부진

[한화리서치센터]

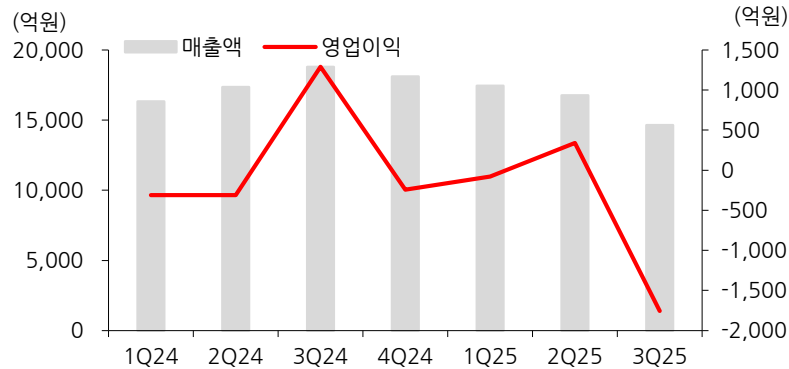
- ❖ 대한항공 3Q25 별도 영업이익 3,763억원, 아시아나항공 3Q25 별도 영업손실 -1,757억원 기록
- ❖ 상장 LCC 4개사(제주항공/진에어/에어부산/티웨이항공)는 일제히 영업손실 기록
- ❖ 부진한 실적의 주 원인은
 - 1) 7월 일본 여행 수요 위축
 - 2) 추석 성수기 효과의 4분기 이연
 - 3) 전반적인 글로벌 공급 증가
 - 4) 장거리 일부 노선에 대한 운임 제재
 - 5) 정치/외교적 문제에 따른 미주 노선 수요 위축

대한항공 별도 분기 매출액 및 영업이익 추이



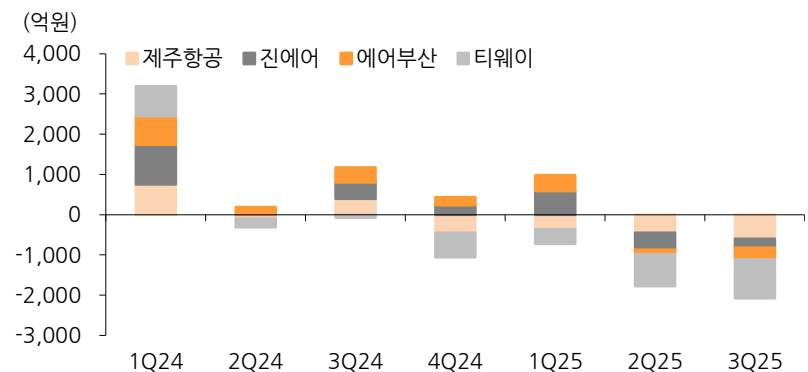
자료: 대한항공, 한화투자증권 리서치센터

아시아나항공 별도 분기 매출액 및 영업이익 추이



자료: 아시아나항공, 한화투자증권 리서치센터

제주항공+진에어+에어부산+티웨이항공 별도 분기 합산 영업이익 추이



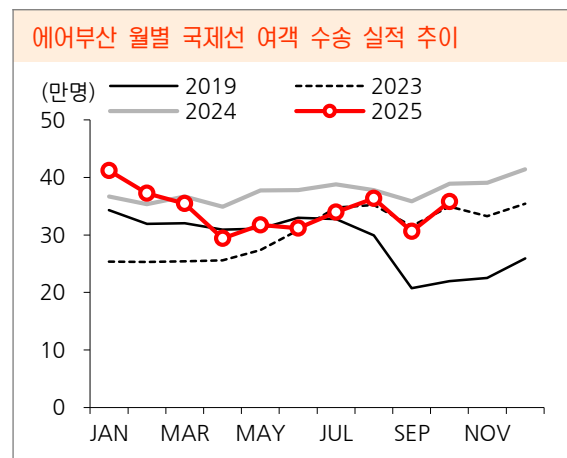
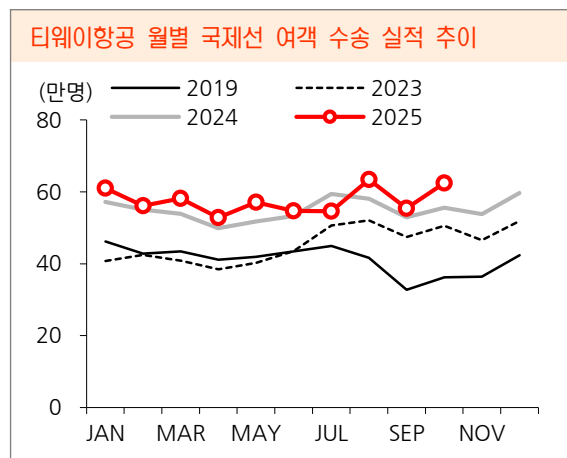
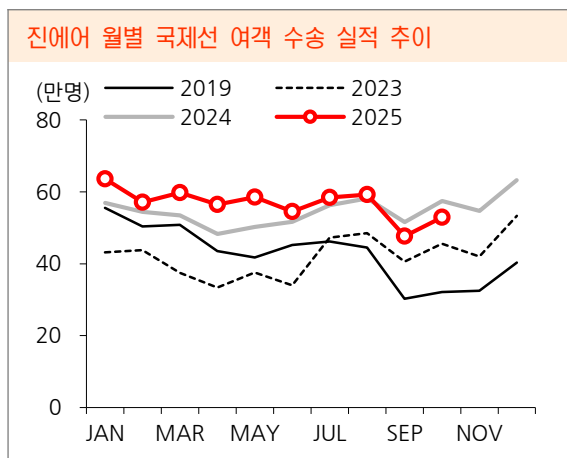
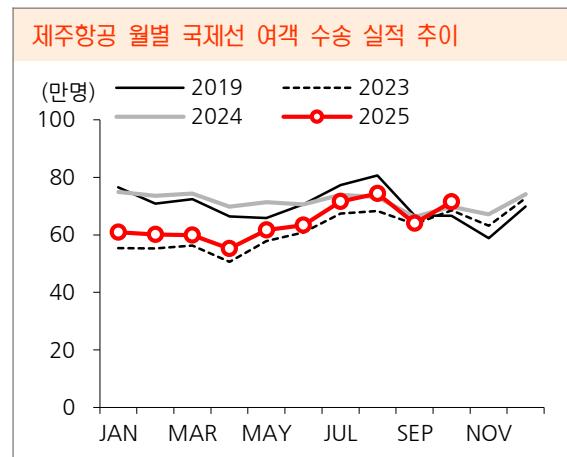
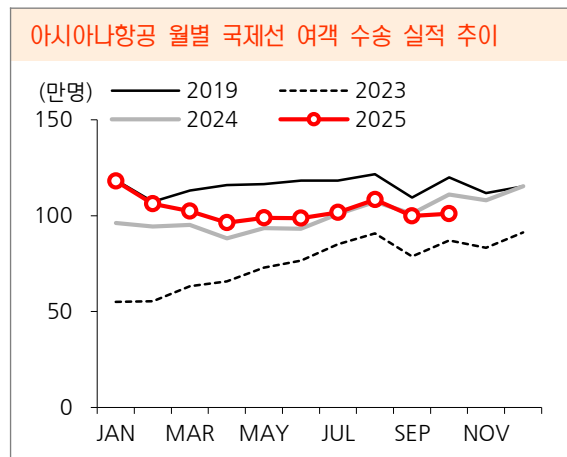
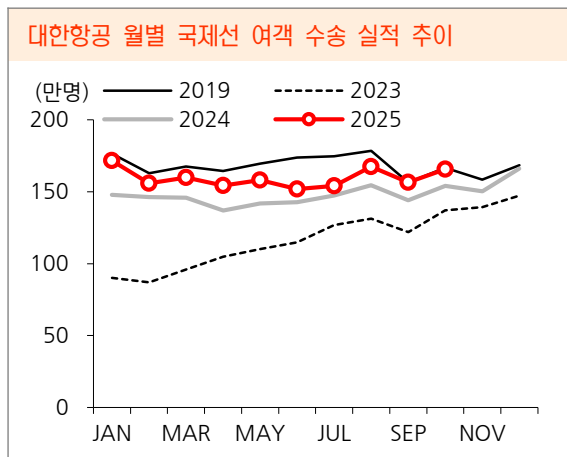
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터



3Q25 부진 어쩌면 예견됐던 국내 항공사들의 3Q25 실적 부진

[한화리서치센터]

상장 항공사 월별 국제선 여객 수송 실적 추이



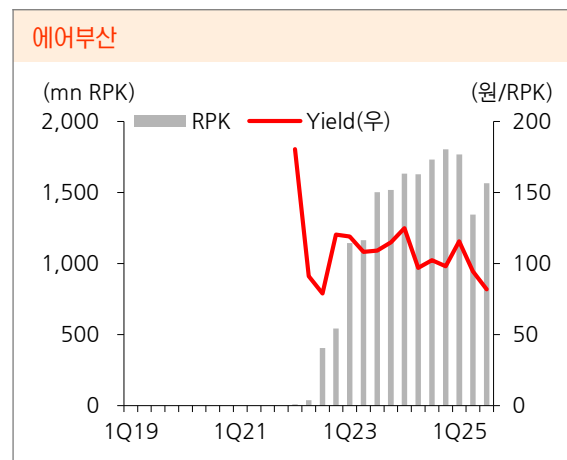
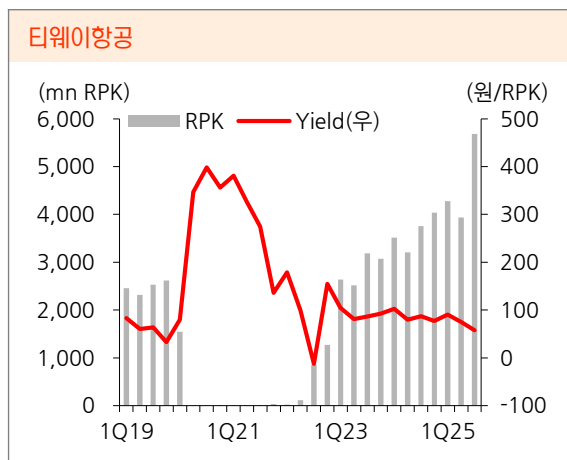
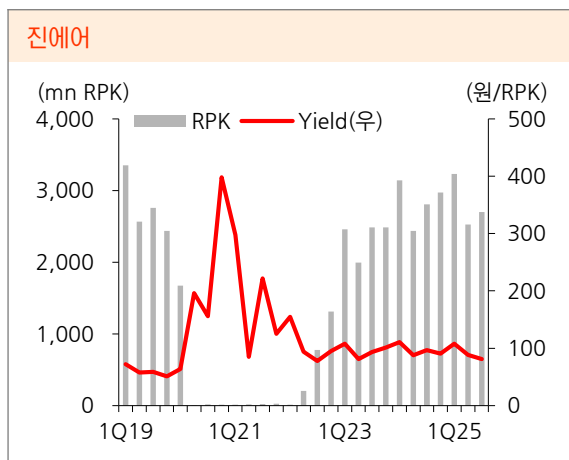
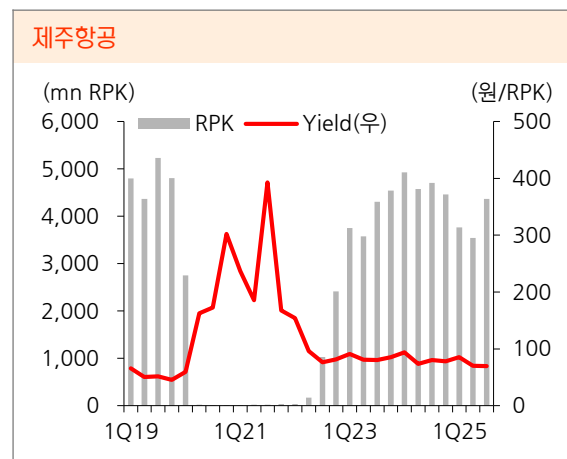
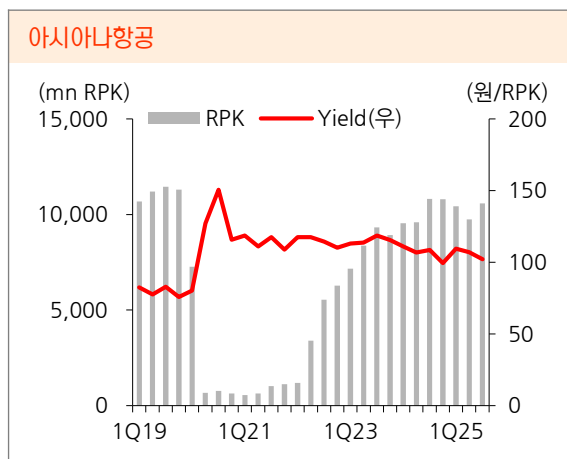
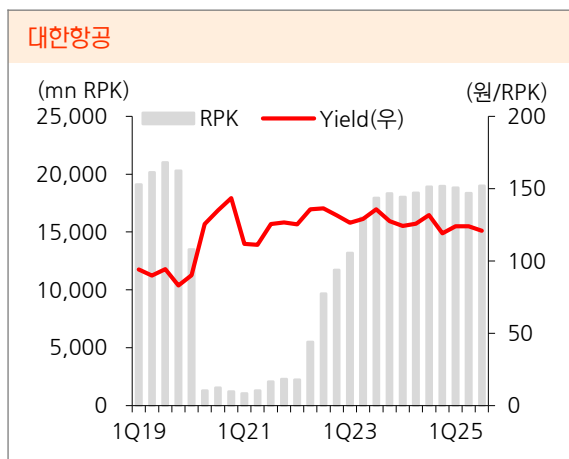
자료: 한국공항공사, 인천국제공항공사, 한화투자증권 리서치센터



3Q25 부진 어쩌면 예견됐던 국내 항공사들의 3Q25 실적 부진

[한화리서치센터]

상장 항공사 분기별 국제선 여객 수송량 및 운임 추이



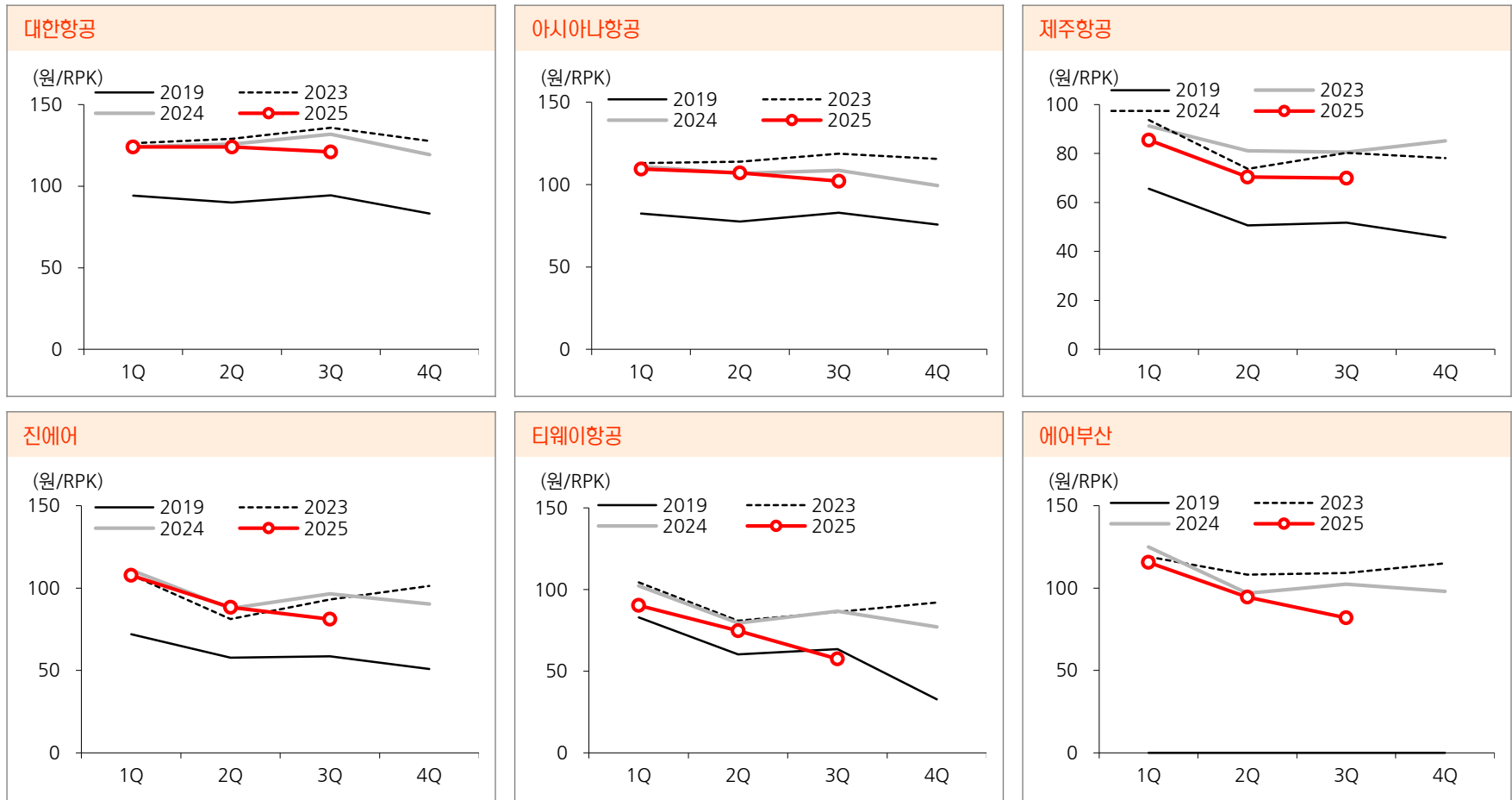
자료: 한국공항공사, 인천국제공항공사, 한화투자증권 리서치센터



3Q25 부진 어쩌면 예견됐던 국내 항공사들의 3Q25 실적 부진

[한화리서치센터]

