

항공 (Positive)

# 전쟁이라는 트리거

- 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. 예상치 못했던 변수, 전쟁 교환율 & 고유가
19	II. 구조조정 가속화 너무 오래 걸렸지만
38	III. 여행의 뉴노멀 자주 그리고 가깝게 혹은 상용 그리고 프리미엄
51	IV. 투자전략 전쟁이라는 트리거, 말미암을 적자생존
57	V. 기업 분석 대한항공, 진에어, 제주항공

# Summary

해가 바뀌고 연초부터 대한항공의 4Q25 호실적을 시작으로 진에어, 제주항공 등도 호실적을 기록했습니다. 특히 제주항공은 4분기 턴어라운드 성공하는 모습을 보여주었습니다. 4분기로 이연된 성수기 수요가 온전히 실적에 반영되며 전반적인 호실적을 기록할 수 있었습니다. 연이어 발표된 1-2월 수송 실적에서도 일본 노선 등 근거리 중심의 견조한 수요가 확인되며 지난해보다 우호적인 투심이 이어졌습니다. 대한항공은 실적 외에도 방산 모멘텀이 강하게 불기도 했습니다.

다만 3월 초 미-이란 전쟁에서 촉발된 고환율 및 고유가 상황은 투심 악화로 연결되며 항공주 주가는 급락과 횡보를 반복하고 있습니다. 산업 특성 상 환율과 유가가 실적에 강한 Swing Factor로 작용하는 점을 고려하면, 당장 2분기부터 실적 변동성도 확대될 것으로 보입니다. 투심에 부정적인 상황임에 틀림없으나, 시선을 조금 길게 두면 마냥 나쁘지만은 않습니다.

국내 항공 산업의 가장 고질적인 문제는 공급자가 너무 많다는 점입니다. 대다수 국민이 해외 여행을 즐겨한다는 점을 고려하더라도 경제나 인구 규모로 봤을 때 11개의 항공사는 만성 공급 포화로 이어질 수밖에 없습니다. 대한항공 그룹사 내에서 진행되는 통합 FSC 및 통합 LCC 탄생만으로는 산업의 구조조정이 완벽히 이뤄지지 못합니다. 다만 **금번의 전쟁에서 촉발된 매크로 변동성 확대는 이미 재무 리스크가 확대되는 중이었던 일부 LCC의 구조조정 가속화로 연결될 가능성을 높입니다.**

**한편 전쟁으로 고환율과 고유가가 지속되면 여행 심리에도 다소 변화가 생길 수밖에 없습니다.** 여행지를 선택함에 있어 환율을 고려한다면 최근 강했던 일본 등 근거리 노선으로의 수요 쏠림 현상이 더욱 심화될 수 있습니다. 장거리 여객의 경우 더더욱 가격탄력성이 낮은 소비자 중심의 수요 결집으로 공급자 입장에서는 견조한 운임 전략을 가져갈 수 있습니다.

**결국 전쟁이라는 트리거는, 산업의 구조조정을 앞당기는 한편 이미 바뀌고 있었던 여행 트렌드의 고착화를 야기할 것으로 보입니다.** 당장은 부러진 투심 회복이 어렵겠지만, 변화된 환경 속에서 살아남은 사업자들의 약진을 기대해도 좋겠습니다. 업종에 대한 긍정적인 의견을 유지하며, **최선호주로 대한항공, 차선호주로 제주항공을 제시합니다.**

# Summary

## 한화투자증권 분석 종목 요약

	종목명	투자의견	목표주가 (변동)	상승여력 (%)	P/B(배)		ROE(%)		EV/EBITDA(배)	
					2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
3 사	대한항공	Buy	32,000원(상향)	28.3%	0.8	0.7	7.1	10.9	5.1	3.9
	진에어	Buy	7,500원(하향)	18.9%	1.4	1.2	7.0	14.7	1.6	0.8
	제주항공	Buy	6,500원(상향)	28.0%	1.6	1.6	-2.3	-1.7	9.0	9.9

주: 3월 26일 종가 기준



---

# I

---

예상치 못했던 변수,  
전쟁

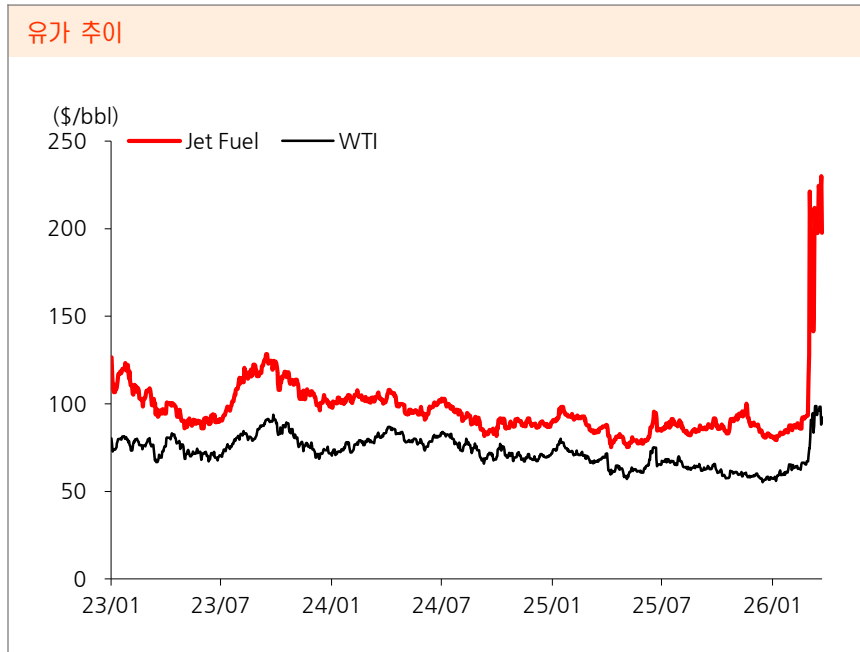
교환율 & 고유가



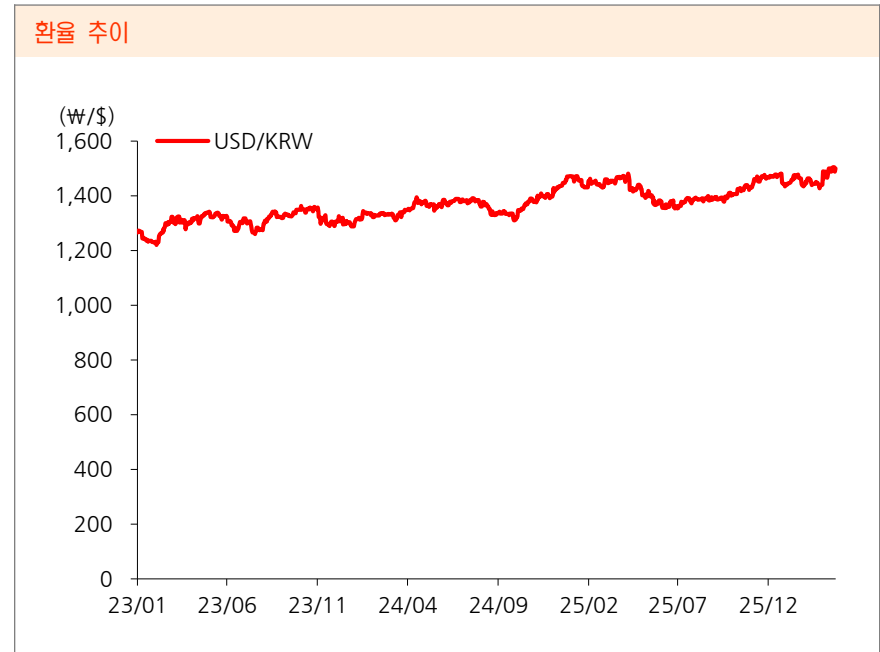
# 매크로 변동성 확대 유가 및 환율 급등

[한화리서치센터]

- ❖ 중동 사태 이후 매크로 변동성 확대
- ❖ WTI 및 Jet Fuel(등유) 가격 급등
  - 3월 24일 기준 WTI 가격은 배럴 당 92.4 달러. Jet Fuel(등유) 가격은 배럴 당 197.6 달러
  - 전쟁 중 등유 수요 증가 및 정제 시설 파괴 등으로 WTI 대비 Jet Fuel 상승폭 상대적 심화
- ❖ 달러 환율 급등
  - 3월 23일 기준 1달러 = 1,499.8원
  - 원화 자산에 대한 투심 약화 및 국내 에너지 수입 구조에도 일부 원인 有
  - 한국 에너지 수입의존도는 93%, 원유의 70%는 중동에서 들여오며, 중동 원유는 대부분 호르무즈 해협을 통과해야 하는 탓

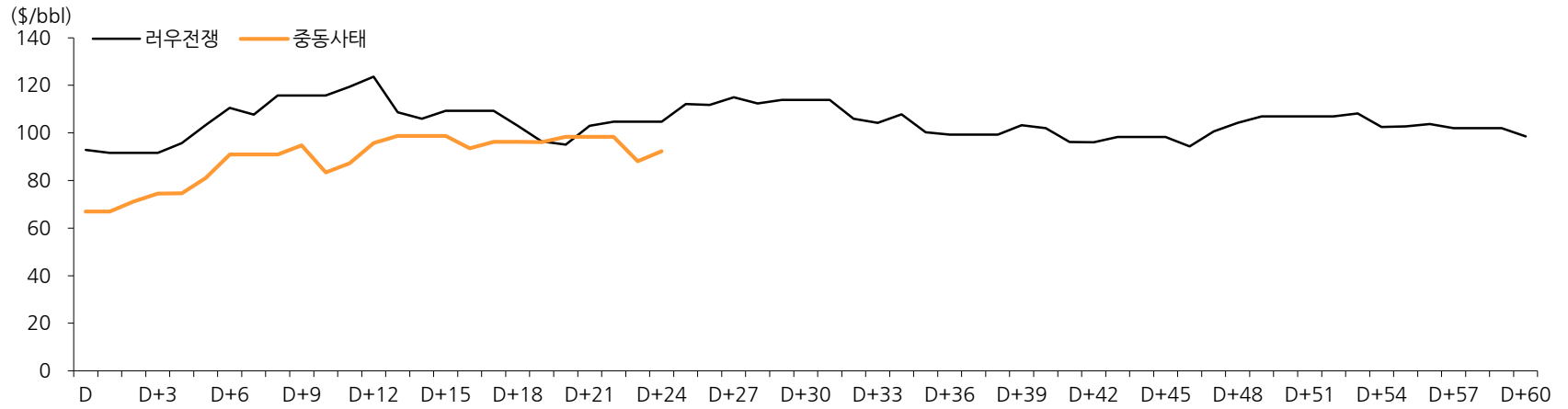


자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

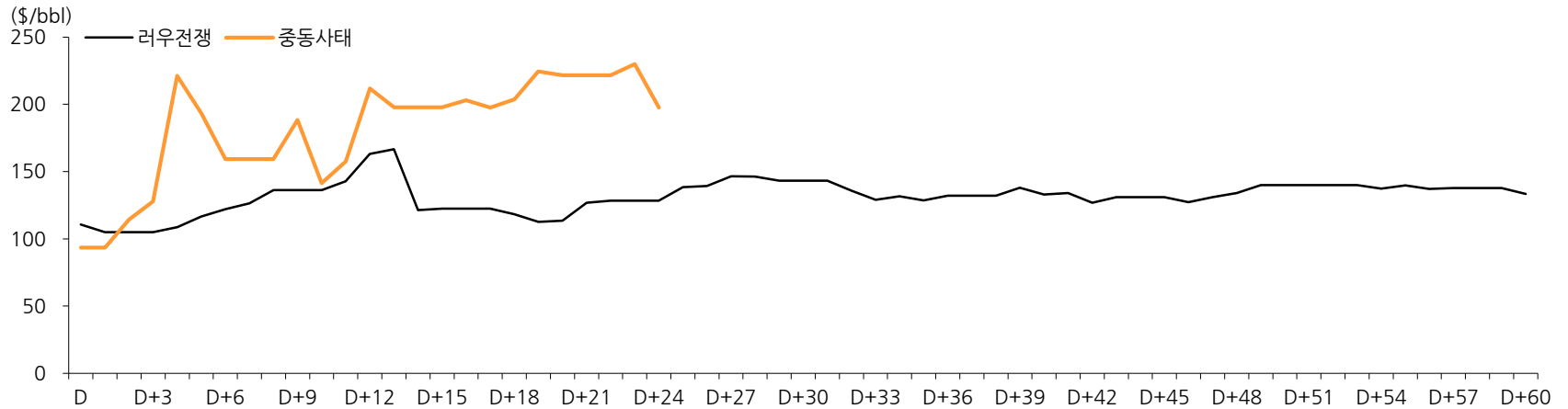


자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

WTI 가격 추이 [러우전쟁 vs 미-이란전쟁]