상장 항공사 분기별 국제선 여객 운임 추이



자료: 한국공항공사, 인천국제공항공사, 한화투자증권 리서치센터

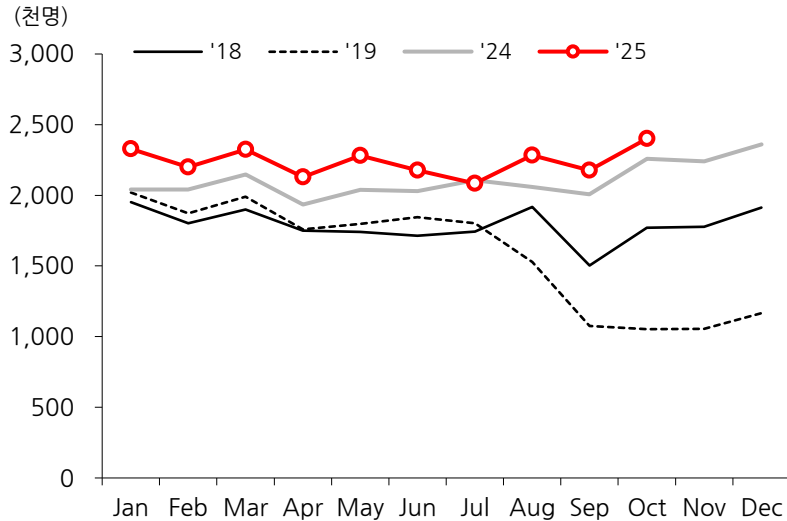


3Q25 부진 3Q25 중단거리 시장 공급 ↑, 수요의 상대적 ↓

[한화리서치센터]

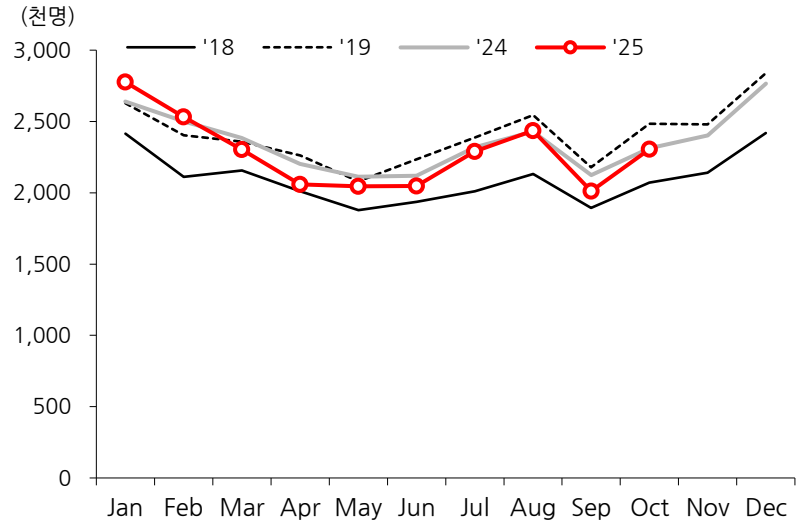
- ❖ 중단거리 노선의 3분기 성수기 구간 상대적 수요 위축
- ❖ 일본 노선의 경우 대지진설 및 무더위 등의 이벤트로 수요 위축
- ❖ 동남아 노선도 추석 연휴를 앞두고 9월 중단거리 여행 수요 감소함에 따라 수요의 상대적 부진을 확인
- ❖ 주요 LCC들의 3분기 중단거리 노선 공급은 견조하게 유지되며 운임 하락 야기

일본 노선 월별 수송 실적 추이



자료: 한국공항공사, 인천국제공항공사, 한화투자증권 리서치센터

동남아 노선 월별 수송 실적 추이



자료: 한국공항공사, 인천국제공항공사, 한화투자증권 리서치센터

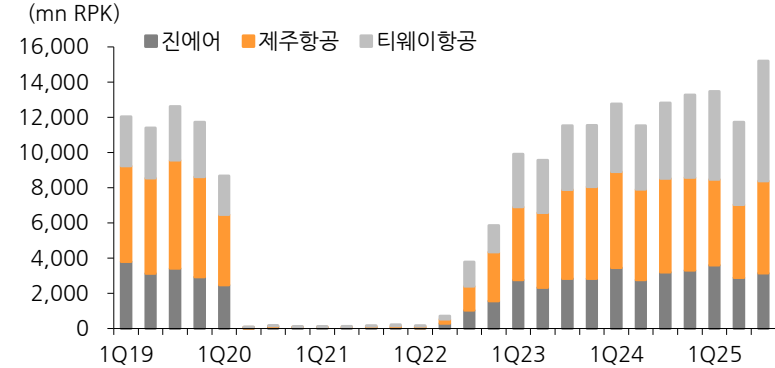


3Q25 부진 3Q25 중단거리 시장 공급 ↑, 수요의 상대적 ↓

[한화리서치센터]

- ❖ 3Q25 국내 주요 LCC 3개사(진/제주/티웨이)의 합산 공급량 (ASK 기준)은 전년비 약 +19% 증가
- ❖ 티웨이항공의 장거리 노선 취항 확대에 따른 ASK 상승 효과도 있겠으나 전반적인 중단거리 시장 공급 확대를 확인
- ❖ 아시아권 공급 확대는 국내 LCC뿐만 아니라 일/중 주요 항공사들에서도 확인
- ❖ 일본 항공사 8월까지 합산 ASK는 전년비 +11% 증가
- ❖ 중국 주요 4개 FSC(에어차이나/남방/동방/하이난) 9월까지 합산 ASK는 전년비 +20% 증가
- ❖ 아태지역 전반의 운임 하락이 필연적이었던 상황

주요 LCC 국제선 여객 공급량 분기별 합산 추이



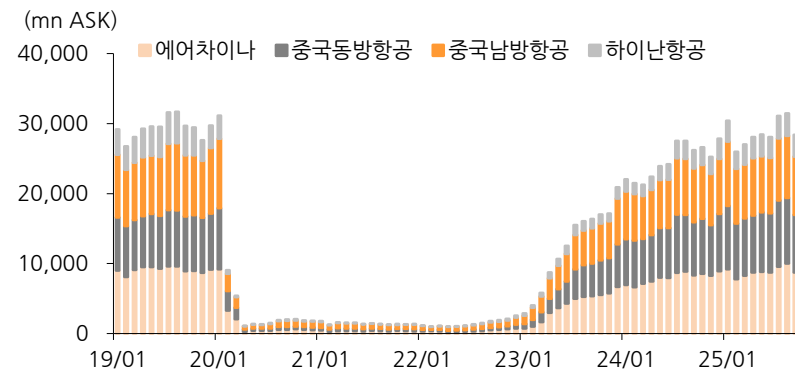
자료: 진에어, 제주항공, 티웨이항공

일본 항공사 월별 합산 ASK 추이



주: 25년 8월까지
자료: 일본국토교통성, CEIC, 한화투자증권 리서치센터

중국 주요 FSC 4개사 월별 합산 ASK 추이



주: 25년 9월까지
자료: 각 4사, CEIC, 한화투자증권 리서치센터

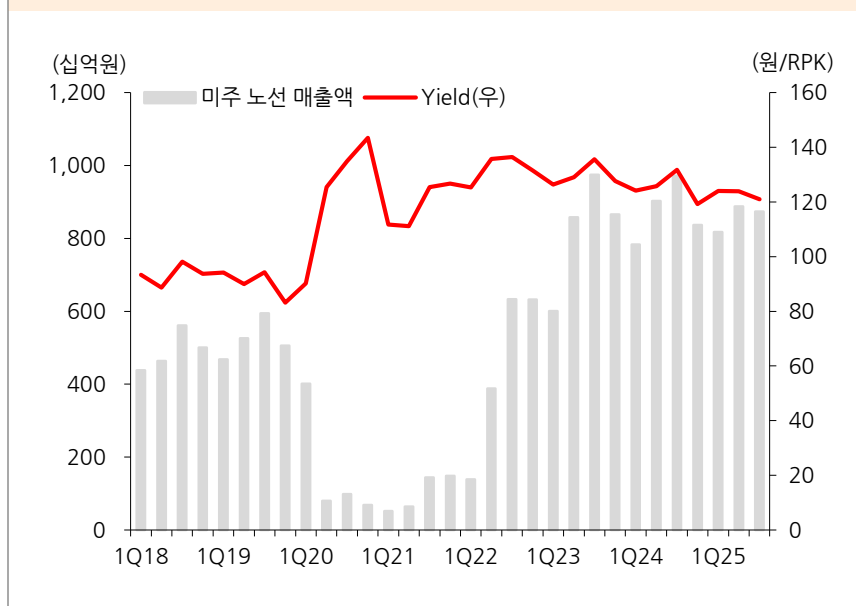


승자의 저주 3Q25 믿었던 미주 노선도 삐끗

[한화리서치센터]

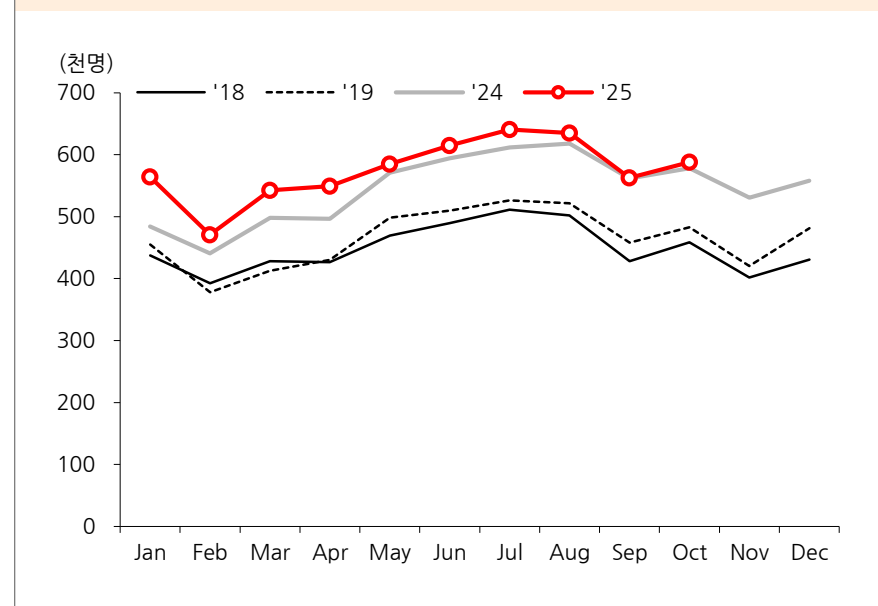
- ❖ 3분기 여객 부진은 중단거리 노선 뿐만 아니라 장거리 노선에서도 확인
- ❖ 3분기 대한항공 미주 노선 매출액은 전년비 -12% 감소
- ❖ 3분기 대한항공 국제선 여객 매출액 및 운임 부진에는 미주 노선 수요 감소에 따른 영향 有
 - 1) 美 정부의 이민 정책 관련 불확실성 지속되며 상용 수요 감소
 - 2) 유나이티드항공 등 경쟁사의 아태지역 환승 공급 확대 영향도 有
 - 3) 중단거리 노선과 마찬가지로 추석 연휴의 10월 이연 영향 有
 - 4) 공정위 운임 제재 영향 有

대한항공 분기별 미주 노선 매출액 및 국제선 운임 추이



자료: 대한항공, 한화투자증권 리서치센터

월별 미주 노선 전체 수송객 수 추이



자료: 인천국제공항공사, 한화투자증권 리서치센터



승자의 저주 3Q25 믿었던 미주 노선도 삐끗

[한화리서치센터]

- ❖ 트럼프 2기 행정부 출범 이후 유학생 비자 취소나 비자 인터뷰 중단 조치
 - 1) 5월에는 하버드대 외국인 학생 등록 금지 조치 이벤트
 - 2) 美 국무부는 학생 비자 신청자들의 SNS 심사 강화를 위해 5월 일시적으로 비자 인터뷰 일정을 중단
 → 3분기 방학 시즌 유학생들의 미국에서의 출국 수요 둔화
 (실제로 25 가을학기 미국 대학 신규 등록 외국인 유학생 수 YoY -17%)
- ❖ 7월 LA와 시카고 등에서 불법 체류자 고강도 단속, 이후 불법 체류 신고를 빌미로 조지아주 현대차-LG엔솔 합작 공장 급습 및 한국인 노동자 구금
- ❖ 이 같은 美 정부의 反이민 정책은 아시아발 미주행 직항/환승 수요에 충격

조지아주 한국인 구금 사태

연합뉴스 PICK · 2025.09.05. · 네이버뉴스

美, 현대차-LG엔솔공장서 불법체자 단속..."한국인 포함 450명 체...

체포된 사람 중 상당수는 추가조사를 위해 조지아주 폭스틴에 위치한 ICE 시설로 연행된 것으로 전해졌다. 현지를 관할하는 주애포렌타 한국총영사관은 재미 한인 변호사 등으로 변호인단을 꾸리고 있다. 변호인단은 한...



연합뉴스 PICK · 2025.09.05. · 네이버뉴스

美, 현대차-LG엔솔 공장서 불법체자 단속..."한국인 등 450명 체포..."

체포된 사람 중 상당수는 추가조사를 위해 조지아주 폭스틴에 위치한 ICE 시설로 연행된 것으로 전해졌다. 현지를 관할하는 주애포렌타 한국총영사관은 재미 한인 변호사 등으로 변호인단을 꾸리고 있다. 변호인단은 한...



연합뉴스 · 2025.09.05. · 네이버뉴스

미 조지아 韓배터리공장 불법체자 대거 체포에 미 진출 기업 '긴장'

5일 외신과 산업계에 따르면 미국 이민세관단속국(IEC)과 국토안보수사국(HSI) 등이 조지아주 서배나에 위치한 현대차그룹-LG에너지솔루션의 합작공장(HL... LG에너지솔루션은 "현재 구체적인 상황을 파악 중"이라며 "임...



자료: 언론 보도 취합, 한화투자증권 리서치센터

미 유학생 비자 문제

연합뉴스 · 2025.06.01. · 네이버뉴스

"재입국 거부될라"...美유학생들, 방학에도 귀국 없이 잔류 선택

나아가 마크 루비오 미 국무장관은 지난 28일 중국 공산당과 관련이 있거나 중요 분야를 연구하는 중국 유학생의 비자를 공격적으로 취소하겠다고 밝힌 상태다. 오하이오주의 이민법 변호사인 샘 시하브는 "어떤 외국인 ...



KBS · 2025.06.01. · 네이버뉴스

미 유학생들, '재입국 거부' 두려워..."방학인데 집에 못 가"

트럼프 미국 행정부가 유학생 비자를 일방적으로 취소하거나 재입국을 거부하는 사례가 잇따르자 외국인 학생들이 방학에도 집에 가는 대신 미국 내에 머물고 있는 것으로 나타났습니다. 현지시각 5월 31일 미 월스트리...



SBS · 2025.06.01. · 네이버뉴스

"재입국 거부될라"...미 유학생들, 방학에도 귀국 없이 잔류 선택

나아가 마크 루비오 미 국무장관은 지난 28일 중국 공산당과 관련이 있거나 중요 분야를 연구하는 중국 유학생의 비자를 공격적으로 취소하겠다고 밝힌 상태입니다. 오하이오주의 이민법 변호사인 샘 시하브는 "어떤 외...



자료: 언론 보도 취합, 한화투자증권 리서치센터

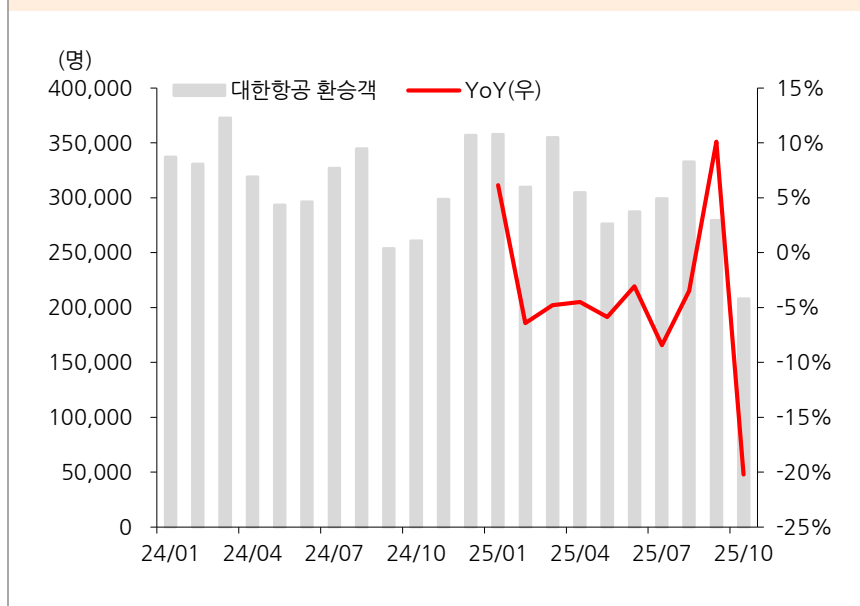


승자의 저주 3Q25 믿었던 미주 노선도 삐끗

[한화리서치센터]

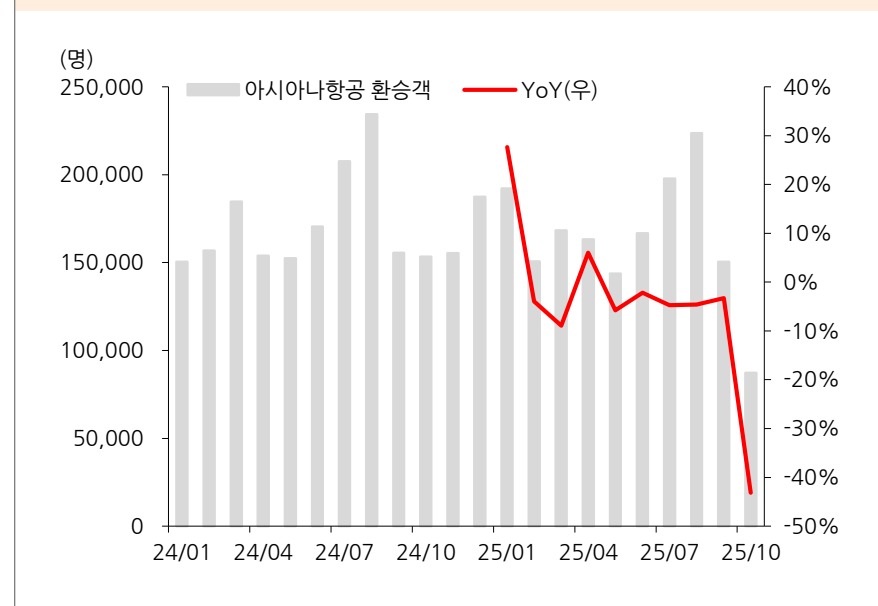
- ❖ 미주 상용 노선 수요에 기여하는 인천 환승 동남아-미주행 노선 실제로 5~8월 전년비 부진 추정
- ❖ 인천국제공항 환승객 수는 5~8월 전년비 감소
- ❖ 美 정부의 反 이민 정책이 미국 거주 아시아인들의 출국 수요 및 신규 유입 수요 모두 억제 추정
- ❖ 한편 10월의 경우 전년비 급감 확인
 - 1) 10월 국내 황금 연휴에 따른 직항 수요 올라감에 따라 환승객 수 자연 감소
 - 2) 유나이티드 항공의 아시아권 신규 노선 유지(10월부터 본격 확대)에 따른 일부 환승 수요 이탈
- ❖ 2)의 경우 향후 미주행 환승 운임 하락 및 수요 감소로 연결 될 가능성 有

대한항공 월별 수송 환승객 추이



자료: 인천국제공항공사, 한화투자증권 리서치센터

아시아나항공 월별 수송 환승객 추이



자료: 인천국제공항공사, 한화투자증권 리서치센터

2026년 1월 25일 일요일 호치민시티-로스앤젤레스 편도 항공권 여정 및 가격

대한항공	SGN-ICN	KE480	A321-neo	08:00-15:00	5시간 0분	유나이티드항공	SGN-HKG	UA153	B787-9	1시간 50분	
	환승 시간				4시간 40분		환승 시간				
	ICN-LAX	KE011	B747-8i	19:40-13:40	11시간 0분		HKG-LAX	UA153	B787-9		
	SGN-LAX			08:00-13:40	20시간 40분		SGN-LAX		06:00-08:05		
					\$531.73					17시간 5분	\$451
대한항공	SGN-ICN	KE476	B777-300ER	23:50-06:45(+d1)	4시간 55분	유나이티드항공	SGN-HKG	UA153	B787-9	06:00-09:35	2시간 35분
	환승 시간				7시간 45분		환승 시간				13시간 10분
	ICN-LAX	KE017	B747-8i	14:30-08:30	11시간 0분		HKG-LAX	UA821	B787-9	22:45-19:25	12시간 40분
	SGN-LAX			23:50-08:30(+d1)	23시간 40분		SGN-LAX		06:00-19:25		28시간 25분
					\$531.73						
대한항공	SGN-ICN	KE476	B777-300ER	23:50-06:45(+d1)	4시간 55분	유나이티드항공	SGN-HND	UA7974(ANA)	B787-10	23:05-07:00(+d1)	5시간 55분
	환승 시간				12시간 55분		환승 시간				12시간 40분
	ICN-LAX	KE011	B747-8i	19:40-13:40	11시간 0분		HND-LAX	UA38	B787-10	19:40-12:40	10시간 0분
	SGN-LAX			23:50-13:40(+d1)	28시간 50분		SGN-LAX		23:05-12:40		28시간 35분
					\$531.73						
대한항공	SGN-ICN	KE472	A321-neo	14:05-21:15	5시간 10분	유나이티드항공	SGN-HND	UA7974(ANA)	B787-10	23:05-07:00(+d1)	5시간 55분
	환승 시간				17시간 15분		환승 시간				14시간 5분
	ICN-LAX	KE017	B747-8i	14:30(+d1)-08:30	11시간 0분		HND-LAX	UA7928(ANA)	B787-9	21:05-14:05	10시간 0분
	SGN-LAX			14:05-08:30(+d1)	33시간 25분		SGN-LAX		23:05-14:05(+d1)		30시간 0분
					\$531.73						
대한항공	SGN-ICN	KE472	A321-neo	14:05-21:15	5시간 10분	유나이티드항공	SGN-HND	UA7974(ANA)	B787-10	23:05-07:00(+d1)	5시간 55분
	환승 시간				22시간 25분		환승 시간				17시간 50분
	ICN-LAX	KE011	B747-8i	19:40(+d1)-13:40	11시간 0분		HND-LAX	UA7982(ANA)	B787-9	00:50(+d2)-17:50(+d1)	10시간 0분
	SGN-LAX			14:05-13:40(+d1)	38시간 35분		SGN-LAX		23:05-17:50(+d1)		33시간 45분
					\$531.73						
대한항공	SGN-ICN	KE480	A330-300	08:00-15:00	5시간 0분	유나이티드항공	SGN-NRT	UA7904(Air Japan)	B787-8	07:30-15:10	5시간 40분
	환승 시간				23시간 30분		환승 시간				2시간 20분
	ICN-LAX	KE017	B747-8i	14:30(+d1)-08:30	11시간 0분		NRT-LAX	UA33	B787-9	17:30-10:30	10시간 0분
	SGN-LAX			08:00-08:30(+d1)	39시간 30분		SGN-LAX		07:30-10:30		18시간 0분
					\$531.73						
아시아나항공	SGN-ICN	OZ732	A321-neo	12:10-19:20	5시간 10분	아시아나항공	SGN-ICN	OZ736	A321-neo	00:10-06:55	4시간 45분
	환승 시간				1시간 20분		환승 시간				13시간 45분
	ICN-LAX	OZ204	A380-800	20:40-14:50	11시간 10분		ICN-LAX	OZ204	A380-800	20:40-14:50	11시간 10분
	SGN-LAX			12:10-14:50	17시간 40분		SGN-LAX		00:10-14:50		29시간 40분
					\$896.22						
아시아나항공	SGN-ICN	OZ736	A321-neo	00:10-06:55	4시간 45분	아시아나항공	SGN-ICN	OZ732	A321-neo	12:10-19:20	5시간 10분
	환승 시간				5시간 45분		환승 시간				17시간 20분
	ICN-LAX	OZ202	A380-800	12:40-06:50	11시간 10분		ICN-LAX	OZ202	A380-800	12:40(+d1)-06:50	11시간 10분
	SGN-LAX			00:10-06:50	21시간 40분		SGN-LAX		12:10-06:50(+d1)		33시간 40분
					\$856.14						

자료: 대한항공, 아시아나항공, 유나이티드항공, 한화투자증권 리서치센터



승자의 저주 3Q25 믿었던 미주 노선도 삐끗

[한화리서치센터]

- ❖ 일부 수요 억제 요인 발생 및 외항사 신규 공급 확대에 따라 미주 노선 운임 하락 압박 有
- ❖ 대한항공-아시아나항공 합병에 따라 주요 미주 노선에 대한 공정위 운임 제재(19년 대비 물가상승률 범위 내 인상) 여파도 미주 노선 운임 형성에 다소 부정적인 영향
- ❖ 이는 비단 3분기만의 문제가 아닌, 단기적 지속 불가피
ex) 26년 설 연휴 미주행 대한항공 직항 노선 가격 level ↓
- ❖ 공정위 운임 제재 해제를 위해서는 OAL의 신규 공급 확장이 필요. OAL 공급 확대시 시장 원리에 따른 가격 조정 불가피

합병시 경쟁 제한성이 있는 국제선 여객 노선			
구분	중복노선 개수	경쟁 제한성 노선 개수	경쟁 제한성 있는 노선명
미주	5	5	서울~ 뉴욕/로스앤젤레스/시애틀/ 샌프란시스코/호놀룰루
유럽	6	6	서울~ 바르셀로나/프랑크푸르트/런던/파리/로마/이스탄불
중국	18	5	서울~ 장자제/시안/선전. 부산~ 청다오/베이징
일본	12	1	부산~ 나고야
동남아	19	6	서울~ 프놈펜/팔라우/푸켓/자카르타. 부산~ 세부/다낭
기타	5	3	서울~ 시드니/광. 부산~ 광
합계	65	26	-

자료: 공정거래위원회, 한화투자증권 리서치센터

26년 설 연휴 기간 대한항공의 로스앤젤레스/뉴욕 왕복 항공권 가격							
오는 날 LAX - ICN							
가는날 ICN - LAX	02월 16일 (월)	02월 17일 (화)	02월 18일 (수)	02월 19일 (목)	02월 20일 (금)	02월 21일 (토)	02월 22일 (일)
02월 10일 (화)	1,092,300원	1,267,300원	1,267,300원	1,342,300원	1,417,300원	1,417,300원	1,267,300원
02월 11일 (수)	1,267,300원	1,442,300원	1,442,300원	1,517,300원	1,592,300원	1,592,300원	1,442,300원
02월 12일 (목)	1,642,300원	1,642,300원	1,642,300원	1,717,300원	1,792,300원	1,792,300원	1,642,300원
02월 13일 (금)	1,725,600원	1,725,600원	1,725,600원	1,800,600원	1,875,600원	1,875,600원	1,725,600원
02월 14일 (토)	1,717,300원	1,717,300원	1,717,300원	1,792,300원	1,867,300원	1,867,300원	1,717,300원
02월 15일 (일)	1,717,300원	1,717,300원	1,717,300원	1,792,300원	1,867,300원	1,867,300원	1,717,300원
02월 16일 (월)	1,792,300원	1,642,300원	1,642,300원	1,717,300원	1,792,300원	1,792,300원	1,642,300원
오는 날 JFK - ICN							
가는 날 ICN - JFK	02월 16일 (월)	02월 17일 (화)	02월 18일 (수)	02월 19일 (목)	02월 20일 (금)	02월 21일 (토)	02월 22일 (일)
02월 10일 (화)	1,131,300원	1,131,300원	1,131,300원	1,206,300원	1,206,300원	1,606,300원	1,206,300원
02월 11일 (수)	1,206,300원	1,206,300원	1,206,300원	1,281,300원	1,281,300원	1,681,300원	1,281,300원
02월 12일 (목)	1,331,300원	1,331,300원	1,331,300원	1,406,300원	1,406,300원	1,806,300원	1,406,300원
02월 13일 (금)	1,331,300원	1,331,300원	1,331,300원	1,406,300원	1,406,300원	1,806,300원	1,406,300원
02월 14일 (토)	1,331,300원	1,331,300원	1,331,300원	1,406,300원	1,406,300원	1,806,300원	1,406,300원
02월 15일 (일)	1,331,300원	1,331,300원	1,331,300원	1,406,300원	1,406,300원	1,806,300원	1,406,300원
02월 16일 (월)	5,100,300원	1,331,300원	1,331,300원	1,406,300원	1,406,300원	1,806,300원	1,406,300원

자료: 대한항공, 한화투자증권 리서치센터

26년 설 연휴 기간 로스앤젤레스 및 뉴욕 왕복 항공권 가격 비교: 대한항공 vs 에어프레미아

대한항공							
가는 날 ICN - LAX	오는 날 LAX - ICN						
	02월 16일 (월)	02월 17일 (화)	02월 18일 (수)	02월 19일 (목)	02월 20일 (금)	02월 21일 (토)	02월 22일 (일)
02월 10일 (화)	1,092,300원	1,267,300원	1,267,300원	1,342,300원	1,417,300원	1,417,300원	1,267,300원
02월 11일 (수)	1,267,300원	1,442,300원	1,442,300원	1,517,300원	1,592,300원	1,592,300원	1,442,300원
02월 12일 (목)	1,642,300원	1,642,300원	1,642,300원	1,717,300원	1,792,300원	1,792,300원	1,642,300원
02월 13일 (금)	1,725,600원	1,725,600원	1,725,600원	1,800,600원	1,875,600원	1,875,600원	1,725,600원
02월 14일 (토)	1,717,300원	1,717,300원	1,717,300원	1,792,300원	1,867,300원	1,867,300원	1,717,300원
02월 15일 (일)	1,717,300원	1,717,300원	1,717,300원	1,792,300원	1,867,300원	1,867,300원	1,717,300원
02월 16일 (월)	1,792,300원	1,642,300원	1,642,300원	1,717,300원	1,792,300원	1,792,300원	1,642,300원
가는 날 ICN - JFK	오는 날 JFK - ICN						
	02월 16일 (월)	02월 17일 (화)	02월 18일 (수)	02월 19일 (목)	02월 20일 (금)	02월 21일 (토)	02월 22일 (일)
02월 10일 (화)	1,131,300원	1,131,300원	1,131,300원	1,206,300원	1,206,300원	1,606,300원	1,206,300원
02월 11일 (수)	1,206,300원	1,206,300원	1,206,300원	1,281,300원	1,281,300원	1,681,300원	1,281,300원
02월 12일 (목)	1,331,300원	1,331,300원	1,331,300원	1,406,300원	1,406,300원	1,806,300원	1,406,300원
02월 13일 (금)	1,331,300원	1,331,300원	1,331,300원	1,406,300원	1,406,300원	1,806,300원	1,406,300원
02월 14일 (토)	1,331,300원	1,331,300원	1,331,300원	1,406,300원	1,406,300원	1,806,300원	1,406,300원
02월 15일 (일)	1,331,300원	1,331,300원	1,331,300원	1,406,300원	1,406,300원	1,806,300원	1,406,300원
02월 16일 (월)	5,100,300원	1,331,300원	1,331,300원	1,406,300원	1,406,300원	1,806,300원	1,406,300원
에어프레미아							
가는 날 ICN - LAX	오는 날 LAX - ICN						
	02.16 (월)	02.17 (화)	02.18 (수)	02.19 (목)	02.20 (금)	02.21 (토)	02.22 (일)
02.10 (화)	850,400원	895,400원	970,400원	1,120,400원	1,255,400원	1,455,400원	970,400원
02.11 (수)	850,400원	895,400원	970,400원	1,120,400원	1,255,400원	1,455,400원	970,400원
02.12 (목)	970,400원	1,015,400원	1,090,400원	1,240,400원	1,375,400원	1,575,400원	1,090,400원
02.13 (금)	1,255,400원	1,300,400원	1,375,400원	1,525,400원	1,660,400원	1,860,400원	1,375,400원
02.14 (토)	1,255,400원	1,300,400원	1,375,400원	1,525,400원	1,660,400원	1,860,400원	1,375,400원
02.15 (일)	895,400원	940,400원	1,015,400원	1,165,400원	1,300,400원	1,500,400원	1,015,400원
02.16 (월)	895,400원	940,400원	1,015,400원	1,165,400원	1,300,400원	1,500,400원	1,015,400원
가는 날 ICN - EWR	오는 날 EWR-ICN						
	02.16 (월)	02.17 (화)	02.18 (수)	02.19 (목)	02.20 (금)	02.21 (토)	02.22 (일)
02.10 (화)	985,000원	985,000원	985,000원	1,040,000원	1,125,000원	1,450,000원	985,000원
02.11 (수)	1,040,000원	1,040,000원	1,040,000원	1,095,000원	1,180,000원	1,505,000원	1,040,000원
02.12 (목)	1,040,000원	1,040,000원	1,040,000원	1,095,000원	1,180,000원	1,505,000원	1,040,000원
02.13 (금)	1,040,000원	1,040,000원	1,040,000원	1,095,000원	1,180,000원	1,505,000원	1,040,000원
02.14 (토)	1,040,000원	1,040,000원	1,040,000원	1,095,000원	1,180,000원	1,505,000원	1,040,000원
02.15 (일)	1,040,000원	1,040,000원	1,040,000원	1,095,000원	1,180,000원	1,505,000원	1,040,000원
02.16 (월)	요금 정보 없음	1,125,000원	1,125,000원	1,180,000원	1,265,000원	1,590,000원	1,125,000원

자료: 대한항공, 에어프레미아, Google Flights, 한화투자증권 리서치센터



항공 (Positive)

승자의 저주는 짧고, 영광은 길다

II

아직 시작조차 못한
영광

결국 구조조정 효과는 확인될 것

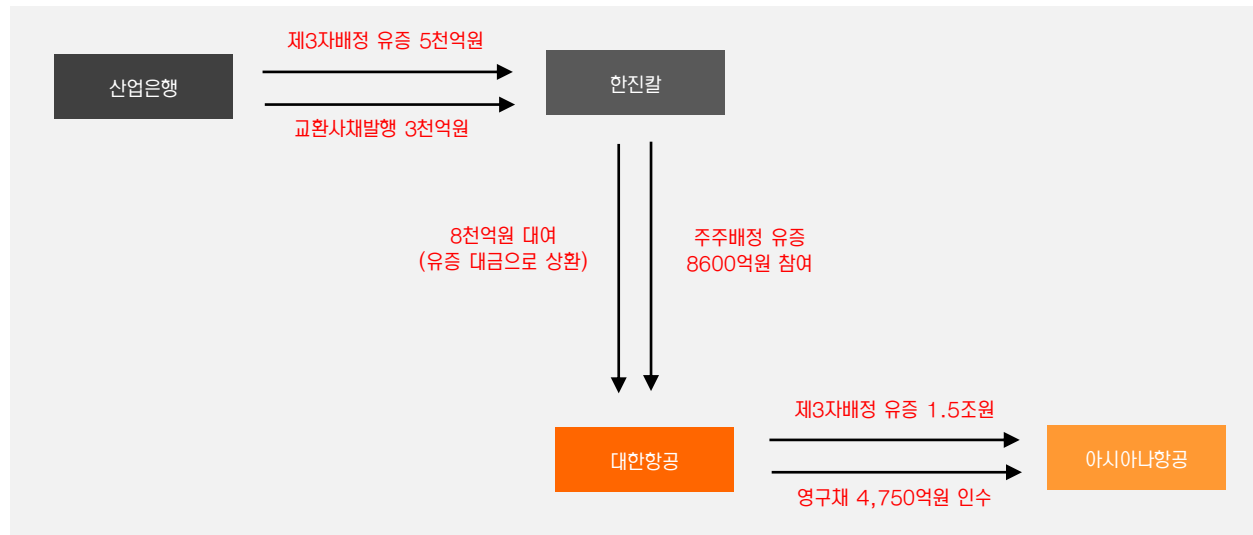


아직 시작조차 못한 영광 양대 국적사 통합

[한화리서치센터]