Jet Fuel 가격 추이 [러우전쟁 vs 미-이란전쟁]



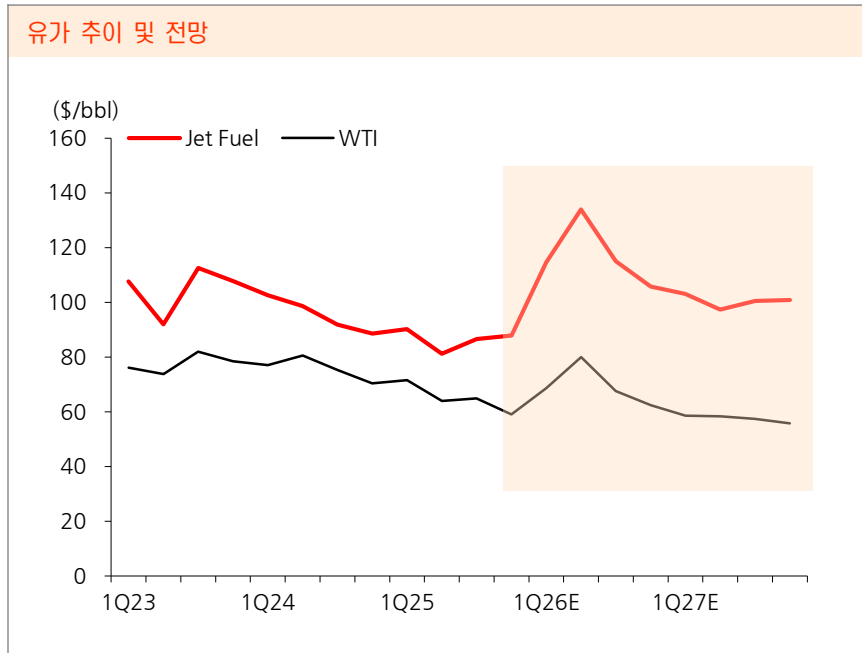
자료: Bloomberg. 한화투자증권 리서치센터 추정



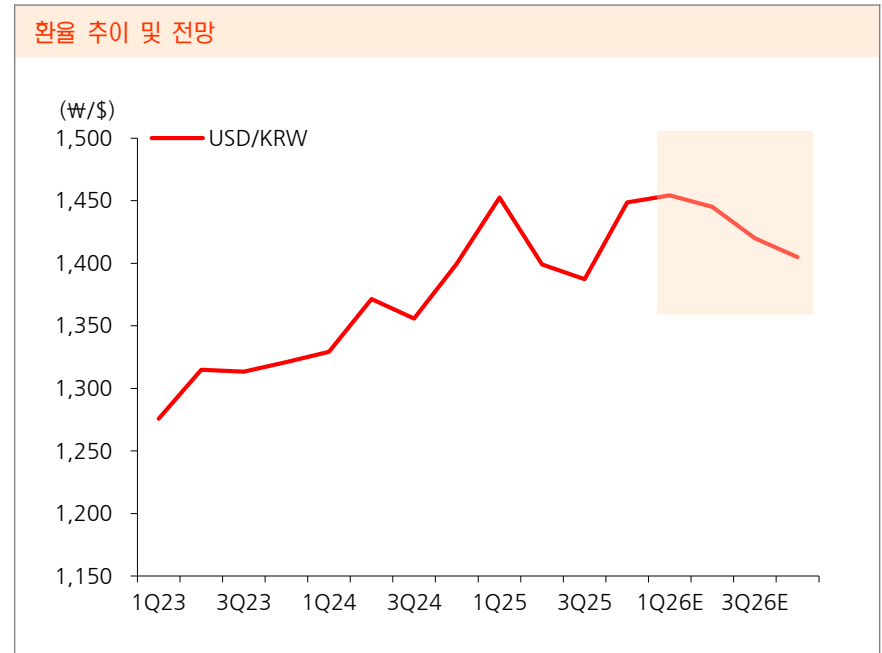
# 매크로 변동성 확대 유가 및 환율 급등

[한화리서치센터]

- ❖ 중동 사태 이후 매크로 변동성 확대
- ❖ WTI 및 Jet Fuel(등유) 가격 변동성 확대 전망
  - 호르무즈 해협 봉쇄 장기화시 전체 중동 국가 사우 원유 생산에 부정적 영향 줄 가능성 高
  - 원유 수출 없이 저장 능력만으로는 생산의 3월 중 중단 예상. 생산 중단 장기화시 전쟁 종결 후, 이전 수준의 생산은 어려울 수 있음
- ❖ 원/달러 환율 변동성 확대 전망
  - 1분기: 심한 변동성 구간
  - 2~3분기: 약달러 전환과 엔화 강제 리스크에 따른 환율 레벨 다운
  - 4분기: 글로벌 정책 불확실성 완화 및 미국 제조업 강세 등 고려. 달러 하방 경직성 구간



자료: Bloomberg, EIA, 한화투자증권 리서치센터



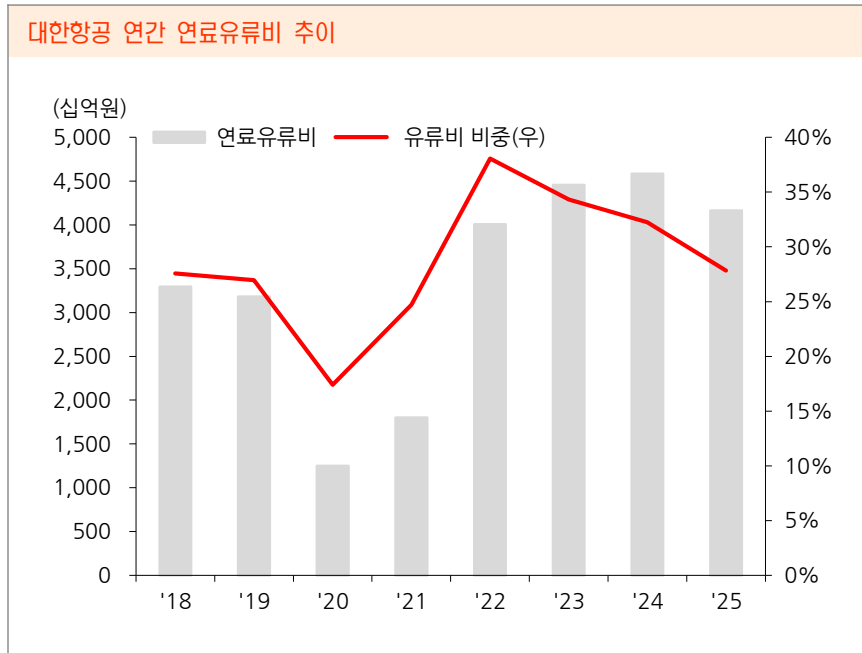
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터 투자전략팀 추정



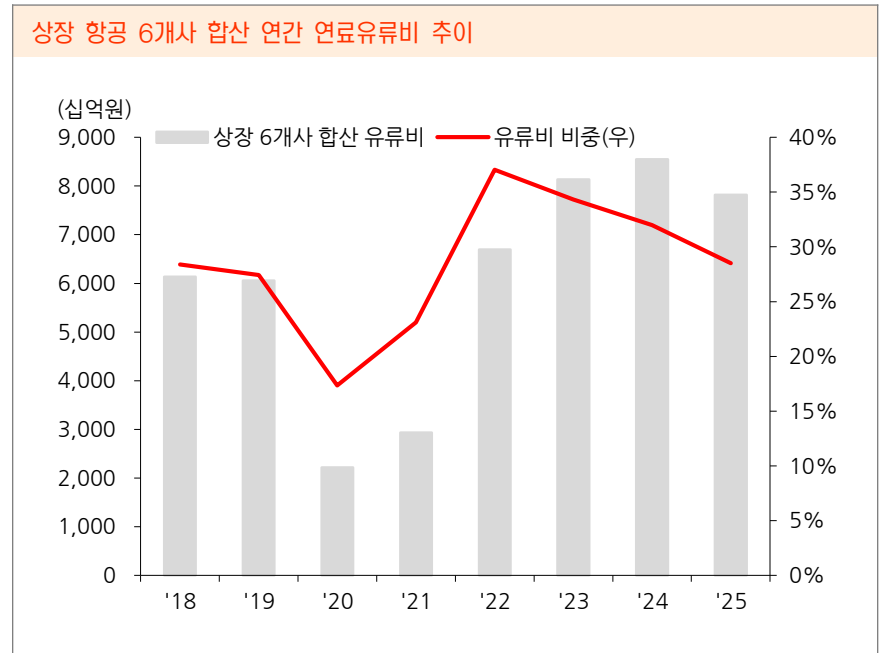
# 항공사 영업비용 30%는 유류비 고유가 장기화시 손익 부담 有

[한화리서치센터]

- ❖ 통상 항공사 연간 지출 연료유류비는 전체 영업비용의 30%를 차지
  - '25년 기준 대한항공 27.8%, 아시아나항공 29.1%, 진에어 28.3%, 에어부산 26.9%, 제주항공 29.2%, 티웨이항공 31.9%
- ❖ '25년 전반적인 유가 수준 하락 및 연료효율성 증대된 신기재 도입 등으로 유류비 비중 상대적 완화
  - 유류비 비중 '24년 평균 31.6% → '25년 평균 28.9%
- ❖ 다만 고유가 고환율 지속시 4월부터 영업 손익에 부담으로 작용할 전망
  - 통상 유가가 영업 손익에 미치는 영향은 1개월 래깅 발생
  - 중동 사태 이전까지 대체적인 매크로 흐름은 “고유가-저환율” 혹은 “저유가-고환율”
  - 금번의 고유가-고환율은 유류 도입의 상당 부분을 외화로 지급한다는 점에서 항공사들의 상당한 비용 부담으로 이어질 전망



주: 대한항공 별도 재무제표 기준  
 자료: 전자공시시스템, 대한항공, 한화투자증권 리서치센터



주: 대한항공/아시아나항공/진에어/에어부산/제주항공/티웨이항공 합산, 별도 재무제표 기준  
 자료: 전자공시시스템, 각 사, 한화투자증권 리서치센터