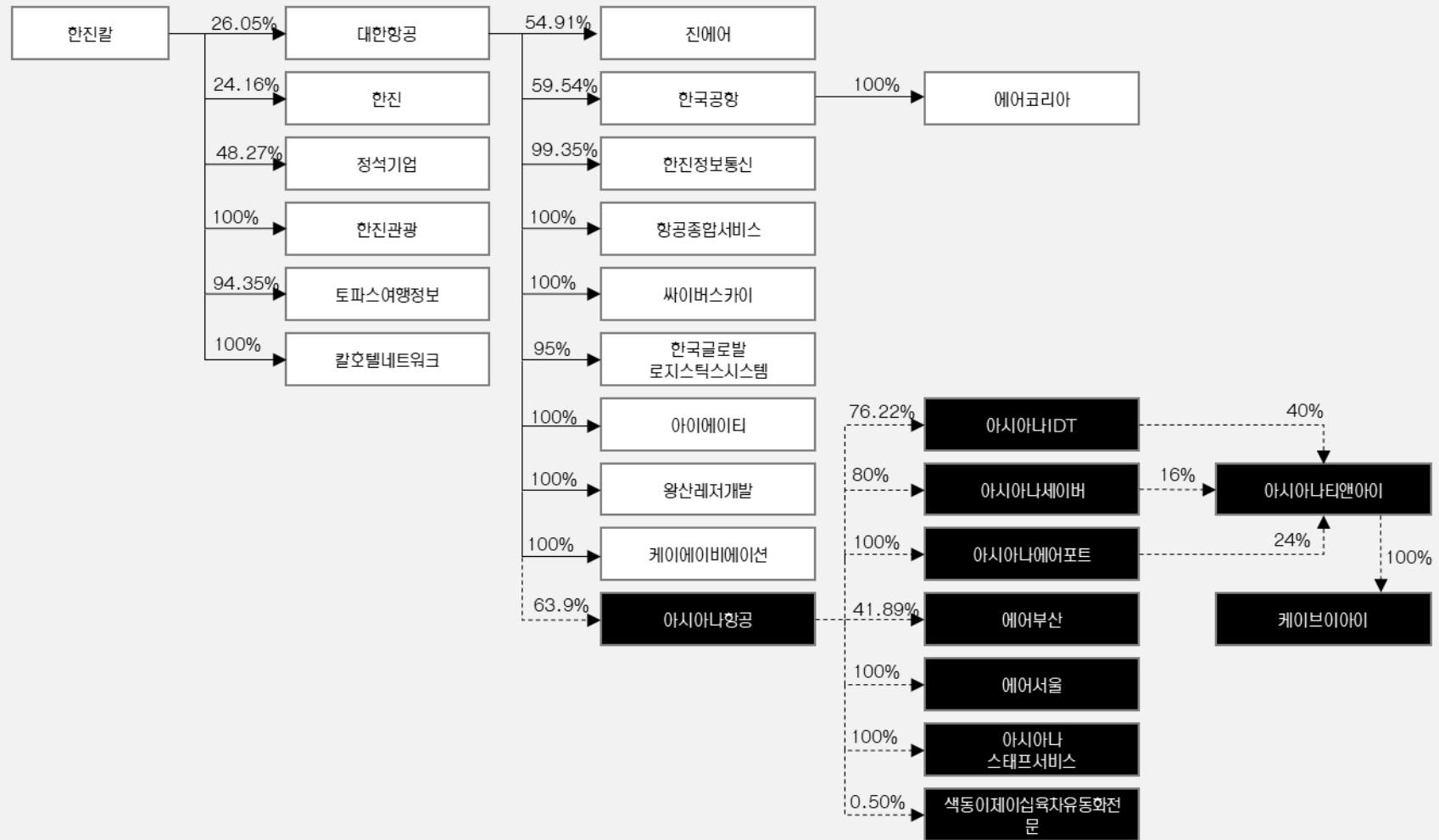
- ❖ 20년 11월 한진칼-산업은행, 항공산업 구조개편 추진 등을 위한 투자합의서 체결
 - 1) 산업은행은 한진칼에 제3자배정 유증을 통해 5천억원 납입, 대한항공 보통주 대상 EB 인수로 3천억원 추가 납입
 - 2) 한진칼은 대한항공에 8천억원 대여 및 21년 3월 주주배정 유증 통해 8600억원 추가 납입
 - 3) 대한항공은 해당 자금을 활용, 아시아나항공 제3자배정 유증 계약금 및 중도금 3천억원, 4천억원 예치
 - 4) 유증 외에도 대한항공은 아시아나항공 발행 영구채 4,750억원 인수
 - 4) 24년 12월 대한항공, 아시아나항공 제3자배정 유증 대금 잔금 8천억원을 아시아나항공에 납입
- ❖ 대한항공은 63.9%의 지분율로 아시아나항공 1대 주주로 등극
→ 브랜드 및 운영 완전 통합 26년 말 목표(대한항공의 아시아나항공 주식 100% 취득)

대한항공의 아시아나항공 인수 구조도



자료: 전자공시시스템, 언론 보도 취합, 한화투자증권 리서치센터

아시아나항공 인수 후 한진그룹 지배구조도



자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터



아직 시작조차 못한 영광 국내 항공 산업 구조조정 필요성

[한화리서치센터]

- ❖ 국내 FSC 및 LCC는 총 11개사
: 대한항공, 아시아나항공, 에어프레미아, 진에어, 제주항공, 티웨이항공, 에어부산, 에어서울, 이스타항공, 파리타항공, 에어로케이
- ❖ G20 국가들과 비교시 국내 항공 시장은 공급 포화 상태
-인구 백만명 당 항공사 비율 평균 0.097pt vs 미국 0.045pt vs 일본 0.073pt vs 한국 0.174pt
-GDP 10억달러 당 항공사 비율 평균 0.003pt vs 미국 0.001pt vs 일본 0.002pt vs 한국 0.005pt
- ❖ 공급 포화가 해결되기 전까지 항공사 실적 부진은 불가피

G20 주요 국가별 GDP, 인구수, 1인당 GDP, 항공사 수 비교											
	GDP (십억달러)	항공사 수	no ALN /GDP		인구수 (백만명)	항공사 수	no ALN /capita		1인당 GDP (천달러)	항공사 수	no ALN /GDP per capita
미국	27,721	15	0.001	인도	1,442	10	0.007	미국	82	15	0.182
중국	17,758	36	0.002	중국	1,409	36	0.026	호주	64	5	0.078
독일	4,527	6	0.001	미국	337	15	0.045	독일	53	6	0.112
일본	4,220	9	0.002	인도네시아	282	11	0.039	캐나다	52	8	0.154
인도	3,568	10	0.003	일본	124	9	0.073	영국	49	11	0.223
영국	3,382	11	0.003	독일	85	6	0.071	한국	36	11	0.310
캐나다	2,142	8	0.004	영국	68	11	0.161	일본	34	9	0.264
한국	1,839	11	0.006	한국	52	11	0.213	중국	13	36	2.856
호주	1,741	5	0.003	캐나다	41	8	0.194	인도네시아	5	11	2.259
인도네시아	1,371	11	0.008	호주	27	5	0.183	인도	2	10	4.041

자료: IMF, 한화투자증권 리서치센터



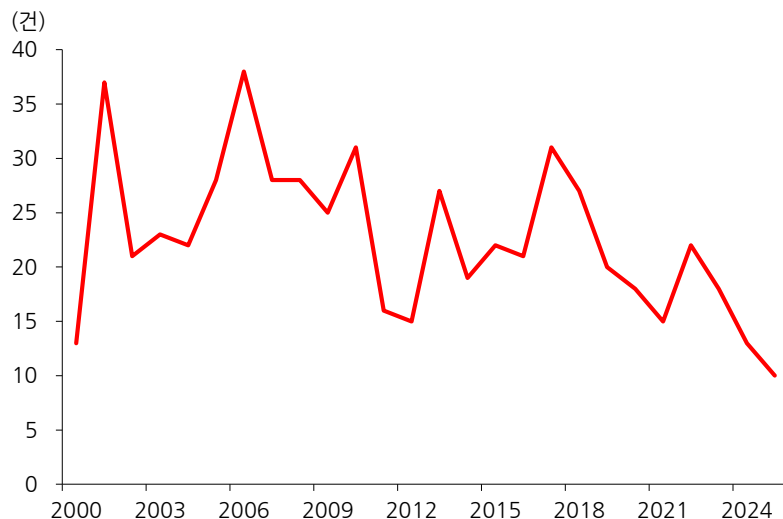


아직 시작조차 못한 영광 국내 항공 산업 구조조정 필요성

[한화리서치센터]

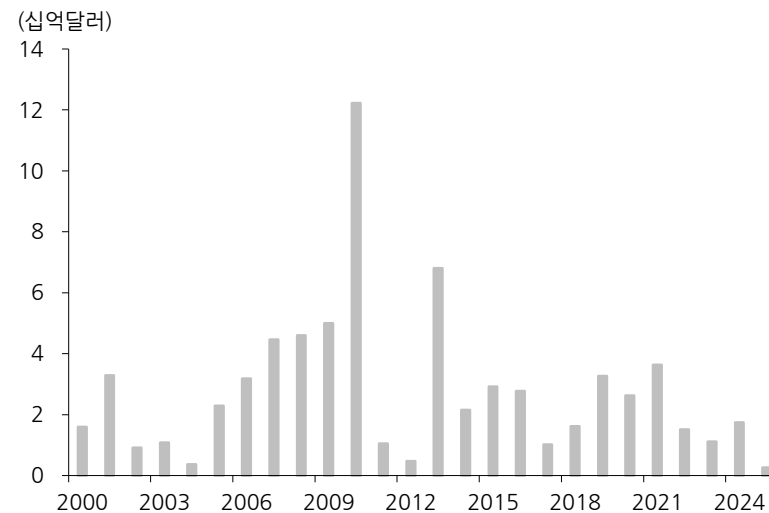
- ❖ 한국을 제외한 지역에서의 항공 업계 합종연횡 이벤트는 활발
- ❖ 2010년대까지 고유가파동/글로벌 금융 위기 등을 거치며 Air France-KLM, Delta Airlines-Northwest Airlines, Lufthansa-Swiss International Airlines, Lufthansa-Austrian Airlines, United Airlines-Continental Airlines, American Airlines-US Airways 등 합병 이벤트
- ❖ 팬데믹 이후에도 Lufthansa의 이탈리아 국영항공사 ITA 인수(지분 41% 확보) 및 유럽 항공 그룹 IAG의 포르투갈 국영 항공사 TAP 인수(진행 중) 등 합종연횡 이벤트 꾸준
- ❖ 우리나라의 경우 대한항공의 아시아나항공 인수 이벤트로 시장 구조조정 기대

항공산업 연간 M&A 딜 추이(건 수)



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

항공산업 연간 M&A 딜 추이(거래 규모)



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

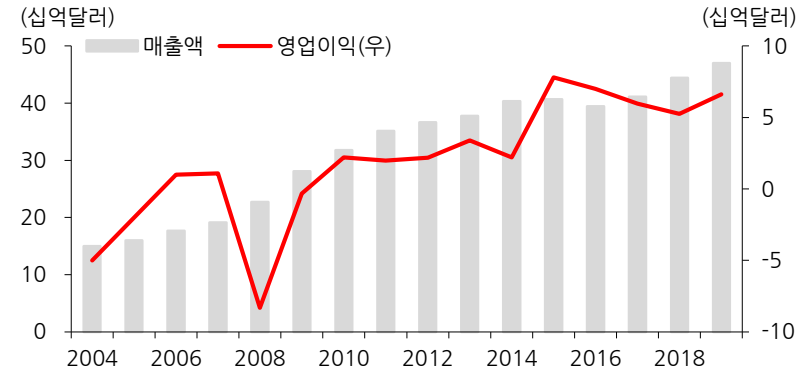


아직 시작조차 못한 영광 국내 항공 산업 구조조정 필요성

[한화리서치센터]

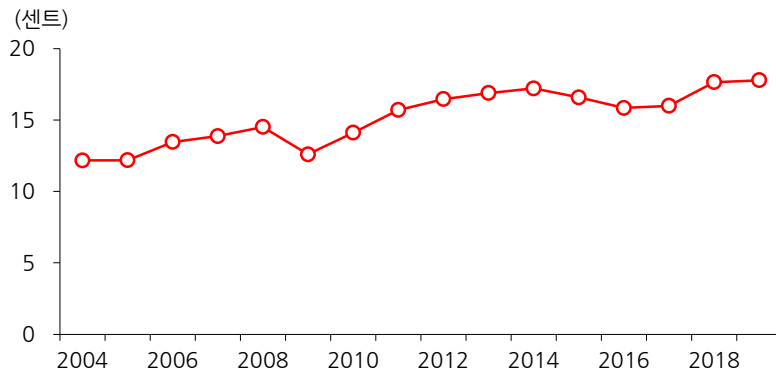
- ❖ Delta Airlines와 Northwest Airlines 2008년 합병
- ❖ 합병 직후 영업권 인식 및 PMI 일회성 비용 지출 & 유가 급등세 속 경기 침체에 따른 항공 여객 수요 부진 → Delta 대규모 적자 -73억달러의 비현금성 영업권 상각 인식
-11억달러의 일회성 PMI 비용 인식(스톡옵션 9.8억달러, 인력 감축 프로그램 1.1억달러, 시설 및 항공기 계약 관련 0.4억달러)
- ❖ 합병 당시 기대 시너지 효과는 매년 20억달러로 추정
-항공기재 운영 효율화 및 항로 다변화 통한 외형 확장 효과
-간접비 효율화
- ❖ 실제로 2011년까지 매년 20억달러 이상의 매출액 상승 기록 및 합병 이전 대비 개선된 영업이익률 기록

Delta Airlines 영업 실적 추이



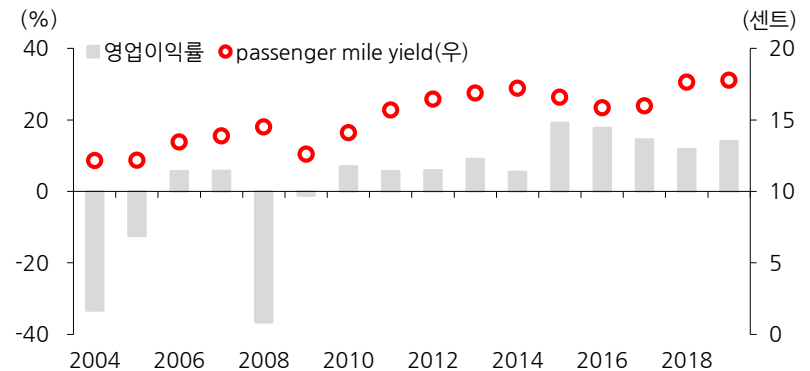
자료: Delta Airlines, 한화투자증권 리서치센터

Delta 여객 운임 추이



자료: Delta Airlines, 한화투자증권 리서치센터

Delta OPM vs Passenger mile yield



자료: Delta Airlines, 한화투자증권 리서치센터

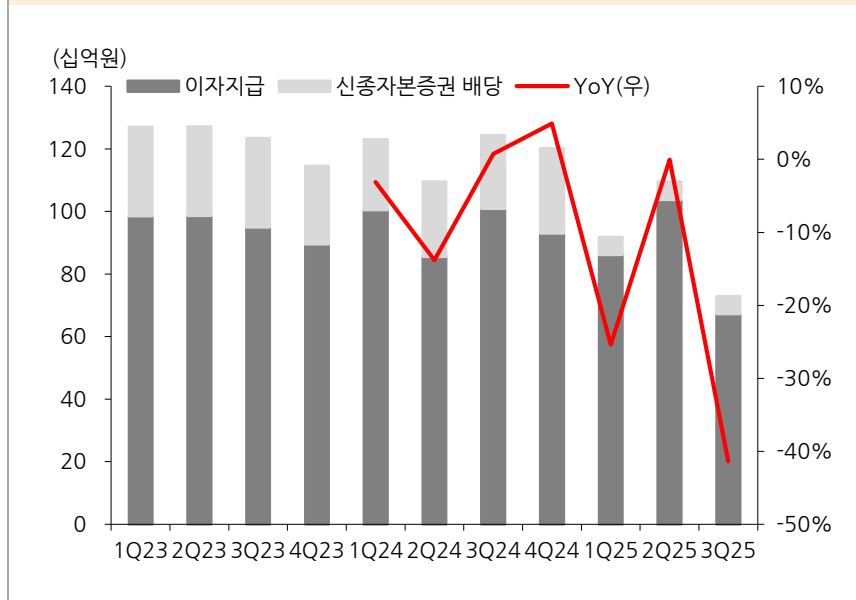


아직 시작조차 못한 영광 보이지 않는 곳부터 좋아지는 중

[한화리서치센터]

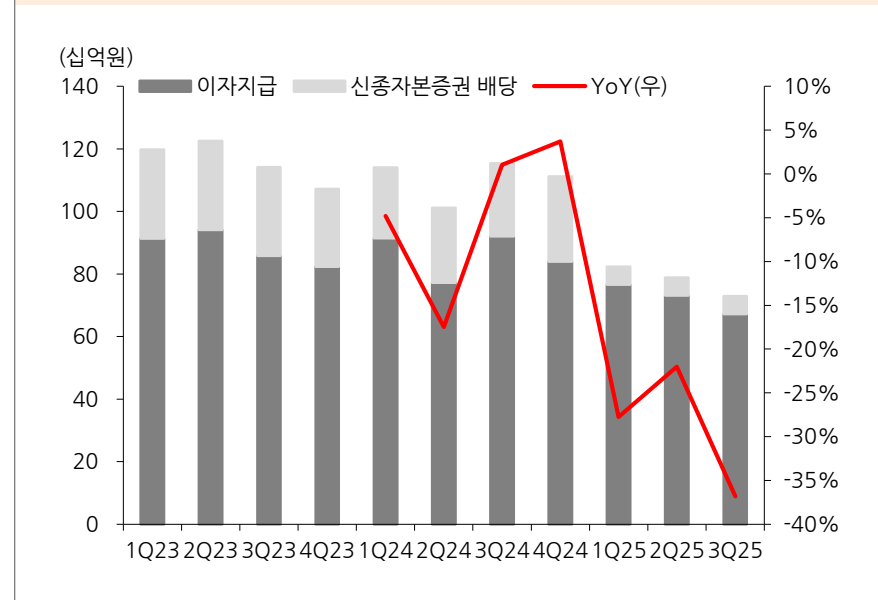
- ❖ 아시아나항공은 대한항공으로부터 납입 받은 유증 대금을 활용, 고금리 영구채 및 차입금 우선 상환
- ❖ 대한항공 보유 영구채의 경우 낮은 금리의 신규 영구채로 차환
- ❖ 이자 비용 및 영구채 배당금 등 이자 부담 급격히 완화
- ❖ 23년 분기 지급 수준 대비 -40% 안팎 감소
 - : 아시아나 연결 기준, 1Q23 1,271억원 → 3Q25 730억원 (▼ 43%)
 - : 아시아나 별도 기준, 1Q23 1,198억원 → 3Q25 729억원 (▼ 39%)
- ❖ 추후 모회사(대한항공)의 신용도를 활용한 리스부채 이자율 완화까지도 기대

아시아나항공 연결 기준 분기 이자부담 추이



자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

아시아나항공 별도 기준 분기 이자부담 추이



자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

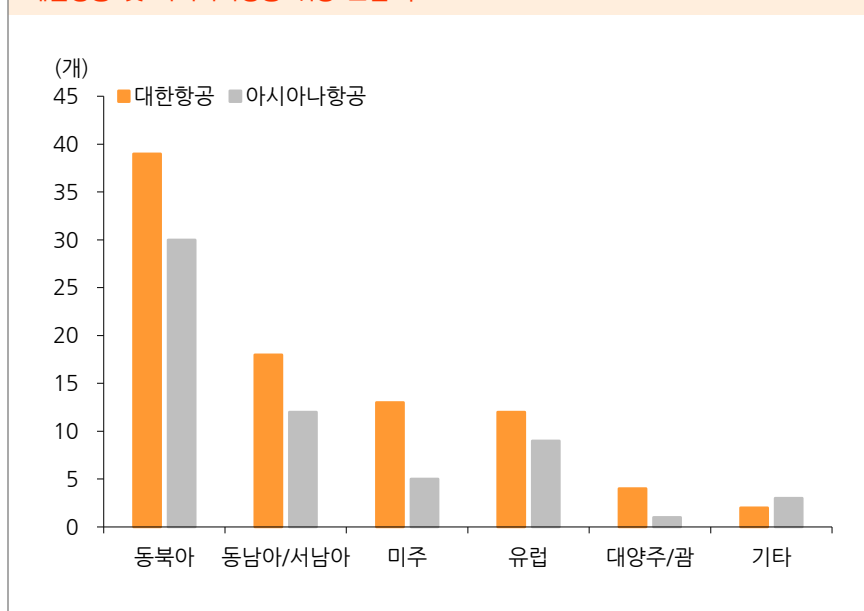


아직 시작조차 못한 영광 보이지 않는 곳부터 좋아질 것

[한화리서치센터]

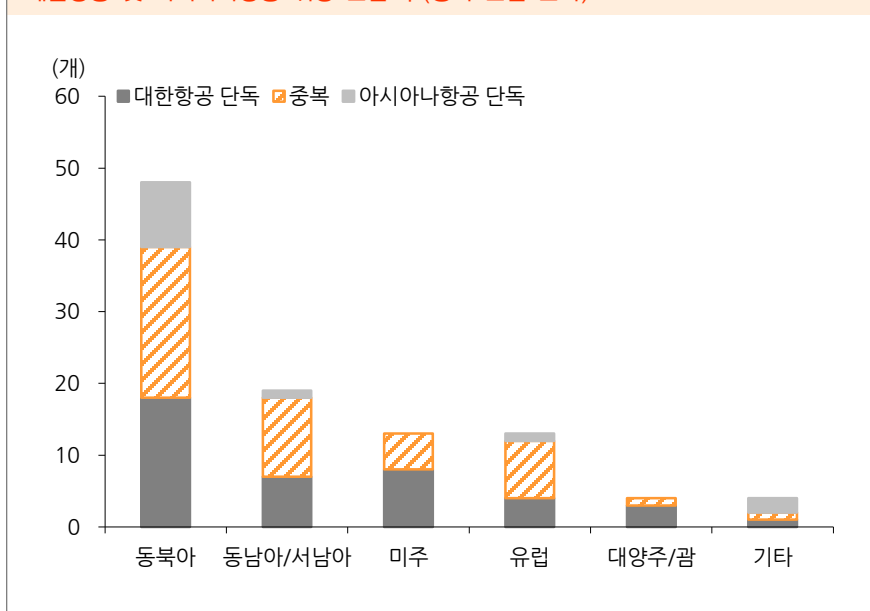
- ❖ 대한항공 및 아시아나항공의 중복 노선은 총 47개
: 동북아 21, 동남아/서남아 11, 미주 5, 유럽 8, 대양주/괌 1, 기타 1
- ❖ 대한항공의 취항 노선이 아시아나항공 대비 대부분 지역에서 多
- ❖ FSC의 주력 노선인 장거리 특히 미주 노선의 경우 아시아나항공 취항 5개 노선 모두 중복 노선
- ❖ 특히 미주 노선의 경우 뉴욕/LA/샌프란시스코/시애틀/하와이 5개 중복 노선 모두에서 양사 간 출발 시간대 겹침 확인
- ❖ 26년말부터 OZ→KE로 편명 변경 이후 효율적인 L/F 관리 등을 위한 시간대 조정 예상
→ 장거리 노선의 슬롯 다수 확보시 환승객의 연결성 증대 가능 → 아태지역 환승 여객 시장에서의 경쟁력 제고 전망

대한항공 및 아시아나항공 취항 노선 수



자료: 대한항공, 아시아나항공, 한화투자증권 리서치센터

대한항공 및 아시아나항공 취항 노선 수(중복 노선 표기)



자료: 대한항공, 아시아나항공, 한화투자증권 리서치센터



대한항공 및 아시아나항공의 미주 노선 스케줄(중복 노선 중 출발 시간 2시간 미만 차이나는 노선은 음영 표시)

취항지	편명	항공사	공동운항	출/도착	운항 요일	소요 시간	운항 기종
뉴욕 / 존 F. 케네디	KE081	KE	-	10:00-10:00	월/화/수/목/금/토/일	14시간 0분	A380-800
뉴욕 / 존 F. 케네디	KE085	KE	-	19:30-19:30	월/화/수/목/금/토/일	14시간 0분	B777-300ER
뉴욕 / 존 F. 케네디	OZ222	OZ	-	09:00-09:00	월/화/수/목/금/토/일	14시간 0분	A350-900
델러스 / 포트워스	KE031	KE	-	10:20-08:00	월/화/수/목/금/토/일	12시간 40분	B787-9
델러스 / 포트워스	KE5031	KE	아메리칸항공	19:15-17:05	월/화/수/목/금/토/일	12시간 40분	B777-200ER
라스베이거스 / 해리 리드	KE005	KE	-	21:00-15:10	월/화/수/목/금/토/일	11시간 10분	B777-300ER
로스앤젤레스	KE017	KE	-	14:30-08:30	월/화/수/목/금/토/일	11시간 0분	B747-8i
로스앤젤레스	KE011	KE	-	19:40-13:40	월/화/수/목/금/토/일	11시간 0분	B747-8i
로스앤젤레스	OZ202	OZ	-	12:40-06:50	월/화/수/목/금/토/일	11시간 10분	-
로스앤젤레스	OZ204	OZ	-	20:40-14:50	월/화/수/목/금/토/일	11시간 10분	A380-800
밴쿠버	KE071	KE	-	18:30-11:15	월/화/수/목/금/토/일	9시간 45분	B787-10
밴쿠버	KE075	KE	-	22:55-15:40	월/수/금/토	9시간 45분	B787-10
보스턴	KE091	KE	-	09:10-08:40	월/화/수/목/금/토/일	13시간 30분	B777-300ER
샌프란시스코	KE023	KE	-	16:00-09:30	월/화/수/목/금/토/일	10시간 30분	B787-10
샌프란시스코	OZ212	OZ	-	20:50-14:00	월/수/목/금/토	10시간 10분	A350-900
샌프란시스코	OZ6614	OZ	유나이티드항공	18:00-11:35	월/화/수/목/금/토/일	10시간 35분	B787-9
샌프란시스코	OZ6620	OZ	유나이티드항공	12:45-06:30	월/화/수/목/금/토/일	10시간 45분	B787-9
시애틀 / 타코마	KE041	KE	-	16:10-09:00	월/화/수/목/금/토/일	9시간 50분	B787-9
시애틀 / 타코마	KE5019	KE	델타항공	20:05-13:20	월/화/수/목/금/토/일	10시간 15분	A350-900
시애틀 / 타코마	OZ272	OZ	-	21:00-13:55	월/화/목/토/일	9시간 55분	B777-200ER
시카고 / 오헤어	KE037	KE	-	10:40-08:30	월/화/수/목/금/토/일	12시간 50분	B777-300ER
애틀랜타 / 허츠폴드잭슨	KE035	KE	-	09:45-09:05	월/화/수/목/금/토/일	13시간 20분	B777-300ER
애틀랜타 / 허츠폴드잭슨	KE5039	KE	델타항공	18:00-17:35	월/화/수/목/금/토/일	13시간 35분	A350-900
애틀랜타 / 허츠폴드잭슨	KE5035	KE	델타항공	19:25-19:00	월/화/수/목/금/토/일	13시간 35분	A350-900
워싱턴 / 덜레스	KE093	KE	-	10:15-09:50	월/화/수/목/금/토/일	13시간 35분	B777-300ER
토론토 / 피어슨	KE077	KE	-	10:05-09:05	월/화/수/목/금/토/일	13시간 0분	B777-300ER
호놀룰루(하와이)	KE053	KE	-	20:35-09:45	월/화/수/목/금/토/일	8시간 10분	B787-10
호놀룰루(하와이)	OZ232	OZ	-	20:20-09:30	월/수/금/토/일	8시간 10분	B777-200ER

자료: 대한항공, 아시아나항공, 한화투자증권 리서치센터



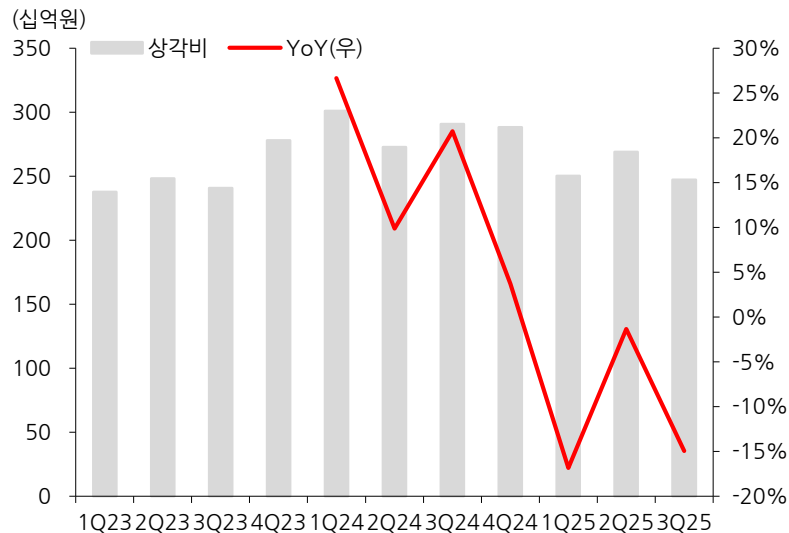


아직 시작조차 못한 영광 보이지 않는 곳부터 좋아질 것

[한화리서치센터]

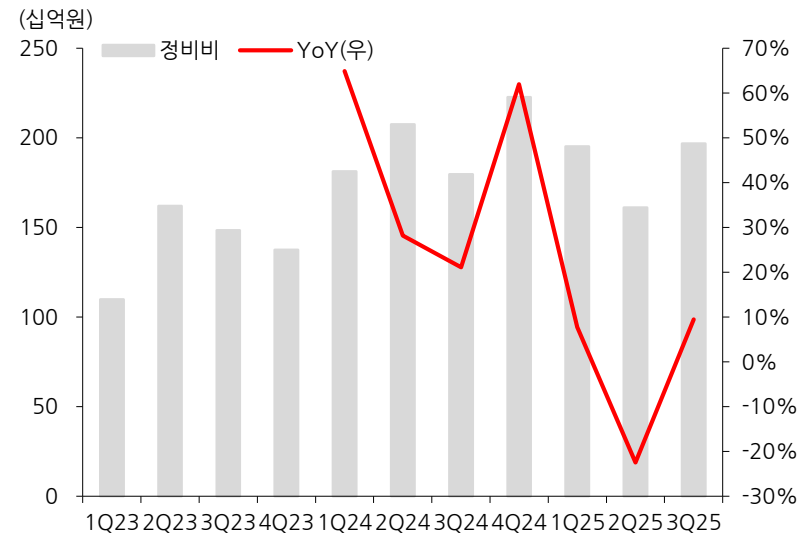
- ❖ 항공 사업의 대부분의 비용은 외부에서 조달해오는 비용
→ 즉 계약 규모가 커질수록 단위 비용 절감 가능
- ❖ 대표적인 적용 사례는 항공기 리스
→ 대한항공을 통해 5개사(대한항공/아시아나항공/진에어/에어부산/에어서울) 통합 리스 계약 체결시 계약 단가 절감
→ 상각비 및 리스이자비용 등 고정성 비용 절감 효과 기대
- ❖ 대한항공은 정비 역량을 보유, 27년에는 운북지구에 대규모 정비 공장 완공
→ 5개사 정비의 내재화시 최근 나타나는 글로벌 정비비 상승 트렌드로부터 상대적으로 자유로울 수 있음

아시아나항공 연결 기준 분기 상각비 추이



자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

아시아나항공 연결 기준 분기 정비비 추이



자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

대한항공 그룹사 기단 보유 현황 (단위: 대)									
대한항공	중대형기	B747-8i	5	아시아나항공	B767	1			
		B777	34		A330	14			
		B787-9	14		B777-200	9			
		B787-10	10		A350	15			
		A380	6		A380	6			
		A350	2		소계	45			
		A330	19		A320/321	11			
		소계	90		A321NEO	13			
	소형기	B737-800/900	17		소계	24			
		B737-8	6		여객기 계	69			
		A321NEO	17		화물기	B747F	2		
		A220	10		화물기 계	2			
		소계	50		총계	72			
		여객기 계			140	에어부산	소형기	A320/321	13
		화물기	B747F		4		A321NEO	8	
			B747-8F		7		여객기 계	21	
에어서울	B777F	12	소형기	A321	6				
	화물기 계		23	여객기 계	6				
	총계		163						
	진에어	중대형기	B777-200	4					
소형기		B737-800/900	22						
		B737-8	5						
여객기 계		31							
대한항공 그룹사 보유 항공기 총계			293						

8/26 대한항공 공시 상 도입 예정 항공기 (단위: 대)				항공기 List Price 및 실제 도입 단가 추정 (단위: 백만달러)			
8/26일 공시상 도입 예정 항공기	중대형기	B777-9	20	항공기 모델	List Price (공식/추정)	예상 도입 단가 (50% 할인 가정)	가격 범위 (40~60% 할인)
		B787-10	25				
		소계	45	B777-9	442.2 M	≈ 221 M	177 M ~ 265 M
	소형기	B737-10	50	B787-10	338.4 M	≈ 169 M	135 M ~ 203 M
		소계	50	B737-10	~135 M (추정)	≈ 67.5 M	54 M ~ 81 M
	여객기 계		95	B777-8F	up to 519 M	≈ 259.5 M	208 M ~ 311 M
	화물기		8				
	화물기 계		8				
	총계		103				

자료: 각 사, 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터 추정



항공 (Positive)

승자의 저주는 짧고, 영광은 길다

III

투자전략

결국 구조조정과 시장 효율화

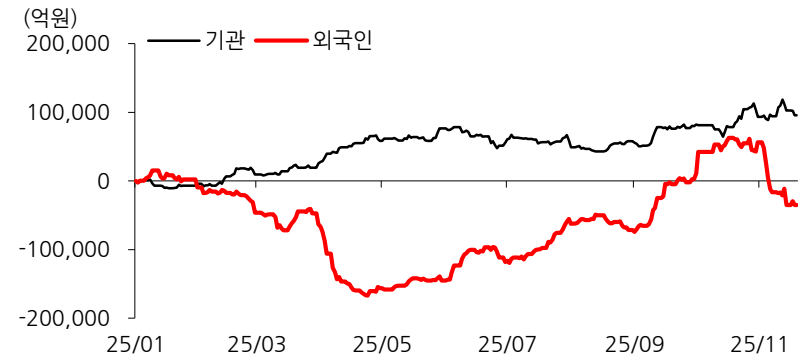


항공 투자전략 이유 없는 수급은 없다

[한화리서치센터]

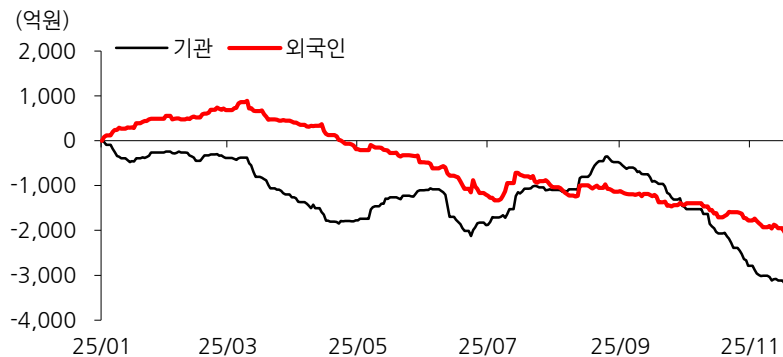
- ❖ 2H24, 통합 FSC 출범에 대한 기대로 대한항공 상대적 매력도 ↑
- ❖ 다만 24년 연말 계엄, 항공기 사고 등으로 여행 수요 일시적 위축되며 투심도 악화
- ❖ 25년에는 견조한 여행 수요 지속 확인됐으나 19년과 같은 공급 과잉 현상 반복되며 수익성 악화
→ 이스타/파리타/에어로케이 등 비교적 신생 항공사 지속 등장
→ 티웨이항공의 신규 대형기재 중단거리 노선 투입
- ❖ 운임의 하향 안정화 압력 커지는 가운데 외항사 공급도 점진적 확대
- ❖ 양대 국적사 합병으로 인한 시너지 효과보다는 공정위 제재 및 마일리지 등 부정적 뉴스 부각
- ❖ **실적 부진 및 모멘텀 부재는 주식 시장 내 섹터 소외로 연결**