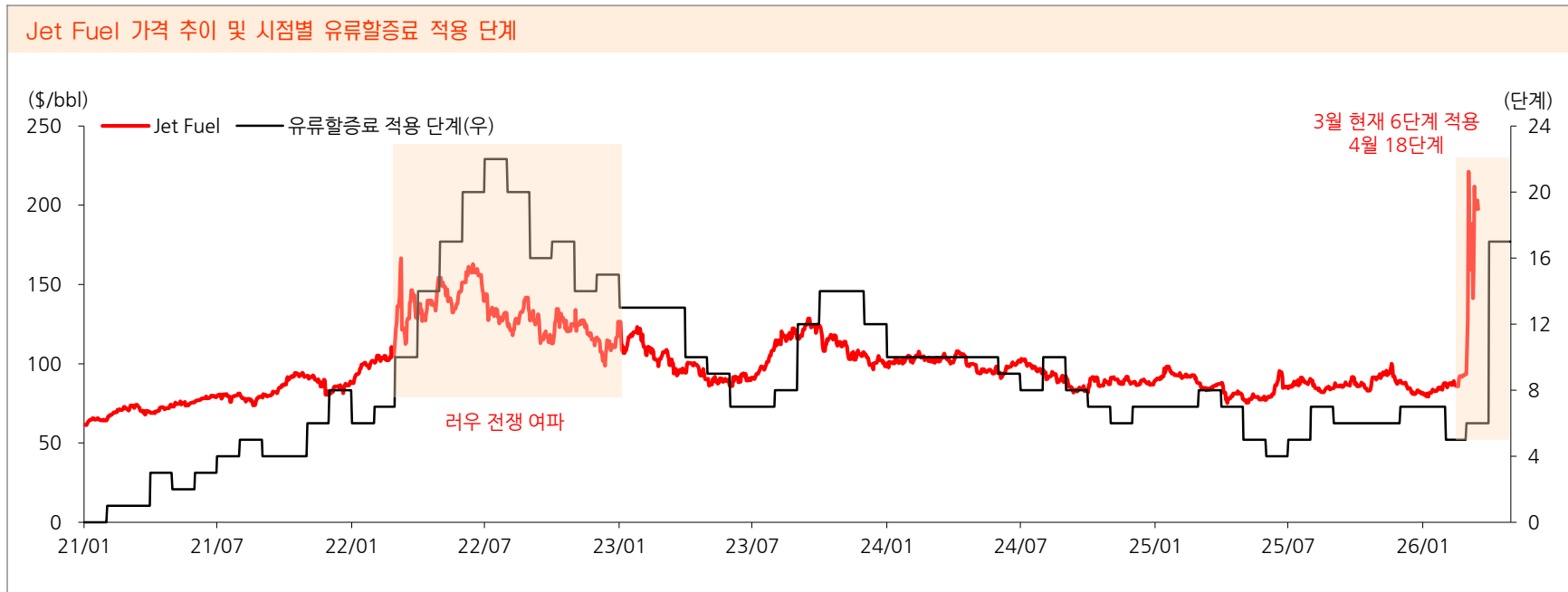
상장 항공 6개사 연간 재무 실적 및 연료유류비 추이		(단위: 십억원, %)							
		'18	'19	'20	'21	'22	'23	'24	'25
대한항공	매출액	12,646.9	12,017.7	7,405.0	8,753.4	13,412.7	14,575.1	16,116.6	16,501.9
	영업비용	11,948.5	11,813.1	7,166.7	7,289.0	10,529.1	12,988.2	14,213.3	14,962.6
	연료유류비	3,295.8	3,183.2	1,247.4	1,800.0	4,007.5	4,457.1	4,584.9	4,163.3
	유류비 비중	27.6%	26.9%	17.4%	24.7%	38.1%	34.3%	32.3%	27.8%
	영업이익	698.3	204.6	238.3	1,464.4	2,883.6	1,586.9	1,903.4	1,539.3
아시아나항공	매출액	6,201.2	5,924.5	3,559.9	4,100.6	5,630.0	6,532.1	7,059.2	6,196.9
	영업비용	6,236.3	6,411.2	3,622.9	3,644.7	4,896.5	6,131.5	7,016.9	6,539.4
	연료유류비	1,829.3	1,763.9	675.7	859.3	1,871.3	2,123.9	2,220.7	1,899.8
	유류비 비중	29.3%	27.5%	18.6%	23.6%	38.2%	34.6%	31.6%	29.1%
	영업이익	-35.1	-486.7	-63.1	455.9	733.5	400.7	42.3	-342.5
진에어	매출액	1,010.7	910.2	271.8	247.2	593.4	1,277.2	1,461.3	1,381.1
	영업비용	947.7	959.0	456.5	432.4	660.7	1,095.1	1,298.2	1,400.2
	연료유류비	295.3	276.4	76.5	77.4	219.0	377.3	420.7	396.9
	유류비 비중	31.2%	28.8%	16.8%	17.9%	33.2%	34.5%	32.4%	28.3%
	영업이익	63.0	-48.8	-184.7	-185.3	-67.3	182.2	163.1	-19.2
에어부산	매출액	653.6	633.2	189.9	176.5	405.0	890.4	1,006.8	832.6
	영업비용	633.0	671.0	378.6	380.5	486.3	730.7	860.5	837.1
	연료유류비	175.6	186.7	50.7	54.6	136.2	224.6	248.1	225.2
	유류비 비중	27.7%	27.8%	13.4%	14.3%	28.0%	30.7%	28.8%	26.9%
	영업이익	20.6	-37.8	-188.7	-204.0	-81.3	159.8	146.3	-4.5
제주항공	매출액	1,256.7	1,376.1	374.0	270.8	695.6	1,699.3	1,856.3	1,500.1
	영업비용	1,154.4	1,410.9	705.3	585.3	870.6	1,537.5	1,796.1	1,626.1
	연료유류비	339.0	402.7	94.7	75.7	251.3	524.5	564.6	474.4
	유류비 비중	29.4%	28.5%	13.4%	12.9%	28.9%	34.1%	31.4%	29.2%
	영업이익	102.3	-34.8	-331.3	-314.5	-175.0	161.8	60.2	-126.0
티웨이항공	매출액	731.9	810.6	269.3	214.4	526.0	1,349.2	1,537.3	1,798.7
	영업비용	685.0	831.2	442.9	362.6	630.9	1,211.5	1,552.1	2,068.0
	연료유류비	198.5	245.8	69.6	64.5	208.9	426.4	511.7	660.6
	유류비 비중	29.0%	29.6%	15.7%	17.8%	33.1%	35.2%	33.0%	31.9%
	영업이익	46.9	-20.6	-173.7	-148.1	-105.0	137.7	-14.8	-269.2

주: 기업별 별도 재무제표 기준  
 자료: 각 사, 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터



## 유류할증료의 명암 항공사 비용 부담 완화 ↔ 단기적 여행 심리 압박 [한화리서치센터]

- ❖ 항공사는 유류할증료를 통해 유류비 부담 일부를 소비자에 전가
  - 유류할증료 부과 기준: 전전월 16일 ~ 전월 15일 가격 평균으로 1달간의 유류할증료 부과 구간 적용
  - 유류할증료 부과 기준일은 탑승일이 아닌 발권일 기준
- ❖ '22년 러우 전쟁 당시에도 Jet Fuel 가격 급등 → 22/07월 적용 유류할증료는 22단계
  - 22/07월 대한항공 유류할증료: 동북아 59,800원, 동남아 141,700원, 유럽·미국 서부 291,200원, 미국 동부 325,000원 등
- ❖ 3월 현재 유류할증료 부과 구간은 6단계 → 3월 보름간 고유가 지속되며 4월 적용 유류할증료는 18단계로 확정
  - 26/03월 대한항공 유류할증료: 동북아 21,000원, 동남아 39,000원, 유럽·미국 서부 79,500원, 미국 동부 99,000원 등



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터 추정



# 유류할증료의 명암 항공사 비용 부담 완화 ↔ 단기적 여행 심리 압박 [한화리서치센터]

- ❖ 4월 유류할증료 급등으로 고환율과 맞물려 일시적 여행 심리 위축으로 연결될 가능성 有
  - 4월 발권시 미국 동부 기준 유류할증료는 303,000원으로 3배 이상 상승. 전 노선 3배 안팎의 유류할증료 상승 효과
  - 실제로 모바일/웹 여행 등 관련 커뮤니티 내 “4월 발권은 피하자” 등의 내용이 담긴 게시물 업로드 증가

대한항공 주요 노선별 유류할증료 부과 추이						
대권거리	주요 노선	22년 7월 (22단계)	26년 1월 (7단계)	26년 2월 (5단계)	26년 3월 (6단계)	26년 4월 (18단계)
~ 499	인천-선양, 칭다오, 다렌, 옌지, 후쿠오카	42,900원	15,000원	10,500원	13,500원	42,000원
500 ~ 999	인천-상하이 푸둥, 베이징, 톈진, 창사, 난징, 항저우, 나고야, 나리타, 오사카, 타이베이, 샹포로, 오키나와 / 김포-하네다 / 부산-나리타	59,800원	24,000원	18,000원	21,000원	57,000원
1,000 ~ 1,499	인천-광저우, 시안, 선전, 샤먼, 홍콩, 울란바타르, 마카오	83,200원	30,000원	21,000원	25,500원	78,000원
1,500 ~ 1,999	인천-마닐라, 하노이, 세부, 다낭	101,400원	36,000원	25,500원	30,000원	97,500원
2,000 ~ 2,999	인천-방콕, 싱가포르, 양곤, 쿠알라룸푸르, 프놈펜, 호찌민, 괌, 델리, 카트만두, 치앙마이, 푸켓, 나트랑, 푸꾸옥	141,700원	46,500원	34,500원	39,000원	123,000원
3,000 ~ 3,999	인천-자카르타, 덴파사르	143,000원	49,500원	37,500원	42,000원	126,000원
4,000 ~ 4,999	인천-모스크바, 두바이, 호놀룰루, 브리즈번, 이스탄불	193,700원	76,500원	54,000원	64,500원	199,500원
5,000 ~ 6,499	인천-런던, 로스앤젤레스, 라스베이거스, 밴쿠버, 샌프란시스코, 시드니, 시애틀, 암스테르담, 오클랜드, 파리, 프랑크푸르트, 밀라노, 비엔나, 로마, 부다페스트, 프라하, 취리히, 마드리드, 리스본	291,200원	94,500원	61,500원	79,500원	276,000원
6,500 ~ 9,999	인천-뉴욕, 델러스, 보스턴, 시카고, 애틀랜타, 워싱턴, 토론토	325,000원	115,500원	76,500원	99,000원	303,000원

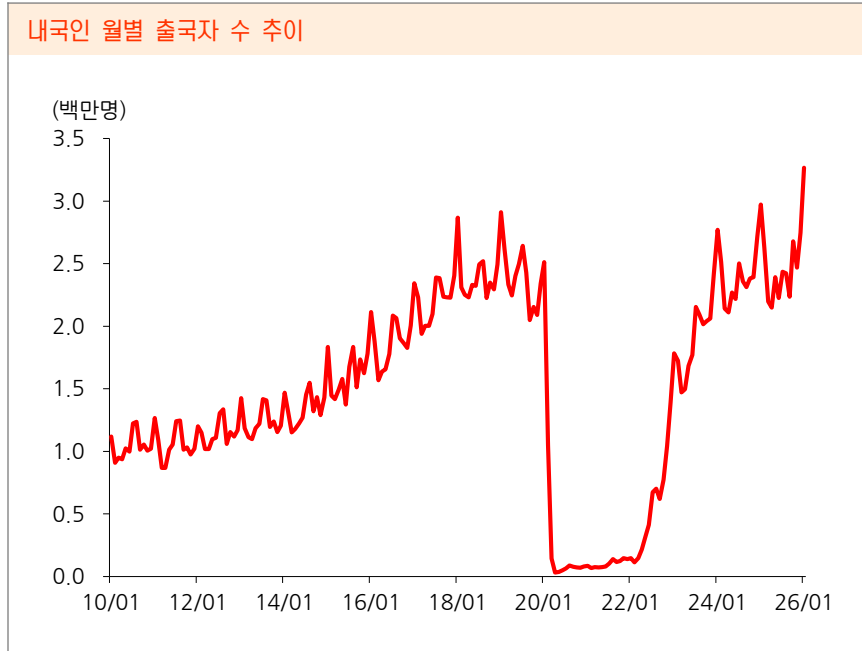
자료: 대한항공, 한화투자증권 리서치센터



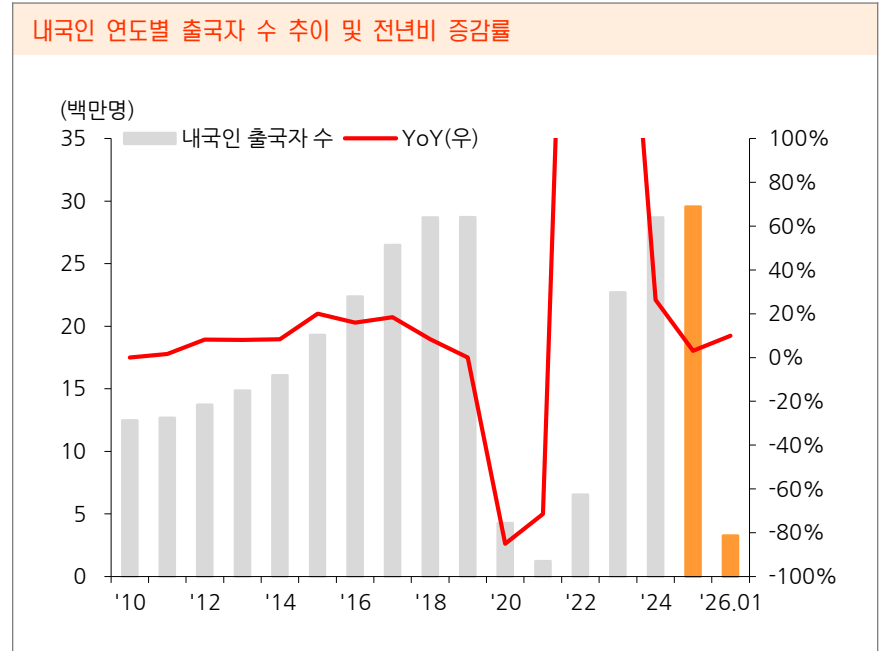
# 여행 심리 일시적 위축 이전까지 여행 심리는 최고조

[한화리서치센터]

- ❖ 미-이란전쟁 직전까지 내국인 여행 심리는 최고조
  - 한국관광통계 기준 '25년 연간 내국인 출국자 수는 2,955만명으로 사상 최고치 기록( '19년 대비 +3% 증가)
  - '26년 1월 출국자 수도 327만명을 기록하며 사상 최대 월 출국자 수 기록
- ❖ 전쟁 자체가 주는 여행 심리 위축(공포감)은 제한적일 전망
  - 중동 지역 여행자 비중 상대적으로 미미
- ❖ 다만 고유가 및 고환율 장기화시 여행 비용 부담 증가에 따른 간접적 심리 위축 영향 有
  - 유류할증료 부담 가중시 하반기 항공권 발권 수요 위축 예상
  - 상대적 고환율 상태 지속시 현지 체류비 부담 증가에 따라 여행 수요 위축 예상



주: '26년 2월까지  
자료: 한국관광통계, KOSIS, 한화투자증권 리서치센터



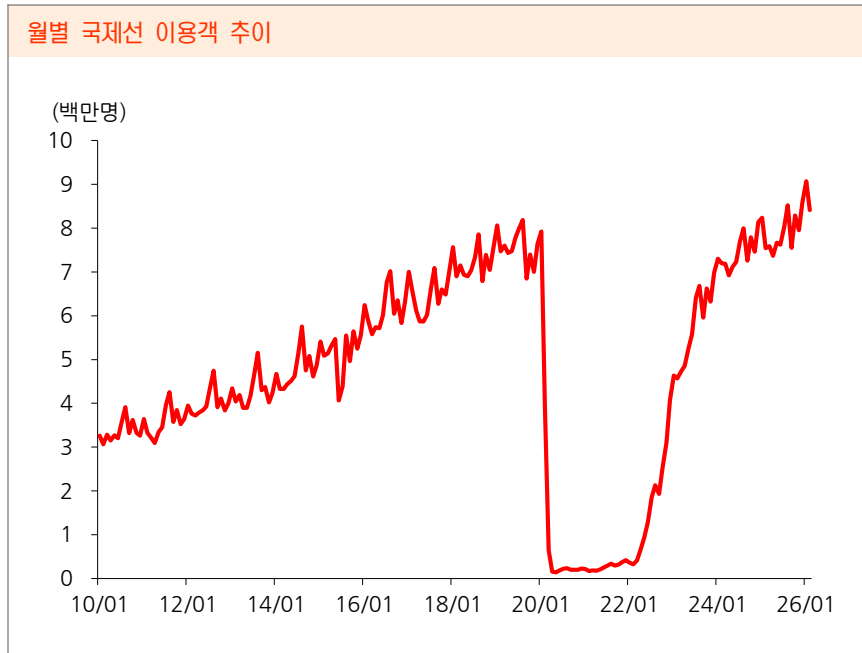
주: '26년은 1월까지 기준이며 전년비 증감률은 전년 동월비  
자료: 한국관광통계, KOSIS, 한화투자증권 리서치센터



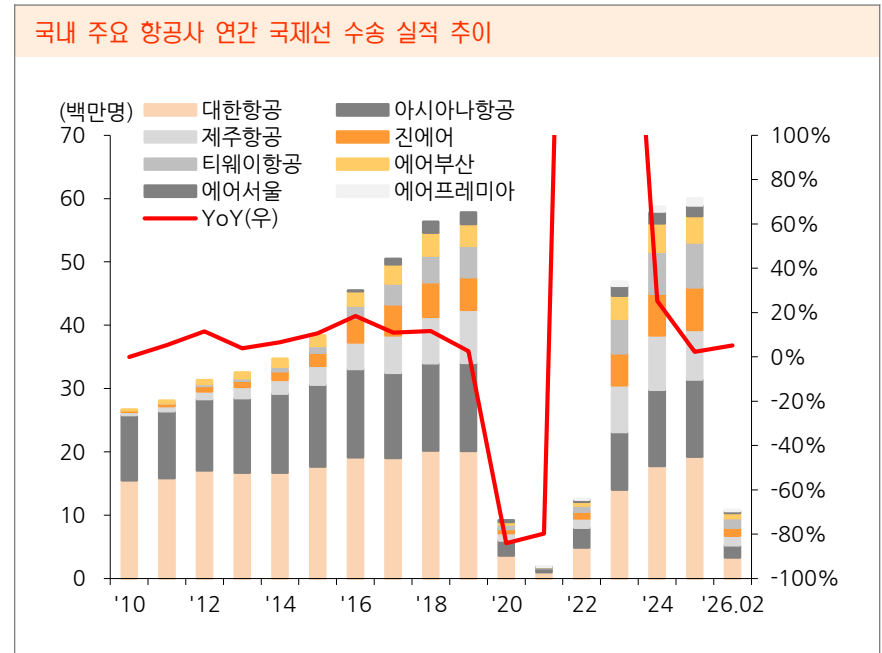
# 여행 심리 일시적 위축 환율/유가, 하반기 수요 좌우

[한화리서치센터]

- ❖ 3월은 비수기로 진입하며 국내 주요 항공사 수송 실적 완만한 감소 예상되나 좋았던 1-2월 덕에 1분기 서프라이즈성 영업 실적 예상
  - '26년 1월 전체 국제선 이용객 수는 907만명으로 사상 최고치 기록
  - 지난달인 2월은 약 842만명 기록하며 MoM 소폭 감소했으나 이는 영업일수 축소(31일 → 28일)에 따른 자연스러운 현상
  - 노선별로 보면, 일본/중국/동남아 등 중단거리 노선의 동계 호조
- ❖ 상대적 비수기에 속하는 2분기를 지나며 하반기 실적 변동성 확대 전망
  - 고환율/고유가 상황 지속은 여행 경비 부담에 따른 여행 심리 위축으로 연결 가능
  - 다만 내국인 여행 선호 지역 일/중/동남아 등 지역에 집중됨에 따라 고환율+고유가 영향 상대적으로 제한적일 가능성 有
  - 한일령 및 원화 가치 상대적 약세 지속 흐름 등은 외국인 인바운드 강제로 연결되며 국내 FSC 실적에 (+) 요인으로 작용 가능



주: '26년 2월까지  
 자료: 한국공항공사, 인천국제공항공사, 한화투자증권 리서치센터



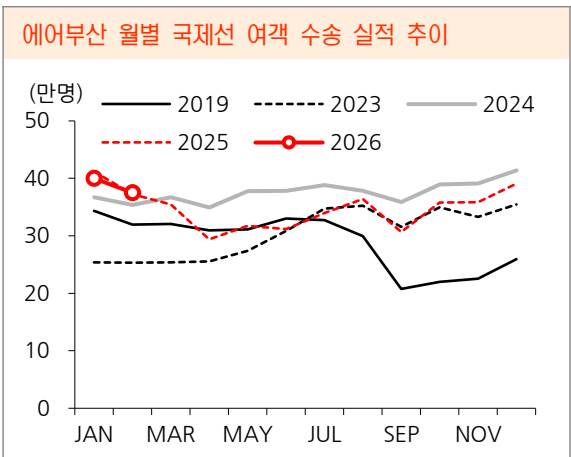
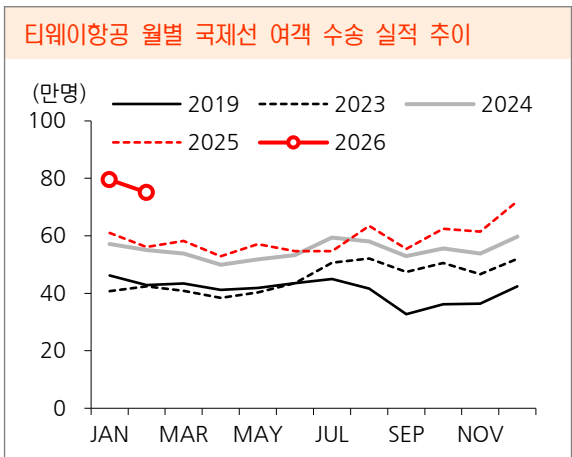
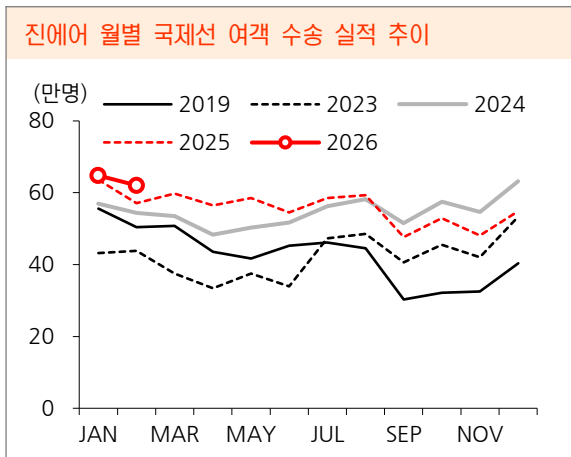
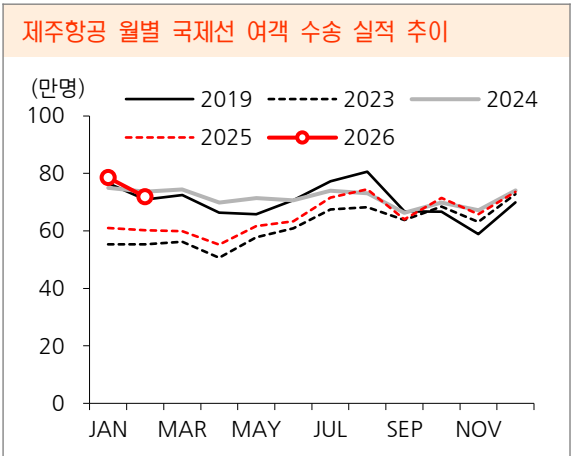
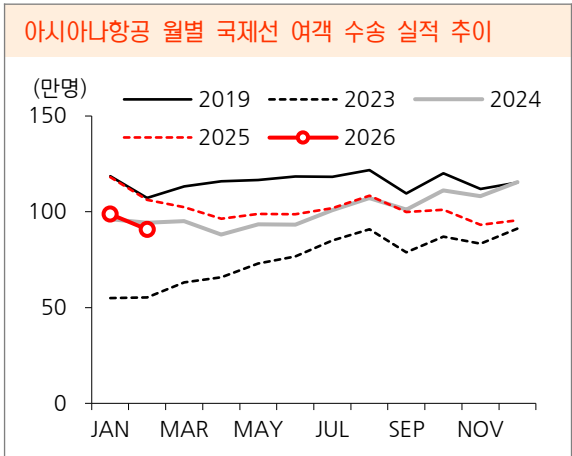
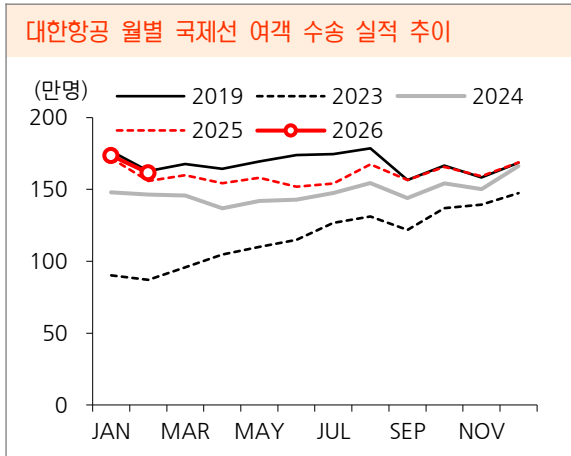
주: '26년은 2월까지 누계이며, 전년비 증감률은 전년 동기간 대비  
 자료: 한국공항공사, 인천국제공항공사, 한화투자증권 리서치센터



# 여행 심리 일시적 위축 환율/유가, 하반기 수요 좌우

[한화리서치센터]