코스피 25년 외인 및 기관 수급



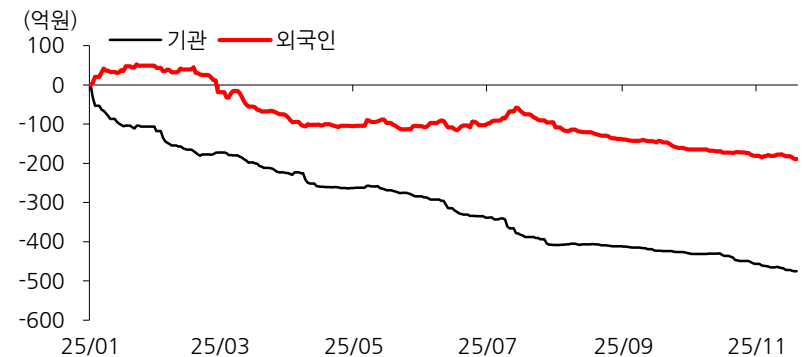
자료: Quanti Wise, 한화투자증권 리서치센터

대한항공 25년 외인 및 기관 수급



자료: Quanti Wise, 한화투자증권 리서치센터

제주항공+진에어 합산 외인 및 기관 수급



자료: Quanti Wise, 한화투자증권 리서치센터



항공 투자전략 시간은 걸리겠지만, 언제나 그랬듯 대한항공

[한화리서치센터]

- ❖ 섹터 정상화를 위해서는 결국 구조조정을 통한 시장 효율화가 필요
- ❖ 공정위 제재 등 시장 효율에 반하는 요인들이 소거되는 시점부터 시장 구조조정 효과 본격 확인되며 산업 리레이팅 가능
: 본격 실적 개선은 27년부터, 기대감 반영은 2H26으로 전망
- ❖ 좋아지는 순서는 대한항공 → 진에어
: 대한항공과 아시아나항공의 완전 통합 이후 통합 LCC 출범 예상
- ❖ Plus Point: 대한항공의 아시아나항공 완전 통합과 관련해 대한항공의 주식 관련 이벤트 기대

대한항공 Valuation				
합병시 적정 EV 산출	2027E EBITDA	적용 EV/EBITDA 멀티플	지분율	지분가치 반영 EV
대한항공 별도	3,969	5.0	100%	19,845
진에어	190	1.5	54.91%	151
아시아나 등	1,957	2.5	63.90%	3,064
합산 EV				23,061
합산순차입금				12,808
신종자본증권				
우선주시가총액				26
보통주시가총액				10,228
유통주식수				368,221
적정주가				27775.755
목표주가				27,000
현재주가				21,400
상승여력				26%

주: 11/21일 종가 기준
자료: 한화투자증권 리서치센터 추정

한진칼 및 대한항공 주요 주주 현황			
한진칼 주요 주주	지분율	대한항공 주요 주주	지분율
조원태 외 10인	31.08%	한진칼 외 23인	30.37%
한국산업은행	10.58%	한진칼	26.13%
조원태	5.78%	한국산업은행	3.32%
조현민	5.73%	정석인하학원	0.70%
김현모	2.27%	정석물류기술재단	0.11%
이명희	1.98%	일우재단	0.05%
호반건설 외 2인	18.46%	국민연금공단	9.01%
호반건설	11.50%		
호반호텔앤리조트	6.81%		
호반	0.15%		
Delta Air Lines	14.90%		
국민연금공단	5.05%		

자료: Quanti Wise, 한화투자증권 리서치센터



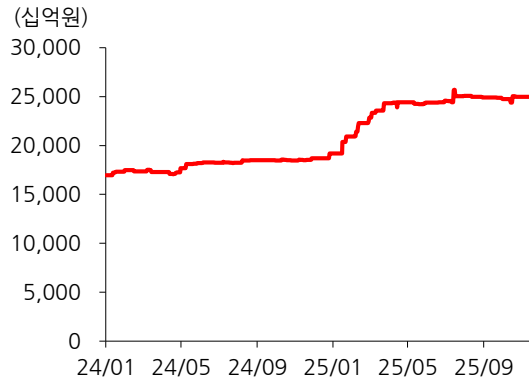


항공 투자전략 시간은 걸리겠지만, 언제나 그랬듯 대한항공

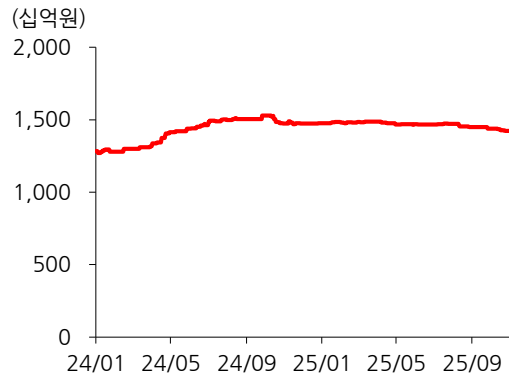
[한화리서치센터]

항공 '25년 컨센서스 추이

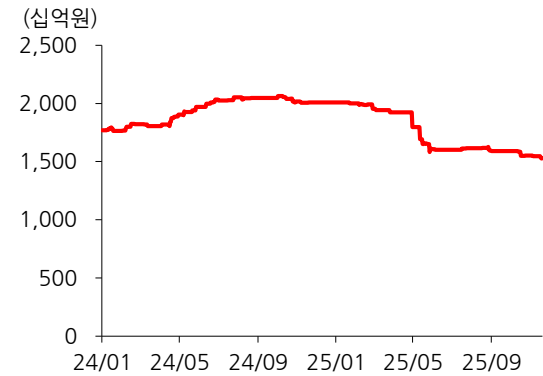
대한항공 매출액 컨센서스 추이



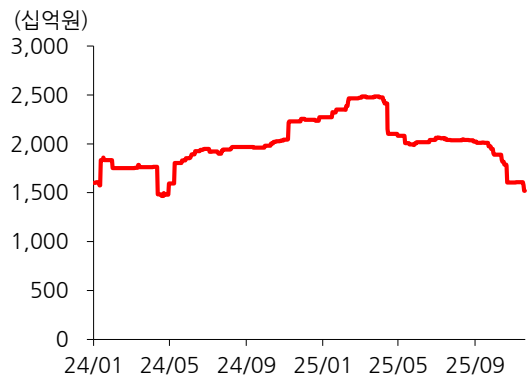
진에어 매출액 컨센서스 추이



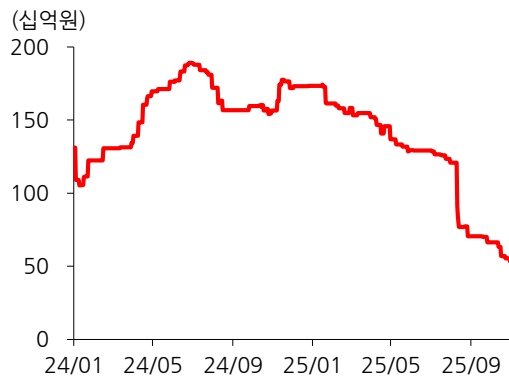
제주항공 매출액 컨센서스 추이



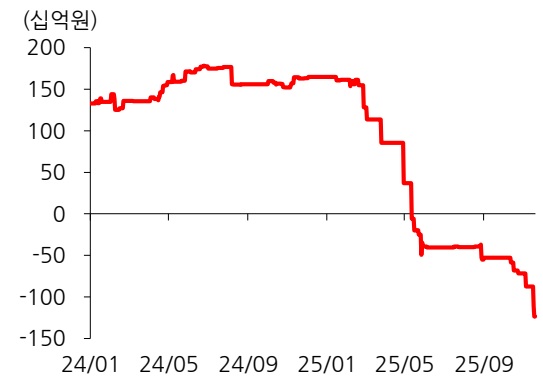
대한항공 영업이익 컨센서스 추이



진에어 영업이익 컨센서스 추이



제주항공 영업이익 컨센서스 추이



주: 11/19일 기준

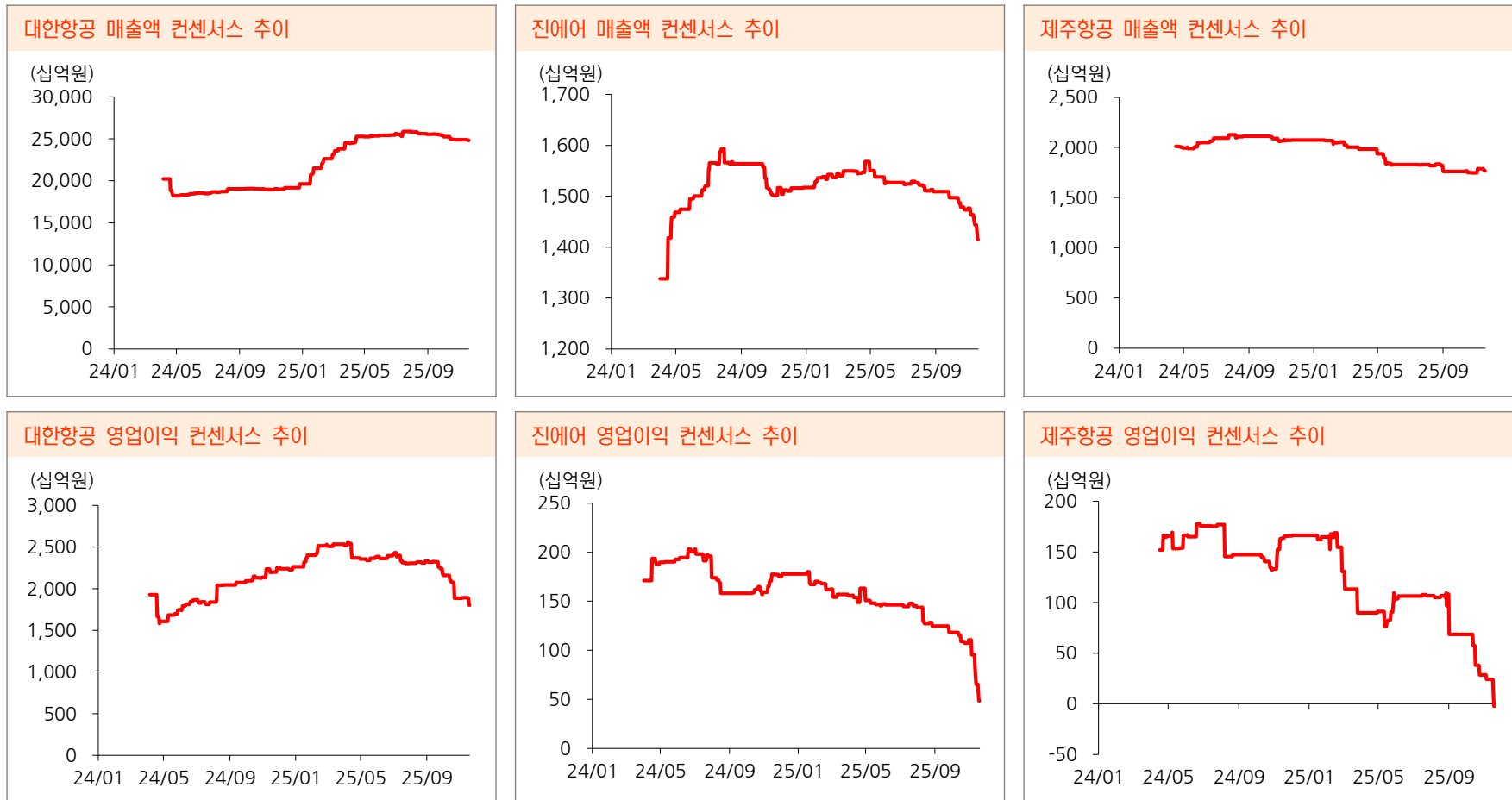
자료: Quanti Wise, 한화투자증권 리서치센터 추정



항공 투자전략 시간은 걸리겠지만, 언제나 그랬듯 대한항공

[한화리서치센터]

항공 '26년 컨센서스 추이



주: 11/19일 기준
자료: Quanti Wise, 한화투자증권 리서치센터 추정



항공 (Positive)

승자의 저주는 짧고, 영광은 길다

IV

기업분석

대한항공 | 진에어 | 제주항공



대한항공 (003490) 쉽게 얻는 달콤한 열매는 없다

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(하향): 27,000원

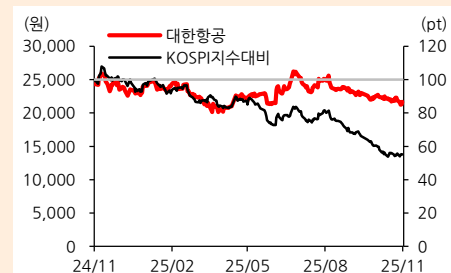
Stock Data

현재 주가(11/21)	21,400원
상승여력	▲ 26.2%
시가총액	78,799억원
발행주식수	368,221천주
52주 최고가/최저가	26,250/20,150원
90일 일평균 거래대금	290.79억원
외국인 지분율	15.1%

주주 구성

한진칼 (외 24인)	30.4%
국민연금공단 (외 1인)	9.0%
대한항공우리사주 (외 1인)	2.3%

Stock Price



이러까지 넘어야 할 장애물이 너무 많다

- 양대 국적사 합병을 통해 공고화될 시장 지배력만 보면 매력적
- 다만 글로벌 항공 시장 경쟁 격화되는 가운데 공정위 제재 등 본격적인 구조조정 효과를 실적으로 확인하기에 장애물이 많은 상황
- 아시아나항공 완전 통합 이후부터 본격적인 시장 구조조정 효과 확인될 전망

업종 내 Top Pick. 투자의견 Buy, 목표주가 2.7만원 하향

- 이전의 글로벌 사례에서 항공사간 합병은 매출 및 비용 양방의 Q의 효과를 확인
- 양대국적사 합병을 통한 매출 및 비용 양방의 Q의 효과를 실적으로 확인하는 시점은 27년으로 전망
- 완전 통합 이후에 대한 기대감을 통한 주가 리레이팅은 2H26으로 전망
- 한편 완전 통합 관련한 주식 관련 이벤트도 기대할 수 있는 포인트
- 업종 내 Top Pick 의견 유지. 실적 추정치 하향 조정에 따라 목표주가는 2.7만원으로 하향

재무정보	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	16,112	17,871	24,763	24,151	24,904
영업이익	1,790	2,110	1,050	892	1,380
EBITDA	3,513	3,906	3,941	4,171	3,996
지배주주순이익	1,061	1,317	651	367	668
EPS	2,879	3,575	1,764	994	1,811
순차입금	4,736	12,566	15,290	15,215	15,481
PER	8.3	6.3	12.1	21.5	11.8
PBR	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	3.9	5.4	5.9	5.5	5.9
배당수익률(%)	3.1	3.3	3.5	3.5	3.5
ROE	11.5	13.2	6.1	3.4	6.0

자료: 한화투자증권 리서치센터



대한항공 (003490) 쉽게 얻는 달콤한 열매는 없다

[한화리서치센터]

대한항공 별도 기준 분기 및 연간 실적 추정												
	2024	2025E	2026E	2027E	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
매출액	16,117	16,135	16,506	17,020	3,956	3,986	4,009	4,185	4,065	4,011	4,251	4,179
국내선	473	446	427	410	99	121	123	104	95	117	117	97
ASK(mn)	2,712	2,729	2,756	2,784	614	712	749	654	620	719	756	661
RPK(mn)	2,356	2,351	2,372	2,395	516	629	637	569	527	640	643	561
L/F(%)	86.9%	86.1%	86.0%	86.0%	84.0%	88.3%	85.0%	87.0%	85.0%	89.0%	85.0%	85.0%
Yield(원/RPK)	201	190	180	171	192	193	192	183	181	183	183	174
국제선	9,306	9,292	9,377	9,610	2,337	2,275	2,299	2,381	2,371	2,258	2,418	2,329
ASK(mn)	88,344	88,900	89,789	91,585	22,174	21,584	22,615	22,527	22,396	21,800	22,841	22,752
RPK(mn)	74,311	75,111	75,648	77,161	18,836	18,354	18,998	18,923	19,036	18,312	19,415	18,884
L/F(%)	84.1%	84.5%	84.3%	84.3%	84.9%	85.0%	84.0%	84.0%	85.0%	84.0%	85.0%	83.0%
Yield(원/RPK)	125	124	124	125	124	124	121	126	125	123	125	123
화물	4,412	4,308	4,355	4,441	1,054	1,055	1,067	1,132	1,024	1,066	1,110	1,154
AFTK(mn)	12,131	11,956	12,075	12,196	2,896	2,944	3,034	3,082	2,925	2,973	3,064	3,112
FTK(mn)	8,845	8,583	8,696	8,783	2,043	2,128	2,162	2,250	2,077	2,141	2,206	2,272
L/F(%)	72.9%	71.8%	72.0%	72.0%	70.5%	72.3%	71.3%	73.0%	71.0%	72.0%	72.0%	73.0%
Yield(원/FTK)	499	502	501	506	516	496	493	503	493	498	503	508
기타	1,926	2,089	2,347	2,559	467	534	521	568	574	570	605	598
영업비용	14,213	14,721	15,372	15,816	3,605	3,587	3,632	3,897	3,847	3,716	3,877	3,931
연료유류비	4,585	4,056	4,014	3,999	1,095	948	1,016	998	1,004	975	1,028	1,006
항공유단가(\$/bbl)	95.4	85.8	88.2	90.0	90.2	81.3	86.5	85.2	88.5	86.8	88.5	88.9
사용량(kbbbl)	31,666	31,834	32,202	32,724	7,881	7,777	8,105	8,070	7,885	7,911	8,255	8,151
상각비	1,613	2,011	2,445	2,765	463	466	521	561	581	601	621	641
정비비	427	614	654	662	180	143	145	145	190	153	155	155
인건비	2,922	3,066	3,497	3,548	721	780	689	876	893	827	848	929
기타	4,667	4,974	4,762	4,842	1,147	1,251	1,261	1,316	1,179	1,159	1,224	1,199
영업이익	1,903	1,414	1,134	1,204	351	399	376	288	218	295	374	248
영업이익률(%)	11.8%	8.8%	6.9%	7.1%	8.9%	10.0%	9.4%	6.9%	5.4%	7.4%	8.8%	5.9%
EBITDA	3,516	3,425	3,580	3,969	813	865	898	850	799	896	995	889
EBITDA마진율(%)	21.8%	21.2%	21.7%	23.3%	20.6%	21.7%	22.4%	20.3%	19.7%	22.3%	23.4%	21.3%