## 상장 항공사 월별 국제선 여객 수송 실적 추이



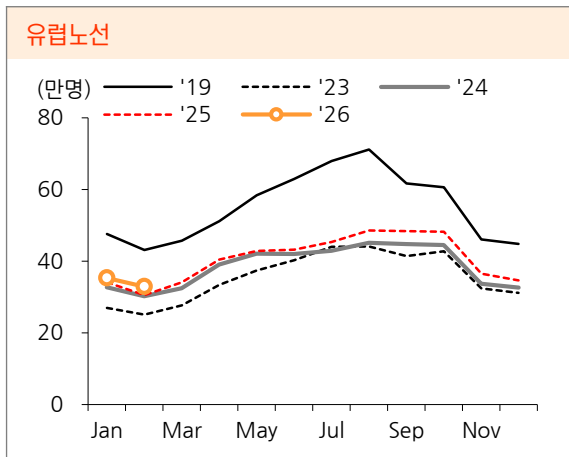
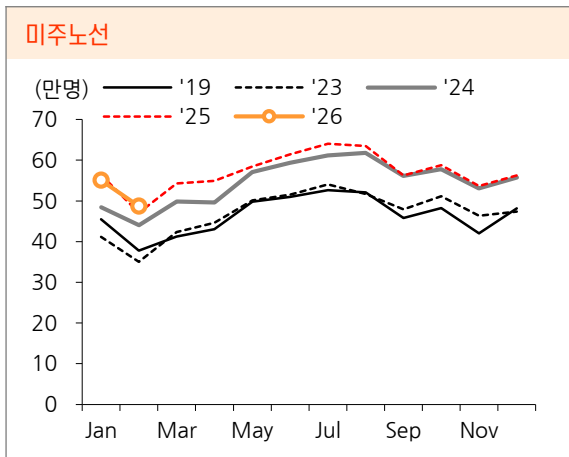
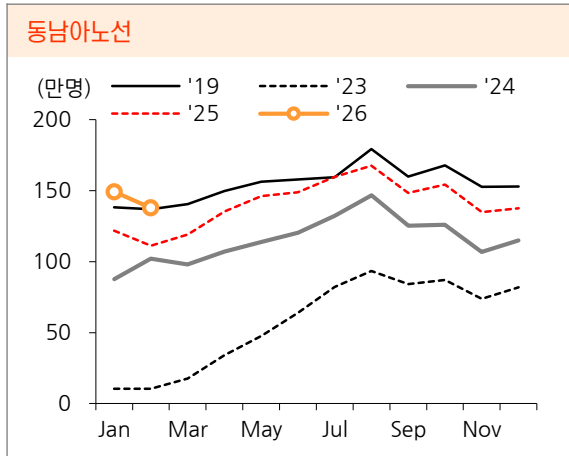
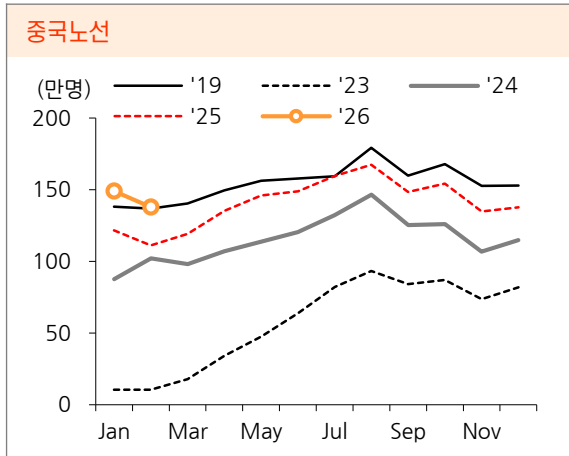
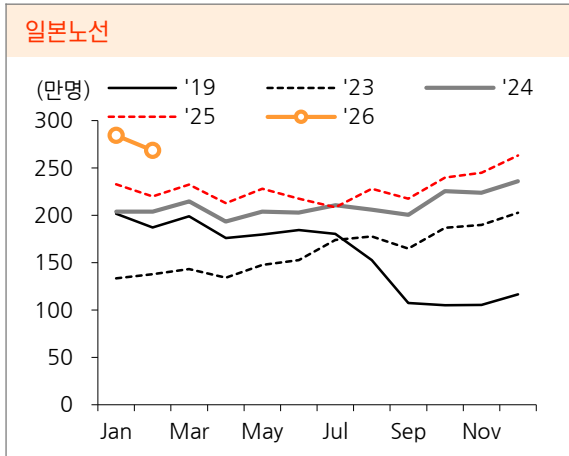
자료: 한국항공공사, 인천국제공항공사, 한화투자증권 리서치센터



# 여행 심리 일시적 위축 환율/유가, 하반기 수요 좌우

[한화리서치센터]

## 국제선 주요 노선 월별 이용객 추이



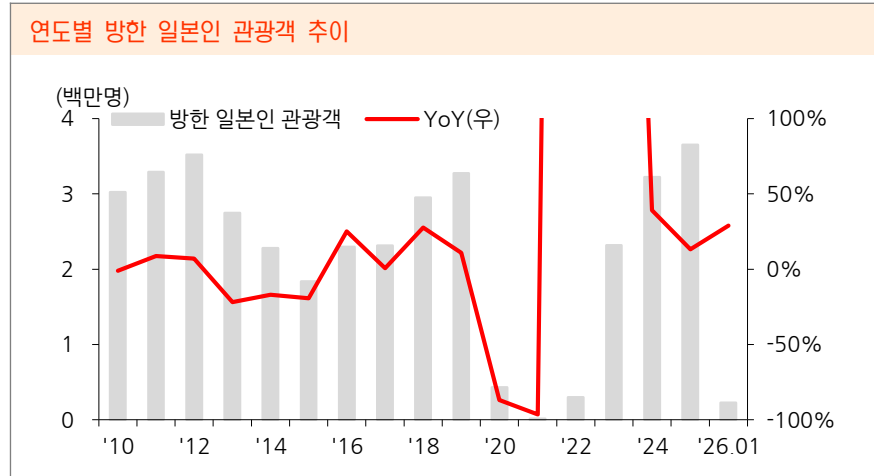
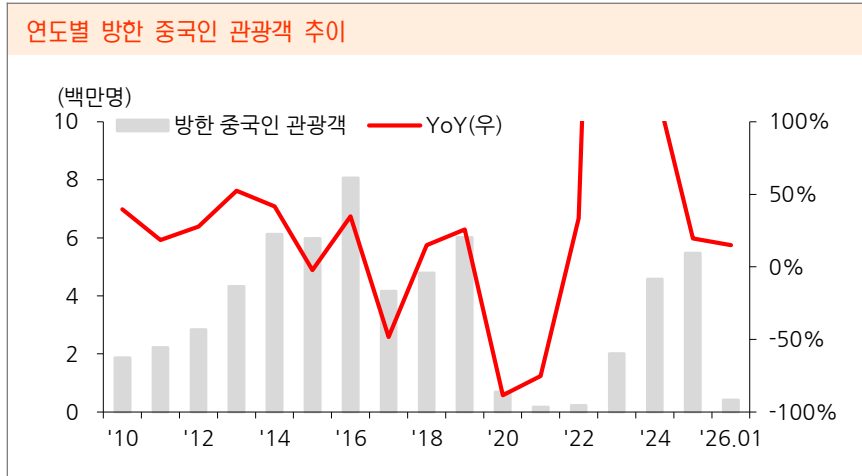
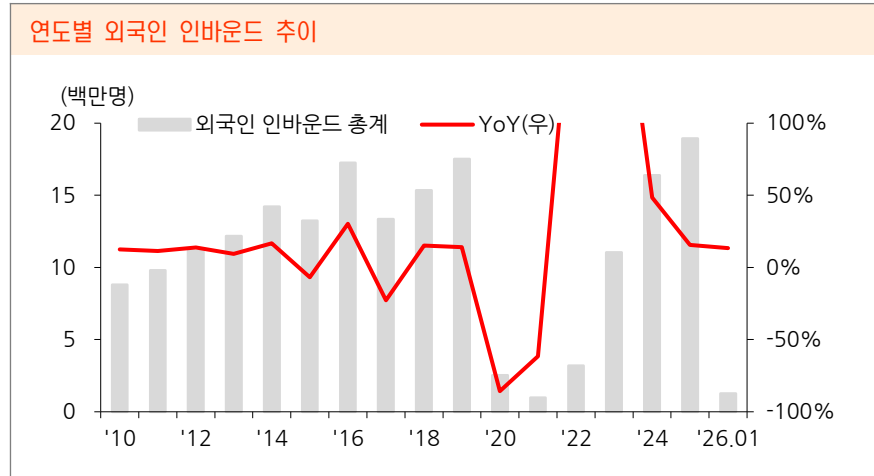
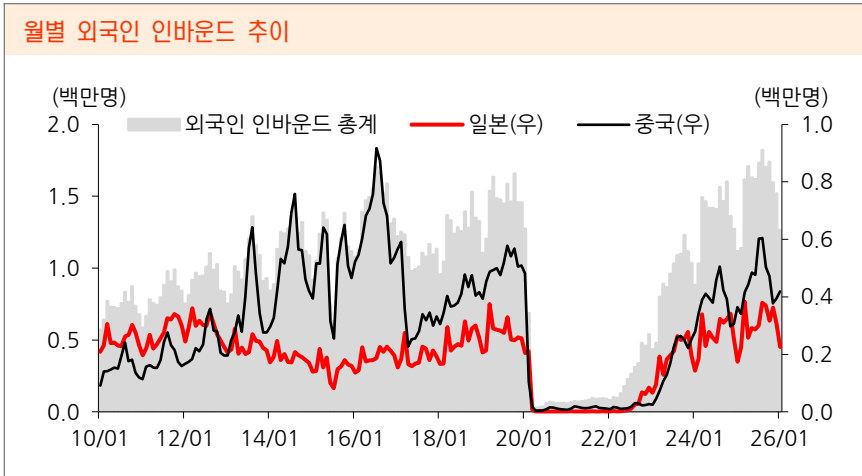
자료: 한국공항공사, 인천국제공항공사, 한화투자증권 리서치센터



# 여행 심리 일시적 위축 환율/유가, 하반기 수요 좌우

[한화리서치센터]

## 외국인 인바운드 추이



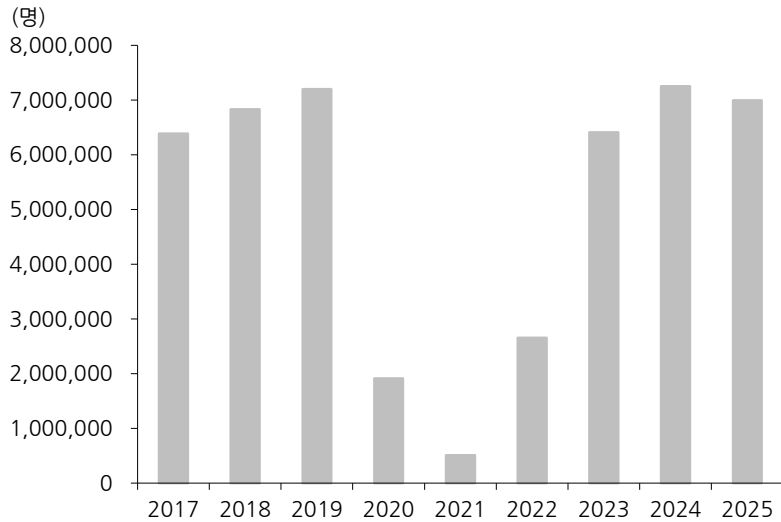
주: '26년 1월까지  
 자료: 한국관광공사, KOSIS, 한화투자증권 리서치센터



# 국제선 여객 일부 반사 수혜도 가능 중동 주요 항공사 운항 축소 [한화리서치센터]

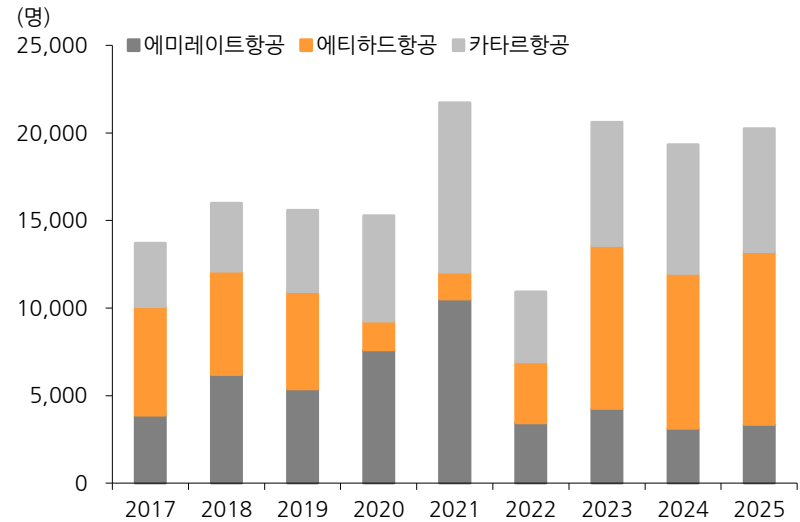
- ❖ 중동 사태에 따른 해당 지역 주요 국제 공항의 반복적 폐쇄
- ❖ 이는 중동 주요 FSC 3사(에미레이트항공, 에티하드항공, 카타르항공)의 여객기 운항 축소로 연결
- ❖ 인천 공항 환승 수요 중 중동 FSC 3사의 비중은 0.3%에 불과하나 사태 장기화시 장거리 국제선 연결편(아시아-유럽) 반사 수혜 가능
  - 대한항공과 아시아나항공 본격 통합 이후 환승 시장 점유율은 더욱 올라갈 것( '25년 연간 합산 기준 79.4%)
  - 중동 사태 장기화시 아시아-유럽 등 장거리 국제선 여객 시장에서 통합국적사 반사 수혜 가능
  - 다만 절대적인 영업실적 기준으로 보면 비중은 다소 미미

연도별 인천공항 환승 승객 추이



자료: 인천국제공항공사, 한화투자증권 리서치센터

연도별 중동 FSC 3사 이용 인천공항 환승 승객 추이



자료: 인천국제공항공사, 한화투자증권 리서치센터



---

# II

---

## 구조조정 가속화

너무 오래 걸렸지만



# 산업 구조조정, 필수불가결 공급 포화 시장

[한화리서치센터]

- ❖ 국내 FSC 및 LCC는 총 11개사
  - 대한항공, 아시아나항공, 에어프레미아, 진에어, 제주항공, 티웨이항공, 에어부산, 에어서울, 이스타항공, 파라타항공, 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

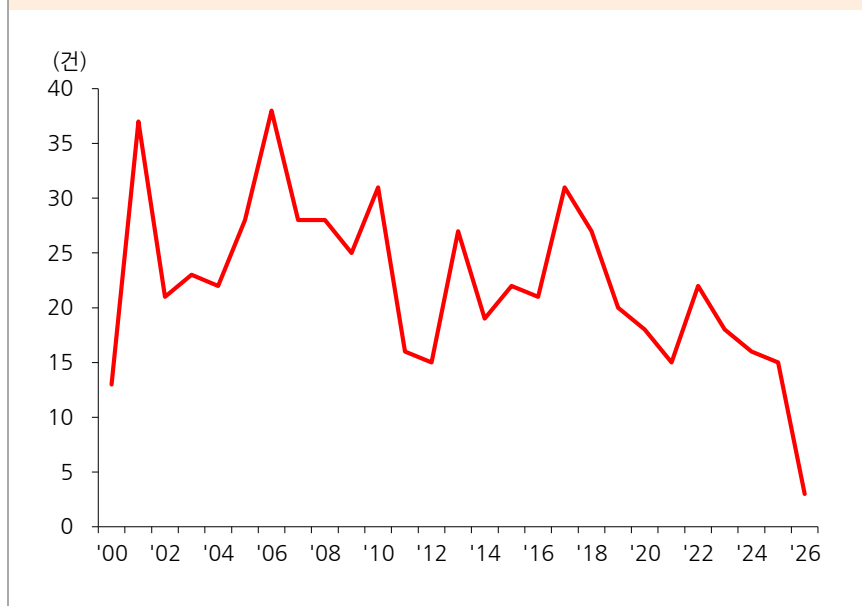


# 산업 구조조정, 필수불가결 공급 포화 시장

[한화리서치센터]

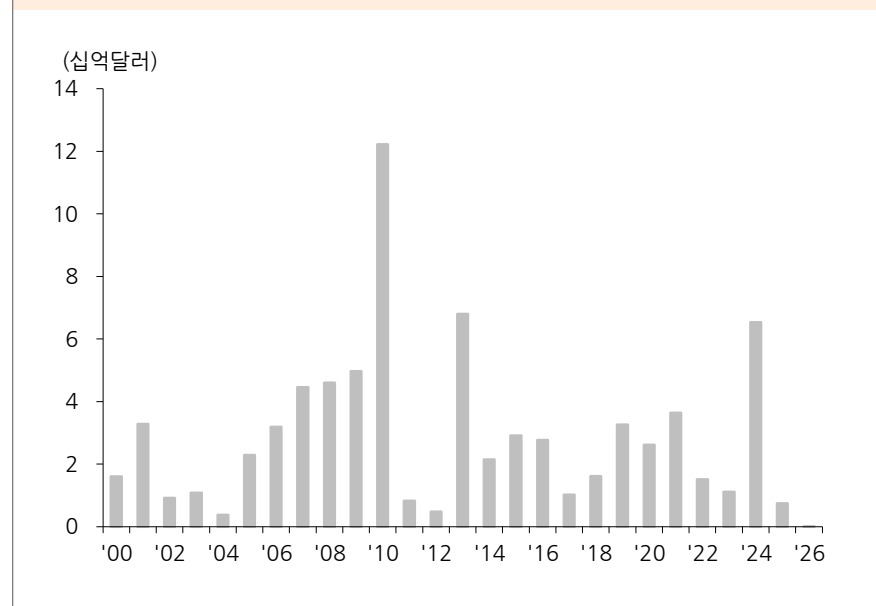
- ❖ 한국을 제외한 지역에서의 항공 업계 합종연횡 이벤트는 외부 변수에 의한 산업 위기 시마다 활발
- ❖ 2010년대까지 고유가파동/글로벌 금융 위기 등을 거치며 Air France-KLM, Delta Airlines-Northwest Airlines, Lufthansa-Swiss International Airlines, Lufthansa-Austrian Airlines, United Airlines-Continental Airlines, American Airlines-US Airways 등 합병 이벤트
- ❖ 팬데믹 이후에도 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

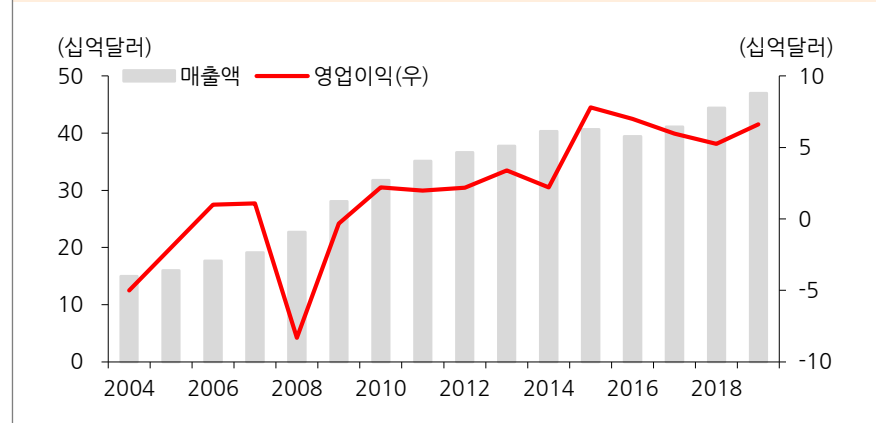


# 산업 구조조정, 필수불가결 공급 포화 시장

[한화리서치센터]

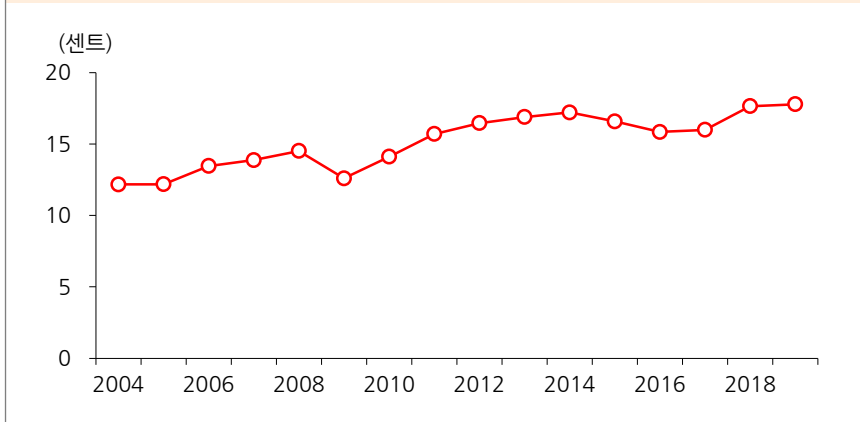
- ❖ Delta Airlines와 Northwest Airlines 2008년 합병
- ❖ 합병 직후 영업권 인식 및 PMI 일회성 비용 지출 & 유가 급등세 속 경기 침체에 따른 항공 여객 수요 부진 → Delta 대규모 적자 -73억달러의 비현금성 영업권 상각 인식  
-11억달러의 일회성 PMI 비용 인식(스톡옵션 9.8억달러, 인력 감축 프로그램 1.1억달러, 시설 및 항공기 계약 관련 0.4억달러)
- ❖ 합병 당시 기대 시너지 효과는 매년 20억달러로 추정  
-항공기재 운영 효율화 및 항로 다변화 통한 외형 확장 효과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

Delta Airlines 영업 실적 추이



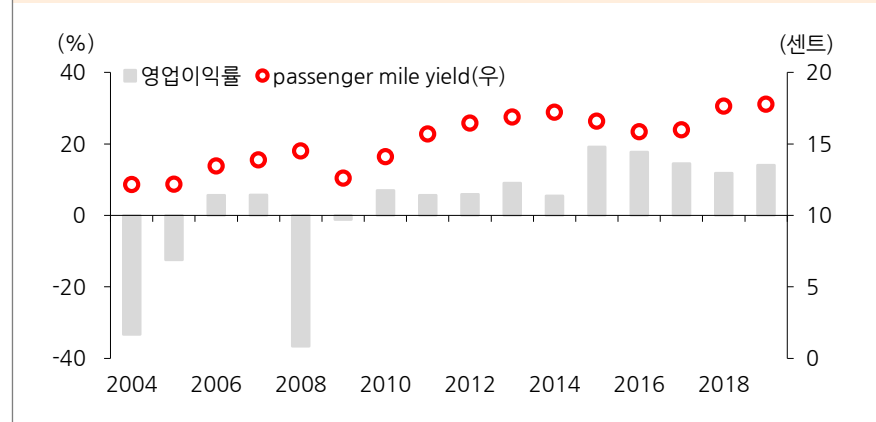
자료: Delta Airlines, 한화투자증권 리서치센터

Delta 여객 운임 추이



자료: Delta Airlines, 한화투자증권 리서치센터

Delta OPM vs Passenger mile yield



자료: Delta Airlines, 한화투자증권 리서치센터



# 지난해부터 이미 어려웠던 LCC 전쟁은 구조조정 가속화로 연결

[한화리서치센터]

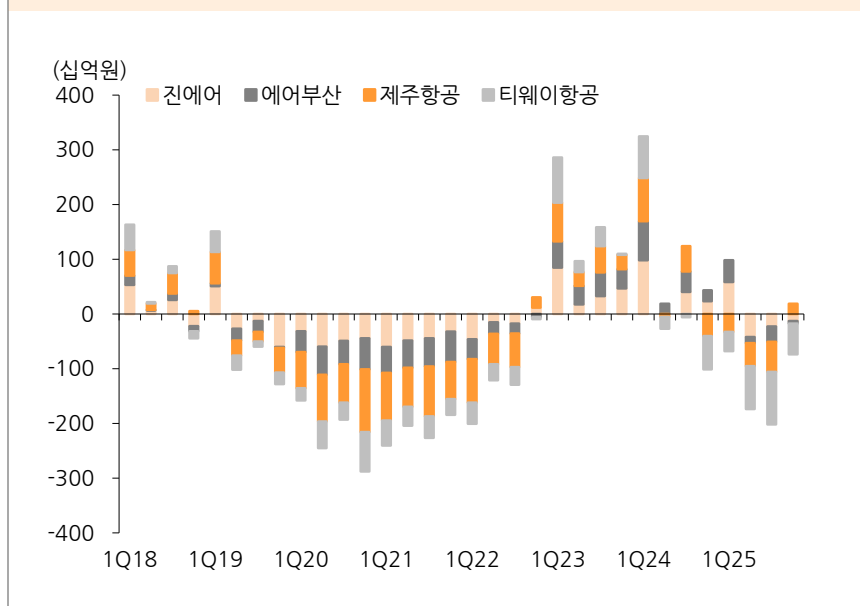
## ❖ 국내 대부분의 상장 LCC 지난해 부진한 실적을 기록

- 중단거리 여객 수요 강했지만, 지속적인 공급 경쟁 강화로 운임 하락 & 팬데믹 기간 미뤄두었던 비용 단가 인플레이션 반영 탓
- 제주항공은 '24년 연말 사고 이후 일시적인 수요 부진 등으로 어려움 겪었으나 보수적 경영을 통해 4분기 영업이익 흑자 기록
- 진에어, 에어부산 P/C 부조화 여파 있었으나 그룹사 이점을 살린 효율적 경영을 통해 상대적으로 선방한 실적 기록
- 티웨이항공은 장거리 진출 등으로 '24년부터 시작된 실적 악화의 '25년 심화