자료: 대한항공, 한화투자증권 리서치센터 추정





대한항공 (003490) 쉽게 얻는 달콤한 열매는 없다

[한화리서치센터]

대한항공 연결 기준 분기 및 연간 실적 추정												
	2024	2025E	2026E	2027E	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
매출액	17,871	24,763	24,151	24,904	6,492	6,211	6,027	6,034	6,109	5,806	6,231	6,006
항공운송	17,629	24,529	23,762	24,336	6,445	6,161	5,963	5,959	6,028	5,713	6,129	5,892
KAL	15,524	15,481	15,679	16,015	3,821	3,824	3,835	4,002	3,873	3,810	4,039	3,957
OZ+PUS+ASV		7,210	6,230	6,366	2,083	1,914	1,701	1,512	1,635	1,475	1,613	1,507
LJ	1,461	1,350	1,353	1,445	418	306	304	322	396	304	351	302
기타	644	487	500	510	124	118	123	123	124	125	125	126
항공우주	593	654	827	1,005	135	162	174	183	192	201	211	222
호텔	183	198	199	200	48	50	49	51	48	50	50	51
기타	231	373	397	397	85	89	99	99	99	99	99	99
연결조정	-765	-990	-1,034	-1,034	-221	-252	-258	-258	-258	-258	-258	-258
영업비용	15,761	23,713	23,259	23,524	6,061	5,841	5,869	5,942	5,914	5,616	5,907	5,822
KAL 별도	14,213	14,721	15,372	15,816	3,605	3,587	3,632	3,897	3,847	3,716	3,877	3,931
OZ 연결		7,489	6,406	6,207	2,019	1,894	1,879	1,697	1,672	1,526	1,652	1,556
LJ 별도	1,295	1,351	1,356	1,376	360	348	327	317	364	342	347	304
기타법인 및 조정	253	151	125	125	77	11	31	31	31	31	31	31
영업이익	2,110	1,050	892	1,380	431	370	158	92	194	191	324	184
영업이익률(%)	11.8%	4.2%	3.7%	5.5%	6.6%	6.0%	2.6%	1.5%	3.2%	3.3%	5.2%	3.1%
EBITDA	3,906	3,941	4,171	3,996	1,152	1,042	886	860	984	1,000	1,154	1,033
EBITDA마진율(%)	21.9%	15.9%	17.3%	16.0%	17.8%	16.8%	14.7%	14.3%	16.1%	17.2%	18.5%	17.2%

자료: 대한항공, 한화투자증권 리서치센터 추정



대한항공 재무제표

[한화리서치센터]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	16,112	17,871	24,763	24,151	24,904
매출총이익	3,261	3,758	4,088	4,943	5,097
영업이익	1,790	2,110	1,050	892	1,380
EBITDA	3,513	3,906	3,941	4,171	3,996
순이자손익	-224	-226	-585	-639	-639
외화관련손익	-38	-394	139	58	21
지분법손익	0	0	8	0	0
세전계속사업손익	1,576	1,836	805	550	1,001
당기순이익	1,129	1,382	537	398	724
지배주주순이익	1,061	1,317	651	367	668
증가율(%)					
매출액	14.3	10.9	38.6	-2.5	3.1
영업이익	-36.8	17.9	-50.2	-15.0	54.7
EBITDA	-21.6	11.2	0.9	5.9	-4.2
순이익	-34.7	22.4	-61.1	-25.9	82.0
이익률(%)					
매출총이익률	20.2	21.0	16.5	20.5	20.5
영업이익률	11.1	11.8	4.2	3.7	5.5
EBITDA이익률	21.8	21.9	15.9	17.3	16.0
세전이익률	9.8	10.3	3.3	2.3	4.0
순이익률	7.0	7.7	2.2	1.6	2.9

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	8,595	11,617	10,916	10,407	9,652
현금성자산	6,238	6,902	7,467	6,941	6,076
매출채권	1,138	1,590	1,386	1,380	1,421
재고자산	854	1,171	1,328	1,322	1,361
비유동자산	21,797	35,395	39,087	39,596	40,775
투자자산	2,798	3,943	4,104	4,247	4,396
유형자산	18,175	28,374	32,011	32,491	33,634
무형자산	824	3,077	2,971	2,858	2,745
자산총계	30,392	47,012	50,002	50,004	50,427
유동부채	9,410	16,973	13,583	12,019	10,565
매입채무	1,814	3,465	2,934	2,920	3,006
유동성이자부채	3,758	7,276	4,504	2,704	904
비유동부채	11,167	19,075	25,195	26,671	28,158
비유동이자부채	7,217	12,193	18,253	19,453	20,653
부채총계	20,577	36,049	38,778	38,690	38,723
자본금	1,847	1,847	1,847	1,847	1,847
자본잉여금	4,145	4,145	4,145	4,145	4,145
이익잉여금	2,592	3,486	3,845	3,935	4,325
자본조정	942	995	942	942	942
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	9,815	10,963	11,224	11,314	11,704





대한항공 재무제표

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금흐름	4,092	4,559	4,742	4,140	3,806
당기순이익	1,129	1,382	629	398	724
자산상각비	1,723	1,796	2,890	3,279	2,616
운전자본증감	969	412	-100	219	235
매출채권 감소(증가)	90	-93	258	6	-41
재고자산 감소(증가)	-118	-99	-87	6	-39
매입채무 증가(감소)	88	-10	-271	-14	86
투자현금흐름	-2,410	-871	-3,298	-3,949	-3,961
유형자산처분(취득)	-1,901	-2,878	-4,053	-3,642	-3,642
무형자산 감소(증가)	-8	-12	-5	-3	-3
투자자산 감소(증가)	-532	1,497	801	-160	-167
재무현금흐름	-2,085	-2,163	-139	-877	-877
차입금의 증가(감소)	-1,201	-1,341	138	-600	-600
자본의 증가(감소)	-282	-277	-278	-277	-277
배당금의 지급	-282	-277	-277	-277	-277
총현금흐름	3,781	4,171	4,842	3,922	3,571
(-)운전자본증가(감소)	-529	-1,688	-647	-219	-235
(-)설비투자	1,909	2,894	4,121	3,642	3,642
(+)자산매각	-1	4	63	-3	-3
Free Cash Flow	2,401	2,969	1,432	495	160
(-)기타투자	-472	754	789	143	149
잉여현금	2,873	2,215	643	352	11
NOPLAT	1,283	1,588	701	646	999
(+) Dep	1,723	1,796	2,890	3,279	2,616
(-)운전자본투자	-529	-1,688	-647	-219	-235
(-)Capex	1,909	2,894	4,121	3,642	3,642
OpFCF	1,627	2,178	117	501	207

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표					
EPS	2,879	3,575	1,764	994	1,811
BPS	25,793	28,356	29,184	29,427	30,485
DPS	750	750	750	750	750
CFPS	10,238	11,295	13,110	10,618	9,668
ROA(%)	3.6	3.4	1.3	0.7	1.3
ROE(%)	11.5	13.2	6.1	3.4	6.0
ROIC(%)	9.2	8.6	2.9	2.5	3.8
Multiples(x,%)					
PER	8.3	6.3	12.1	21.5	11.8
PBR	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
PSR	0.5	0.5	0.3	0.3	0.3
PCR	2.3	2.0	1.6	2.0	2.2
EV/EBITDA	3.9	5.4	5.9	5.5	5.9
배당수익률	3.1	3.3	3.5	3.5	3.5
안정성(%)					
부채비율	209.6	328.8	345.5	342.0	330.8
Net debt/Equity	48.3	114.6	136.2	134.5	132.3
Net debt/EBITDA	134.8	321.7	388.0	364.8	387.4
유동비율	91.3	68.4	80.4	86.6	91.4
이자보상배율(배)	3.4	4.1	1.3	1.1	1.6
자산구조(%)					
투하자본	60.8	68.0	69.1	69.9	71.8
현금+투자자산	39.2	32.0	30.9	30.1	28.2
자본구조(%)					
차입금	52.8	64.0	67.0	66.2	64.8
자기자본	47.2	36.0	33.0	33.8	35.2





진에어 [272450] 기다림의 시간

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(하향): 8,500원

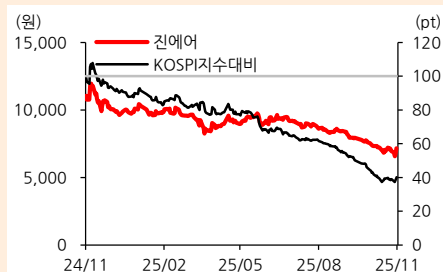
Stock Data

현재 주가(11/21)	7,000원
상승여력	▲ 21.4%
시가총액	3,654억원
발행주식수	52,200천주
52주 최고가/최저가	11,940/6,570원
90일 일평균 거래대금	6.3억원
외국인 지분율	2.4%

주주 구성

대한항공 (외 7인)	54.9%
진에어우리사주 (외 1인)	1.7%
자사주 (외 1인)	1.3%

Stock Price



P 점진적 하향, Q 점진적 증가, C 증가

- Q는 다소 느린 속도로 증가하는 가운데 여타 LCC와 마찬가지로 공급 경쟁에 따른 운임 부담 등 당분간 지속될 전망
- 한편 상각비/정비비/조업비 등 주요 비용은 꾸준한 증가세를 전망
- P 점진적 하향, Q 점진적 증가 환경 속 C 증가에 따른 단기 실적 부진 지속 전망

투자의견 Buy 유지, 목표주가 8,500원 하향

- 국내 항공사 공급분 아니라 아시아 지역 주요 FSC 및 LCC 공급 증가세는 영업 환경에 불리하게 작용
- 시장 구조조정 효과 확인 시점은 다소 지연
- FSC 통합 이후 비로소 LCC 통합에 대한 가시성 올라올 전망
- 26년 하반기 이후 LCC 통합 가시성 드러나면 역사적 최하단에 위치한 밸류에이션 매력도 및 LCC 시장지배력 부각
- 투자의견 Buy 유지하지만 실적 추정치 하향 조정에 따라 목표주가는 8,500원으로 하향

재무정보	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,277	1,461	1,350	1,353	1,445
영업이익	182	163	-1	-3	69
EBITDA	273	261	108	113	190
지배주주순이익	134	96	1	-7	48
EPS	2,564	1,857	15	-145	937
순차입금	-85	-165	-181	-174	-352
PER	6.2	0.0	473.2	-48.2	7.5
PBR	5.8	0.0	1.6	1.6	1.3
EV/EBITDA	2.8	-0.6	1.7	1.7	0.1
배당수익률(%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	112.5	51.2	0.3	-3.3	19.4

자료: 한화투자증권 리서치센터



진에어 [272450] 기다림의 시간

[한화리서치센터]

진에어 분기 및 연간 실적 추정												
	2024	2025E	2026E	2027E	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
매출액	1,461	1,350	1,353	1,445	418	306	304	322	396	304	351	302
국내선	265	244	269	274	46	62	66	71	52	75	71	71
ASK(mn)	1,794	1,877	1,970	2,000	378	459	520	520	377	553	520	520
RPK(mn)	1,544	1,574	1,674	1,700	304	389	439	442	321	470	442	442
L/F(%)	86%	84%	85%	85%	80%	85%	84%	85%	85%	85%	85%	85%
Yield(원/RPK)	172	155	161	161	151	160	150	160	163	160	160	160
국제선	1,102	1,020	995	1,077	348	223	219	230	317	209	257	211
ASK(mn)	12,708	12,539	12,793	13,492	3,602	2,878	3,146	2,913	3,677	2,897	3,306	2,913
RPK(mn)	11,362	11,075	11,270	11,882	3,231	2,524	2,698	2,622	3,273	2,491	2,942	2,563
L/F(%)	89%	88%	88%	88%	90%	88%	86%	90%	89%	86%	89%	88%
Yield(원/RPK)	97	92	88	91	108	88	81	88	97	84	88	82
기타	94	86	88	94	24	21	20	21	26	20	23	20
영업비용	1,298	1,351	1,356	1,376	360	348	327	317	364	342	347	304
연료유류비	421	387	394	404	112	85	98	92	108	92	102	92
항공유단가(\$/bbl)	95.4	85.8	88.2	90.0	90.2	81.3	86.5	85.2	88.5	86.8	88.5	88.9
사용량(kbbl)	2,893	2,887	2,949	3,086	775	673	746	694	789	701	765	694
상각비	97	109	116	121	27	26	28	28	29	29	29	29
정비비	181	215	225	224	54	74	48	39	56	75	54	40
인건비	228	242	256	266	63	65	53	61	65	63	67	61
기타	371	398	365	361	103	99	100	96	107	82	95	81
영업이익	163	-1	-3	69	58	-42	-23	5	32	-38	5	-2
OP M-(%)	11.2%	-0.1%	-0.2%	4.8%	13.9%	-13.8%	-7.4%	1.6%	8.1%	-12.4%	1.3%	-0.6%
EBITDA	261	108	113	190	86	-16	5	33	61	-9	34	27
EBITDA M-(%)	17.8%	8.0%	8.3%	13.2%	20.5%	-5.2%	1.7%	10.1%	15.4%	-2.9%	9.6%	9.0%

자료: 진에어, 한화투자증권 리서치센터 추정



진에어 재무제표

[한화리서치센터]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,277	1,461	1,350	1,353	1,445
매출총이익	280	282	144	256	274
영업이익	182	163	-1	-3	69
EBITDA	273	261	108	113	190
순이자손익	-5	-1	-8	-11	-11
외화관련손익	-4	-39	13	0	0
지분법손익	0	0	1	1	1
세전계속사업손익	174	123	1	-9	60
당기순이익	134	96	1	-7	48
지배주주순이익	134	96	1	-7	48
증가율(%)					
매출액	115.2	14.4	-7.6	0.2	6.8
영업이익	흑전	-10.5	적전	적지	흑전
EBITDA	800.8	-4.5	-58.7	4.8	68.7
순이익	흑전	-28.5	-99.2	적전	흑전
이익률(%)					
매출총이익률	21.9	19.3	10.7	18.9	18.9
영업이익률	14.3	11.2	-0.1	-0.2	4.8
EBITDA이익률	21.4	17.8	8.0	8.3	13.2
세전이익률	13.6	8.4	0.1	-0.7	4.2
순이익률	10.5	6.5	0.1	-0.6	3.3

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	492	681	672	668	849
현금성자산	418	592	595	591	770
매출채권	50	56	43	40	42
재고자산	2	1	1	1	1
비유동자산	460	546	548	553	443
투자자산	457	542	536	527	522
유형자산	1	1	8	21	-85
무형자산	3	3	4	5	6
자산총계	952	1,227	1,220	1,221	1,293
유동부채	487	583	602	603	622
매입채무	159	160	182	171	178
유동성이자부채	102	106	150	151	151
비유동부채	323	413	386	393	398
비유동이자부채	232	321	264	266	266
부채총계	809	996	988	996	1,020
자본금	52	52	52	52	52
자본잉여금	296	296	96	96	96
이익잉여금	-195	-107	94	87	135
자본조정	-11	-10	-11	-11	-11
자기주식	-10	-10	-10	-10	-10
자본총계	143	231	232	224	273



진에어 재무제표

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금흐름	417	329	302	2	188
당기순이익	134	96	1	-7	48
자산상각비	91	97	109	116	121
운전자본증감	59	-28	18	1	16
매출채권 감소(증가)	-7	-2	12	3	-2
재고자산 감소(증가)	0	1	0	0	0
매입채무 증가(감소)	9	-2	23	-11	7
투자현금흐름	-219	-113	-102	-27	-33
유형자산처분(취득)	-1	0	-7	-14	-14
무형자산 감소(증가)	-2	-1	-2	-2	-2
투자자산 감소(증가)	-222	-102	-88	-22	-23
재무현금흐름	-224	-131	-286	0	0
차입금의 증가(감소)	-139	-109	-86	0	0
자본의 증가(감소)	-5	0	-200	0	0
배당금의 지급	-5	0	0	0	0
총현금흐름	355	351	284	1	173
(-)운전자본증가(감소)	-106	-76	13	-1	-16
(-)설비투자	1	0	7	14	14
(+)자산매각	-2	-1	-2	-2	-2
Free Cash Flow	459	426	262	-14	173
(-)기타투자	42	114	-26	-11	-6
잉여현금	417	311	288	-3	179
NOPLAT	140	127	-1	-2	55
(+) Dep	91	97	109	116	121
(-)운전자본투자	-106	-76	13	-1	-16
(-)Capex	1	0	7	14	14
OpFCF	336	301	87	101	178

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표					
EPS	2,564	1,857	15	-145	937
BPS	2,739	4,430	4,442	4,298	5,223
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	6,807	6,724	5,437	13	3,311
ROA(%)	15.7	8.8	0.1	-0.6	3.8
ROE(%)	112.5	51.2	0.3	-3.3	19.4
ROIC(%)	89.7	270.0	-3.0	-5.8	-
Multiples(x,%)					
PER	6.2	0.0	473.2	-48.2	7.5
PBR	5.8	0.0	1.6	1.6	1.3
PSR	0.7	0.0	0.3	0.3	0.3
PCR	2.4	0.0	1.3	550.4	2.1
EV/EBITDA	2.8	-0.6	1.7	1.7	0.1
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	566.0	430.6	426.2	444.0	374.1
Net debt/Equity	-59.5	-71.2	-77.9	-77.4	-129.2
Net debt/EBITDA	-31.2	-63.2	-167.9	-154.1	-185.3
유동비율	101.1	116.8	111.7	110.7	136.6
이자보상배율(배)	10.7	7.2	n/a	n/a	2.1
자산구조(%)					
투하자본	5.9	3.4	3.1	3.0	-8.0
현금+투자자산	94.1	96.6	96.9	97.0	108.0
자본구조(%)					
차입금	70.0	64.9	64.1	65.0	60.5
자기자본	30.0	35.1	35.9	35.0	39.5