## ❖ 1분기는 전반적으로 안정적인 실적 예상, 다만 2분기 실적은 안갯속

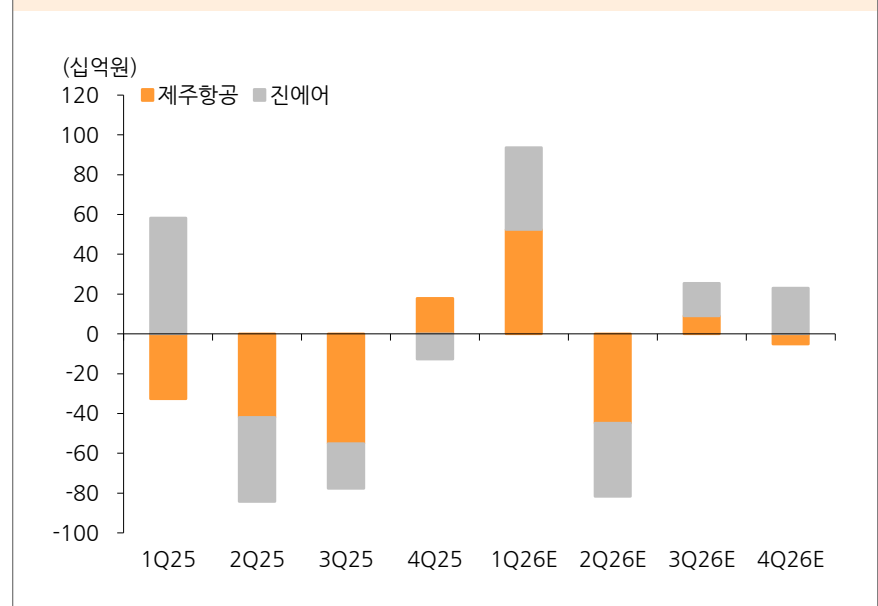
- 1분기 동계 성수기 효과 및 한일령/환율 효과 덕에 강한 일본 노선 수요 확인 → 전반적인 분기 실적 호조 예상
- 다만 4월부터 높아진 유류 부담 반영되는 가운데 비수기로 진입하며 2분기 실적에 대한 보수적 접근 필요
- 고유가/고환율 지속시 Q 및 C에 있어 LCC 부담 더욱 커질 전망

상장 LCC 분기별 합산 영업손익 추이



자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

제주항공 및 진에어 분기 영업손익 추이 및 전망



자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터 추정



# 지난해부터 이미 어려웠던 LCC 전쟁은 구조조정 가속화로 연결

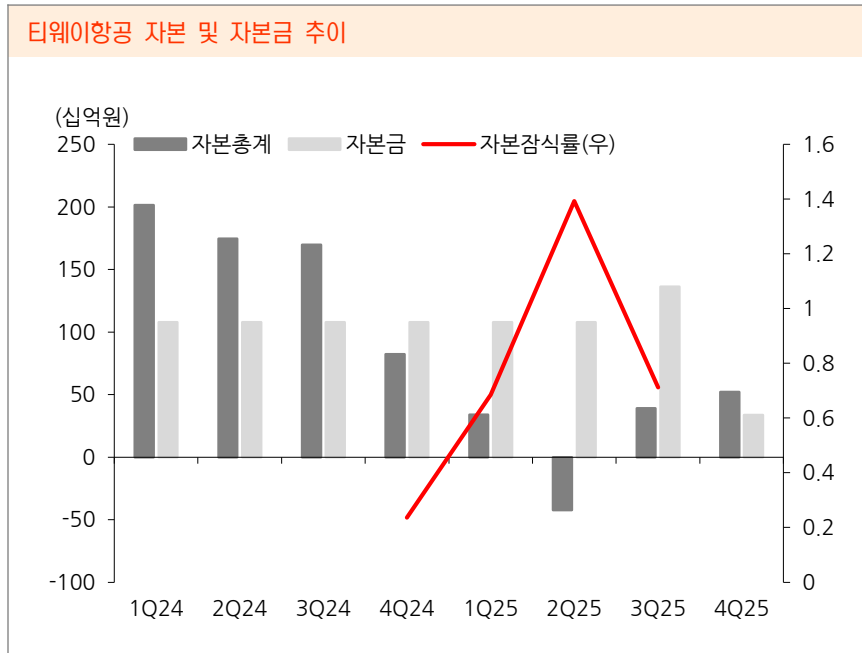
[한화리서치센터]

## ❖ 티웨이항공의 지속되는 적자

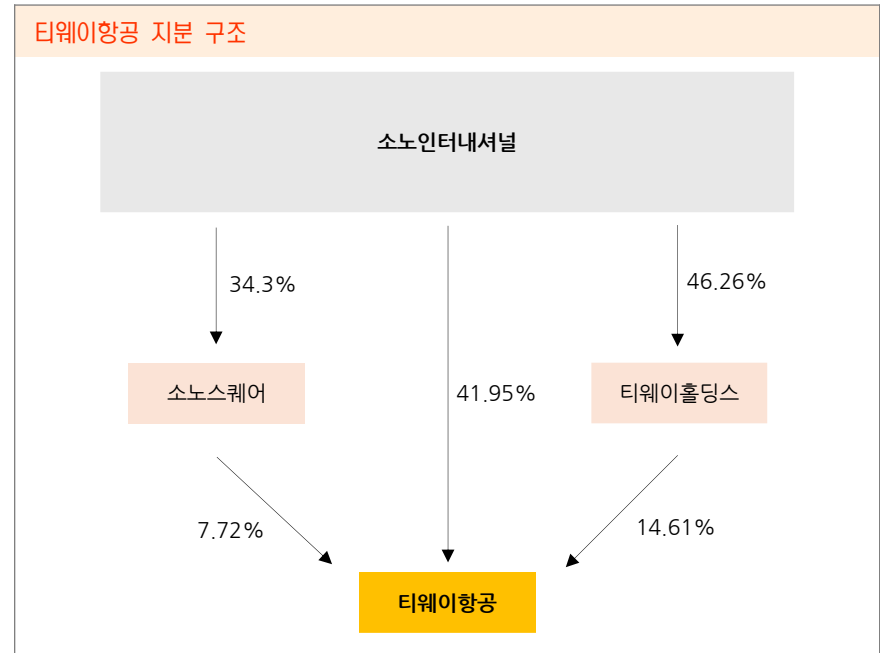
- 2Q24부터 7개 분기 연속 영업적자 기록. ‘24년까지 상장 LCC 전반적으로 견조한 실적 기록한 것과 상반되는 흐름
- LCC의 기본 모델은 기종 단일화 및 노선 단일화를 통한 규모의 경제 <-> 티웨이항공의 장거리 진출 전략과는 다소 거리 有
- 장거리 국제선 여객 시장 진출에 따른 고정비 부담 증가로 해석
- 한편 장거리 국제선 여객 시장의 경우 상용/환승/프리미엄 수요 중심의 시장으로 변화되며 티웨이항공의 저가 전략과 miss match

## ❖ 지속된 영업적자는 재무 리스크로 연결

- ‘25년 8월, 유상증자(1,100억원) + 무상감자 + 영구전환사채발행(400억원) + 신주인수권부사채발행(500억원) 등으로 자금 수혈
- ‘26년 3월, 약 700억원 규모의 유상증자 한차례 더 단행
- 소노그룹의 꾸준한 자금 수혈 이뤄지고 있으나 매크로 변동성 확대되는 시기, 이전부터 지속되어 온 영업 적자 상황은 다소 부정적



자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터



자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터



# 지난해부터 이미 어려웠던 LCC 전쟁은 구조조정 가속화로 연결

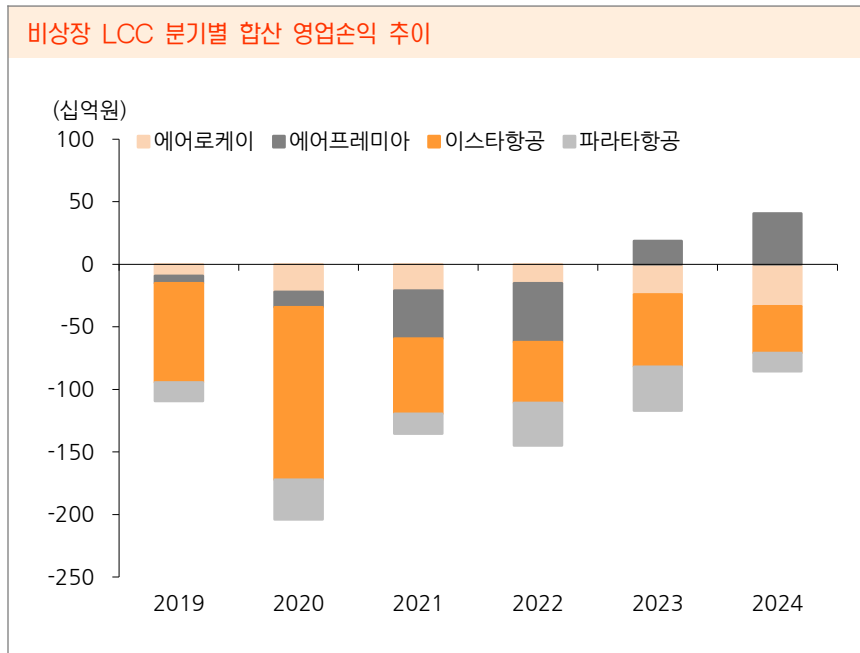
[한화리서치센터]

## ❖ 비상장 LCC 지속되는 적자 → 만연한 재무리스크

- 에어로케이/이스타항공/파라타항공 등 비상장 LCC들의 영업 적자는 일상화('19년부터 '24년까지 영업적자 지속)
- 국내선 및 일부 근거리 국제선이 주력 노선. 주로 지방발 노선으로 이루어져 있으며 공급 포화 시장에서의 생존이 쉽지 않은 상황
- 에어프레미아만 유일하게 '23-'24 연속 영업 흑자 기록. 미주 노선 주력 전략 덕
- 지속되는 적자는 재무리스크로 연결. 모회사의 꾸준한 자금 수혈에도 자본잠식에서 벗어나지 못하는 상황

## ❖ 국토부 재무 구조 개선 명령 → 면허 취소

- [항공사업법] 항공사 자본잠식을 50% 초과 1년 이상 유지 or 완전 자본잠식시 국토부 장관의 재무구조 개선 명령
- [항공사업법] 재무구조 개선 명령 이후 자본잠식을 50% 초과 상태 2년 이상 지속시 면허 취소 혹은 6개월간 사업 정지 명령



자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

비상장 LCC 자본 잠식 현황

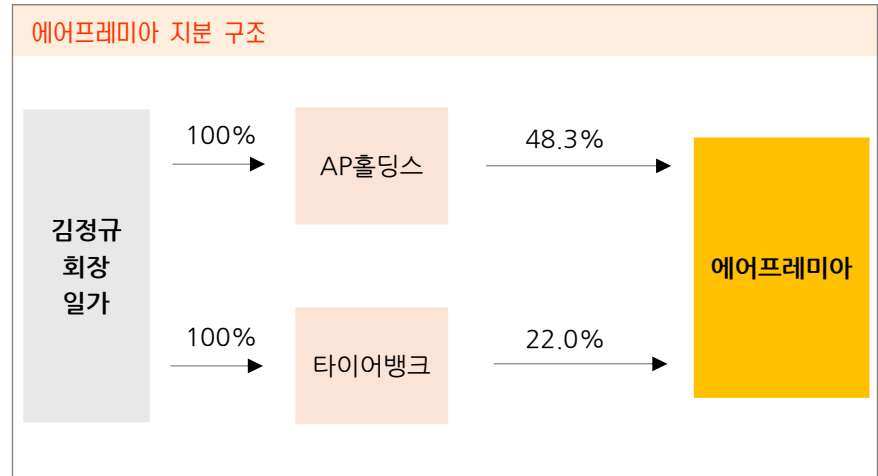
(단위: 십억원, %)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>에어로케이</b>						
자본총계	32.3	10.3	-11.8	-23.6	-32.5	-80.5
자본금	48.0	48.0	48.0	48.5	49.5	49.5
<b>자본잠식률</b>	<b>3.3%</b>	<b>7.9%</b>	<b>12.4%</b>	<b>14.9%</b>	<b>16.6%</b>	<b>26.3%</b>
<b>에어프레미아</b>						
자본총계	40.7	28.7	15.3	48.6	26.2	27.3
자본금	19.9	20.0	62.4	146.8	146.8	146.8
<b>자본잠식률</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>75.4%</b>	<b>66.9%</b>	<b>82.1%</b>	<b>81.4%</b>
<b>이스타항공</b>						
자본총계	-63.2	-347.4	-40.2	-46.4	9.8	-14.9
자본금	48.6	48.6	70.0	113.7	15.0	15.0
<b>자본잠식률</b>	<b>230.2%</b>	<b>815.3%</b>	<b>157.4%</b>	<b>140.9%</b>	<b>34.6%</b>	<b>199.4%</b>
<b>파라타항공</b>						
자본총계	20.8	-5.2	3.1	-21.5	-54.2	4.8
자본금	40.9	41.4	13.5	15.8	15.8	22.5
<b>자본잠식률</b>	<b>49.2%</b>	<b>112.5%</b>	<b>77.1%</b>	<b>235.6%</b>	<b>442.2%</b>	<b>78.8%</b>