제주항공 [089590] 차근차근

[한화리서치센터]

Hold (유지)

목표주가(하향): 5,500원

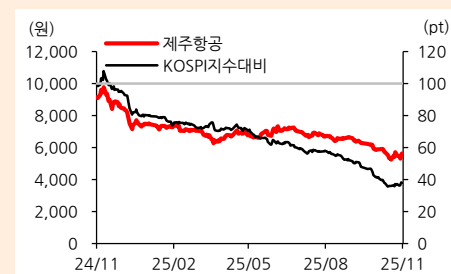
Stock Data

현재 주가(11/21)	5,590원
상승여력	▼ -1.6%
시가총액	4,508억원
발행주식수	80,641천주
52주 최고가/최저가	9,780/5,250원
90일 일평균 거래대금	5.14억원
외국인 지분율	2.5%

주주 구성

에이케이홀딩스 (외 7인)	53.6%
제주항공우리사주 (외 1인)	1.1%
자사주 (외 1인)	0.1%

Stock Price



LCC의 종지 못한 업황

- 국내 LCC는 국내외 항공사들의 중단거리 시장 공급 경쟁 확대로 업황 지속 둔화
- Q 정체되는 가운데 P는 공급 경쟁에 따라 하향세에서 자유로울 수 없으며, 인플레이션에 따른 비용 증가 압박
- 제주항공도 중기적으로 이런 업황에서 자유롭지 못할 전망

투자의견 Hold 유지, 목표주가 5,500원 하향

- 국내 LCC 업황에 대해 부정적인 의견 유지, 이에 따라 동사에 대해서도 긍정적인 의견 제시는 어려움
- 시장 정상화 및 회사 실적 정상화를 위해서는 시장 구조조정이 반드시 선행
- 양대국적사 완전 통합 이후 통합 LCC 출범까지 전체 항공 시장 정상화는 다소 지연
- 이에 따라 동사의 실적 정상화에도 다소 시간이 걸릴 전망
- 투자의견 Hold 유지, 목표주가 5,500원 하향

재무정보	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,724	1,936	1,533	1,711	1,782
영업이익	170	80	-106	21	11
EBITDA	297	218	40	225	283
지배주주순이익	134	22	-91	11	0
EPS	1,666	270	-1,136	139	-2
순차입금	469	506	1,095	1,358	1,472
PER	7.0	27.8	-4.9	40.1	-2,774.7
PBR	3.0	1.7	1.5	1.5	1.5
EV/EBITDA	4.8	5.1	38.4	8.1	6.8
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	44.9	6.5	-28.1	3.8	-0.1

자료: 한화투자증권 리서치센터



제주항공 재무제표

[한화리서치센터]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,724	1,936	1,533	1,711	1,782
매출총이익	338	273	5	22	137
영업이익	170	80	-106	21	11
EBITDA	297	218	40	225	283
순이자손익	-22	-18	-60	-45	-44
외화관련손익	12	-58	32	12	6
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	173	8	-107	15	0
당기순이익	134	21	-92	11	0
지배주주순이익	134	22	-91	11	0
증가율(%)					
매출액	145.4	12.3	-20.8	11.6	4.2
영업이익	흑전	-52.9	적전	흑전	-46.6
EBITDA	흑전	-26.7	-81.5	458.7	25.9
순이익	흑전	-84.4	적전	흑전	적전
이익률(%)					
매출총이익률	19.6	14.1	0.3	1.3	7.7
영업이익률	9.8	4.1	-6.9	1.2	0.6
EBITDA이익률	17.2	11.2	2.6	13.1	15.9
세전이익률	10.0	0.4	-7.0	0.9	0.0
순이익률	7.8	1.1	-6.0	0.7	0.0

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	508	473	244	576	1,067
현금성자산	316	201	59	375	856
매출채권	123	182	55	67	70
재고자산	24	35	40	40	44
비유동자산	1,473	1,525	1,887	2,217	2,410
투자자산	858	830	1,221	1,635	1,981
유형자산	579	664	641	562	414
무형자산	37	32	26	20	15
자산총계	1,981	1,999	2,132	2,793	3,476
유동부채	1,122	1,122	1,094	1,344	1,615
매입채무	197	221	217	220	222
유동성이자부채	423	388	726	919	1,115
비유동부채	548	552	745	1,145	1,558
비유동이자부채	362	319	427	814	1,213
부채총계	1,670	1,674	1,839	2,490	3,173
자본금	81	81	81	81	81
자본잉여금	598	121	121	121	121
이익잉여금	-400	89	-4	7	7
자본조정	32	33	-4	-4	-4
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
자본총계	311	360	293	304	304





제주항공 재무제표

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금흐름	388	163	-165	245	330
당기순이익	134	22	-91	11	0
자산상각비	127	138	146	203	271
운전자본증감	32	-130	-186	42	65
매출채권 감소(증가)	-76	-86	76	-12	-3
재고자산 감소(증가)	-7	-11	-5	0	-3
매입채무 증가(감소)	56	23	-6	3	1
투자현금흐름	-77	-22	-69	-118	-464
유형자산처분(취득)	-174	-120	-63	-118	-118
무형자산 감소(증가)	0	-1	-1	0	0
투자자산 감소(증가)	0	0	-6	0	0
재무현금흐름	-298	-165	431	937	599
차입금의 증가(감소)	-171	-163	298	587	599
자본의 증가(감소)	-8	-2	-1	0	0
배당금의 지급	-8	-2	-1	0	0
총현금흐름	379	321	21	202	265
(-)운전자본증가(감소)	-349	45	280	-42	-65
(-)설비투자	247	120	208	118	118
(+)자산매각	73	-1	145	0	0
Free Cash Flow	554	156	-322	126	212
(-)기타투자	220	-14	-93	0	345
잉여현금	334	170	-228	126	-134
NOPLAT	132	58	-77	16	8
(+) Dep	127	138	146	203	271
(-)운전자본투자	-349	45	280	-42	-65
(-)Capex	247	120	208	118	118
OpFCF	361	31	-418	144	226

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표					
EPS	1,666	270	-1,136	139	-2
BPS	3,859	4,462	3,627	3,767	3,764
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	4,702	3,987	264	2,509	3,288
ROA(%)	7.4	1.1	-4.4	0.5	0.0
ROE(%)	44.9	6.5	-28.1	3.8	-0.1
ROIC(%)	17.3	7.2	-6.9	1.1	0.5
Multiples(x,%)					
PER	7.0	27.8	-4.9	40.1	-2,774.7
PBR	3.0	1.7	1.5	1.5	1.5
PSR	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
PCR	2.5	1.9	21.2	2.2	1.7
EV/EBITDA	4.8	5.1	38.4	8.1	6.8
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	536.5	465.4	628.8	819.6	1,045.2
Net debt/Equity	150.8	140.6	374.2	447.1	484.9
Net debt/EBITDA	158.1	232.6	2,722.6	604.6	520.6
유동비율	45.3	42.2	22.3	42.8	66.0
이자보상배율(배)	4.7	2.6	n/a	0.4	0.2
자산구조(%)					
투하자본	39.9	44.6	52.0	45.2	38.5
현금+투자자산	60.1	55.4	48.0	54.8	61.5
자본구조(%)					
차입금	71.6	66.3	79.8	85.1	88.5
자기자본	28.4	33.7	20.2	14.9	11.5



Compliance Notices

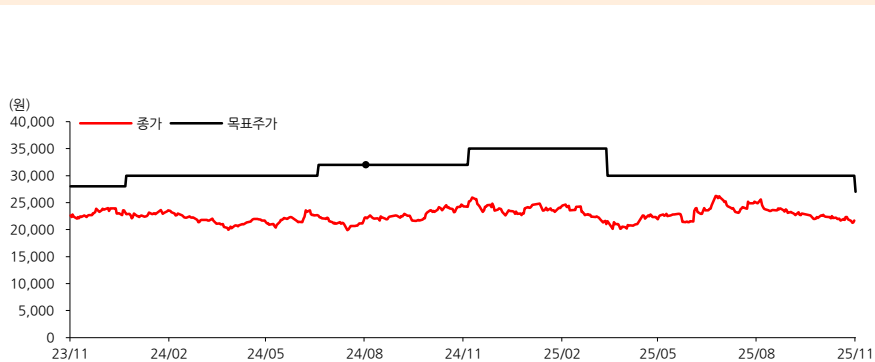
Compliance Notice

(공표일: 2025년 11월 21일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (박수영, 고예진)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

대한항공(003490)



투자 의견 변동내역

일 시	투자 의견	목표 가격	2016.08.12	2023.11.29	2023.12.28	2024.01.12	2024.06.28	2024.07.09
	투자 등급 변경		Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
			28,000	28,000	30,000	30,000	32,000	32,000
일 시	투자 의견	목표 가격	2024.07.26	2024.08.08	2024.08.30	2024.09.27	2024.10.25	2024.11.26
	Buy	32,000	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
			32,000	32,000	32,000	32,000	32,000	35,000
일 시	투자 의견	목표 가격	2024.11.29	2024.12.11	2024.12.27	2025.01.24	2025.02.10	2025.02.28
	Buy	35,000	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
			35,000	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000
일 시	투자 의견	목표 가격	2025.03.28	2025.04.04	2025.04.25	2025.05.30	2025.06.27	2025.07.14
	Buy	35,000	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
			30,000	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000
일 시	투자 의견	목표 가격	2025.07.25	2025.07.30	2025.08.27	2025.08.29	2025.09.26	2025.10.31
	Buy	30,000	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
			30,000	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000
일 시	투자 의견	목표 가격	2025.11.21					
	Buy	27,000						

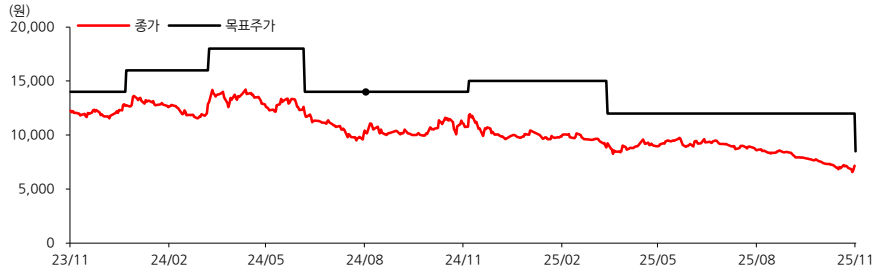
목표주가 변동 내역별 괴리율 (대한항공)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.01.12	Buy	30,000	-26.73	-21.17
2024.07.09	Buy	32,000	-30.01	-22.97
2024.11.26	Buy	35,000	-32.44	-25.86
2025.04.04	Buy	30,000	-23.78	-12.50
2025.11.21	Buy	27,000		

Compliance Notices

진에어(272450)



투자의견 변동내역

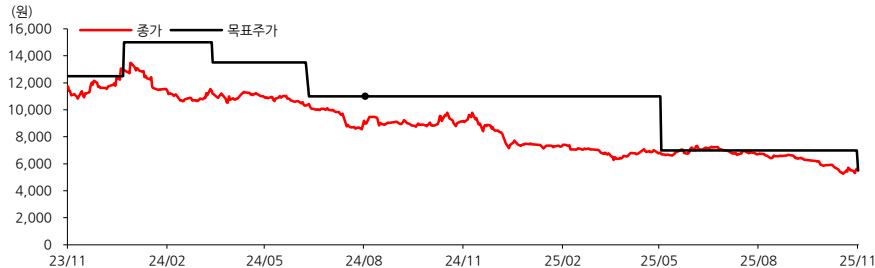
일 시	2024.01.12	2024.03.29	2024.04.26	2024.05.31	2024.06.26	2024.11.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Hold	Buy
목표가격	16,000	18,000	18,000	18,000	14,000	15,000
일 시	2025.04.04	2025.11.21				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	12,000	8,500				
일 시						
투자의견						
목표가격						

목표주가 변동 내역별 괴리율 (진에어)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.01.12	Buy	16,000	-21.44	-14.94
2024.03.29	Buy	18,000	-26.67	-21.11
2024.06.26	Hold	14,000	-24.01	-14.29
2024.11.26	Buy	15,000	-33.20	-20.40
2025.04.04	Buy	12,000	-28.52	-18.83
2025.11.21	Buy	8,500		

제주항공(089590)



투자의견 변동내역

일 시	2024.01.12	2024.01.26	2024.02.29	2024.04.03	2024.07.01	2025.05.23
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Hold	Hold
목표가격	15,000	15,000	15,000	13,500	11,000	7,000
일 시	2025.11.21					
투자의견	Hold					
목표가격	5,500					
일 시						
투자의견						
목표가격						

Compliance Notices

목표주가 변동 내역별 과리율 (제주항공)

※과리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.01.12	Buy	15,000	-22.36	-10.07
2024.04.03	Buy	13,500	-19.39	-16.15
2024.07.01	Hold	11,000	-24.85	-5.27
2025.05.23	Hold	7,000	-6.50	4.71
2025.11.21	Hold	5,500		

종목 투자등급

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

산업 투자의견

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석 대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중

(기준일: 2025년 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자 상품의 비중	82.9%	17.1%	0.0%	100.0%

Memo.

본 페이지는 편집상 공백 페이지입니다

Horizontal lines for memo writing.



한화투자증권 리.서.치.센.터



리서치센터장

박영훈

Energy

02.3772.7614

houn0715@hanwha.com

[투자전략팀]

박승영	팀장	투자전략	3772-7679	park.seungyoung@hanwha.com
안현국	수석연구위원	퀀트	3772-7646	hg.ahn@hanwha.com
김수연	연구위원	시황	3772-7628	sooyeon.k@hanwha.com
임혜윤	연구위원	경제	3772-7728	hylim@hanwha.com
김성수	책임연구위원	채권	3772-7616	sungsoo.kim@hanwha.com
최규호	책임연구위원	경제	3772-7720	choi.gh@hanwha.com
한시화	연구위원	차익거래	3772-7737	shhan1229@hanwha.com

[기업분석팀]

김소혜	팀장	인터넷/게임/미디어	3772-7404	sohye.kim@hanwha.com
김성래	수석연구위원	자동차/부품	3772-7751	sr.kim@hanwha.com
송유림	수석연구위원	건설/건자재/유틸리티	3772-7152	yurim.song@hanwha.com
박세연	수석연구위원	ESG	3772-7406	shannon@hanwha.com
김도하	연구위원	은행/보험	3772-7479	doha.kim@hanwha.com
한유정	연구위원	음식료/화장품	3772-7693	yujung.han@hanwha.com
이진협	연구위원	유통/의류	3772-7638	jinhyeob.lee@hanwha.com
엄수진	연구위원	ESG	3772-7407	sujineom@hanwha.com
박수영	책임연구위원	엔터/레저/운송	3772-7634	suyoung.park.0202@hanwha.com
이용욱	책임연구위원	에너지/화학/2차전지	3772-7635	yw.lee@hanwha.com
배성조	책임연구위원	조선/방산/우주/기계	3772-7611	seongjo.bae@hanwha.com
권지우	연구위원	철강	3772-7689	jiwoo.kwon@hanwha.com
고예진	연구위원	반도체/에너지/화학/2차전지/음식료/화장품/엔터/레저/운송 RA	3772-7701	yejinko@hanwha.com
김나우	연구위원	인터넷/게임/미디어/유통/의류/방산/우주/기계/은행/보험 RA	3772-7710	now.kim@hanwha.com
김예인	연구위원	ESG/건설/건자재/유틸리티/자동차/부품 RA	3772-8420	yein.kim@hanwha.com

[글로벌리서치팀]

한상희, CFA	팀장	해외주식	3772-7695	sanghi.han@hanwha.com
임해인	책임연구위원	미국주식//자산배분	3772-7799	haein.lim@hanwha.com
박유진	연구위원	중국주식	3772-8217	yujin.park@hanwha.com
박제인	연구위원	해외/중국/신흥국/미국주식 RA	3772-7380	jane8314@hanwha.com

[디지털자산리서치팀]

박영훈	팀장	Energy	3772-7614	houn0715@hanwha.com
김유민	책임연구위원	대체자산	3772-7392	yumin.kim@hanwha.com

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

본 · 지점망

서울

본 사	02) 3772-7000	노 원 지 점	02) 931-2711
강 남 W M 센 터	02) 6975-2000	목 동 W M 센 터	02) 2654-2300
갤러리아WM센터	02) 3445-8700	송 파 지 점	02) 449-3677
금융플라자63지점	02) 308-6363	영 업 부	02) 3775-0775
금융플라자사청지점	02) 2021-6900	중 앙 지 점	02) 743-7311

인천/경기

분 당 W M 센 터	031) 707-7114	일 산 지 점	031) 929-1313
송 도 I F E Z 지 점	032) 851-7233	평 촌 지 점	031) 381-6004
신 갈 지 점	031) 285-7233	평 택 지 점	031) 652-8668
안 성 지 점	031) 677-0233		

대전/충청

공 주 지 점	041) 856-7233	타 임 월 드 지 점	042) 488-7233
천 안 지 점	041) 563-2001	홍 성 지 점	041) 631-2200
청 주 지 점	043) 224-3300		

광주/전라

광 주 지 점	062) 713-5700	전 주 지 점	063) 710-1000
순 천 지 점	061) 724-6400		

제주

제 주 지 점	064) 800-7500
---------	---------------

대구/경북

대 구 W M 센 터	053) 741-3211	영 천 지 점	054) 331-5000
문 경 지 점	054) 550-3500	포 향 지 점	054) 231-4111
영 주 지 점	054) 633-8811		

부산/울산/경남

거 창 지 점	055) 943-3000	연 양 지 점	052) 262-9300
마 린 시 티 지 점	051) 751-8321	창 원 지 점	055) 285-2211
부 산 지 점	051) 465-7533	거 제 브 랜 치	055) 730-0400
울 산 W M 센 터	052) 265-0505		



한화투자증권

본사 02) 3772-7000 (代) 서울시 영등포구 여의대로 56(여의도동)
고객지원센터 080-851-8282 주문전용 080-851-8200 ARS 080-852-1234