자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

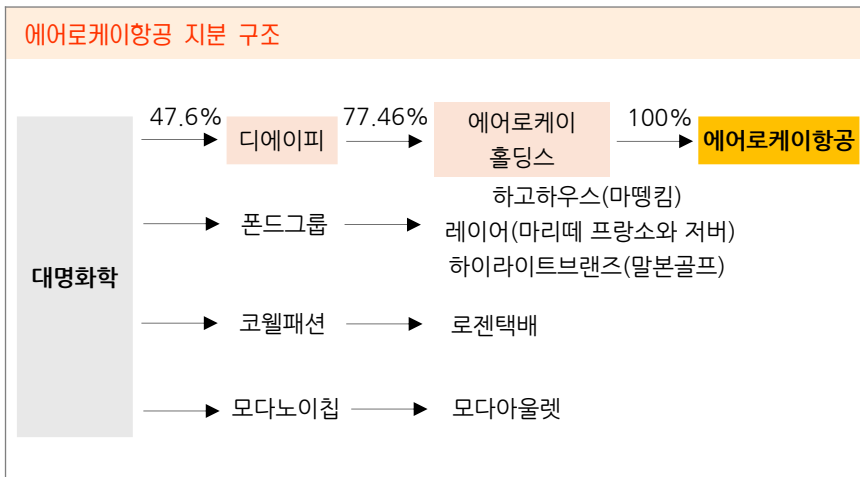


# 모회사까지 번지는 재무 리스크 비상장 LCC의 지속되는 자금 수혈 [한화리서치센터]

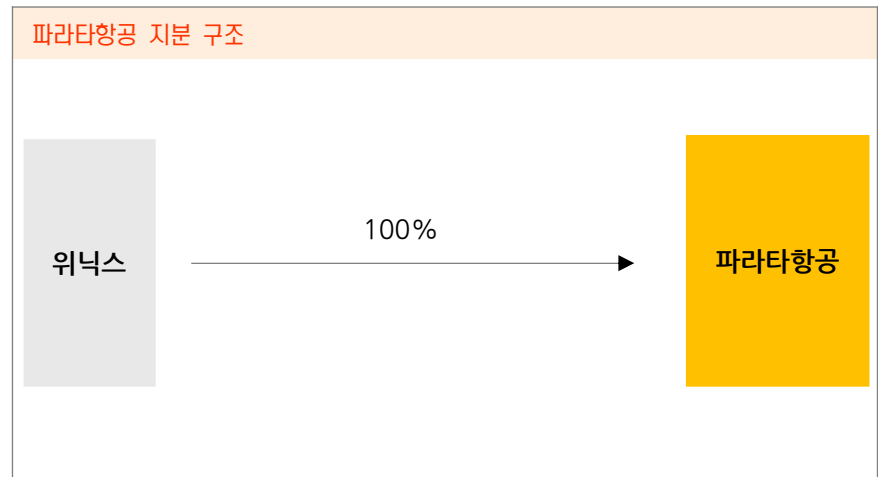
- ❖ 에어프레미아, 올 상반기 무상감자+유상증자 예정
  - 미주 노선 저가+프리미엄 수요 유지로 '23년부터 영업 흑자
  - 자본잠식 탈피 위해 상반기 중 무상감자+유상증자 예정
  - 고유가로 LA 노선(26편) 및 하와이 노선(6편) 일시적 비운항
- ❖ 에어로케이항공, 12월 유상증자+무상감자로 자본잠식 우려 탈피
  - 유증 1천억원, 무감 보통주 약 73백만주
  - 에어로케이홀딩스도 약 66억원 규모의 유상증자
  - 쥘디에이피는 '25년말 기준 완전 자본잠식 상태
  - 고유가로 2분기 4개 노선(이바라키/나리타/클락/울란바토르) 비운항
- ❖ 위닉스→파라타항공 지원 자금 누적 1145억원
  - 950억원 유상증자 대금으로 출자 전환
  - 3Q25 기준 위닉스 별도 기준 현금성 자산 약 69억원



자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터



자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

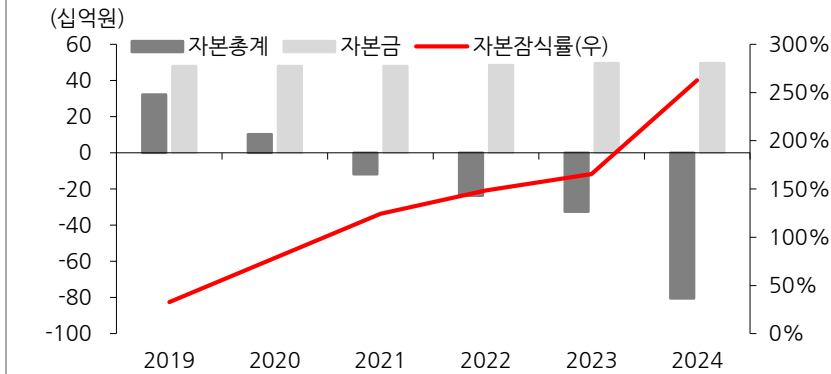


자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터



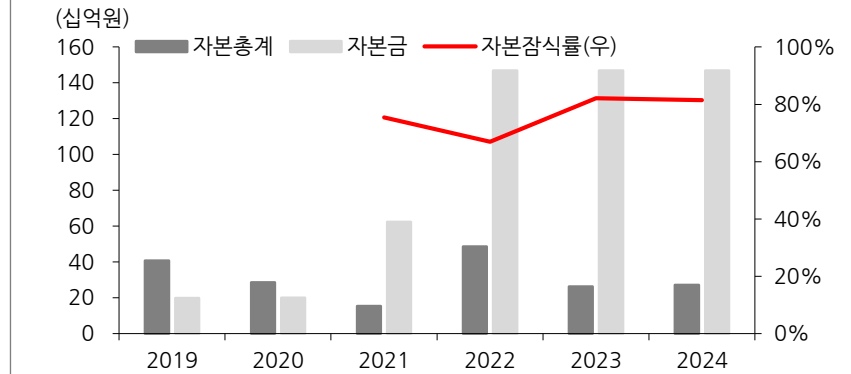
# 모회사까지 번지는 재무 리스크 비상장 LCC의 지속되는 자금 수혈 [한화리서치센터]

에어로케이 자본 및 자본금 추이



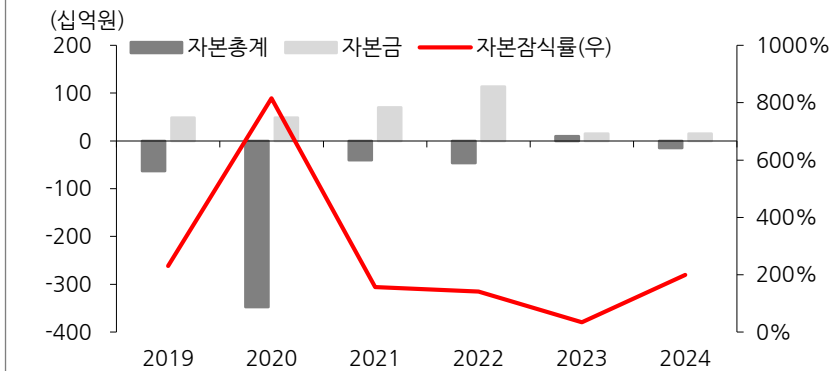
자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

에어프리미아 자본 및 자본금 추이



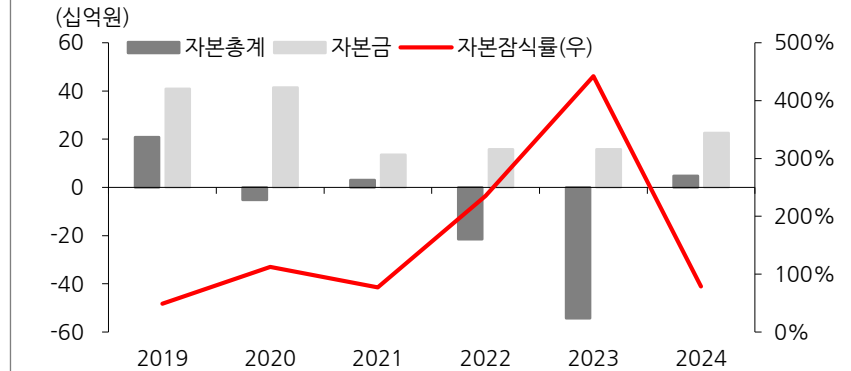
자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

이스타항공 자본 및 자본금 추이



자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

파라타항공 자본 및 자본금 추이



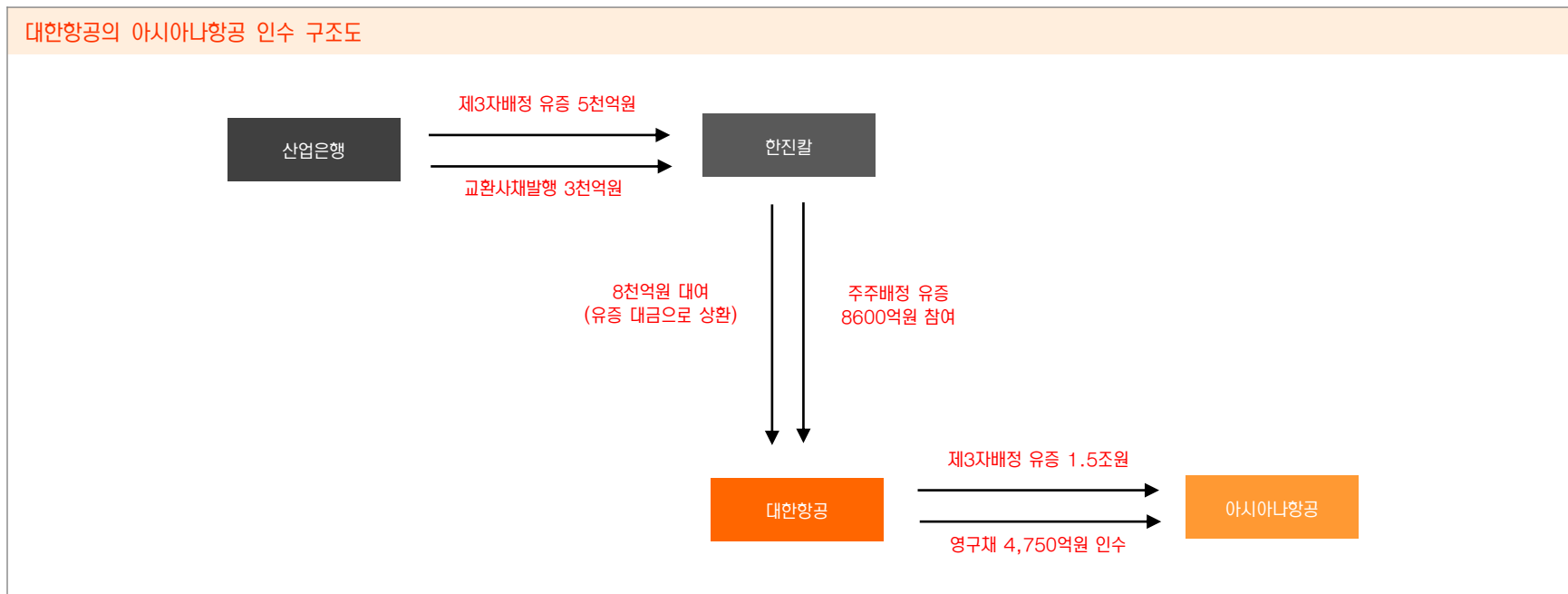
자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터



## 이미 시작된 구조조정 양대 국적사 통합

[한화리서치센터]

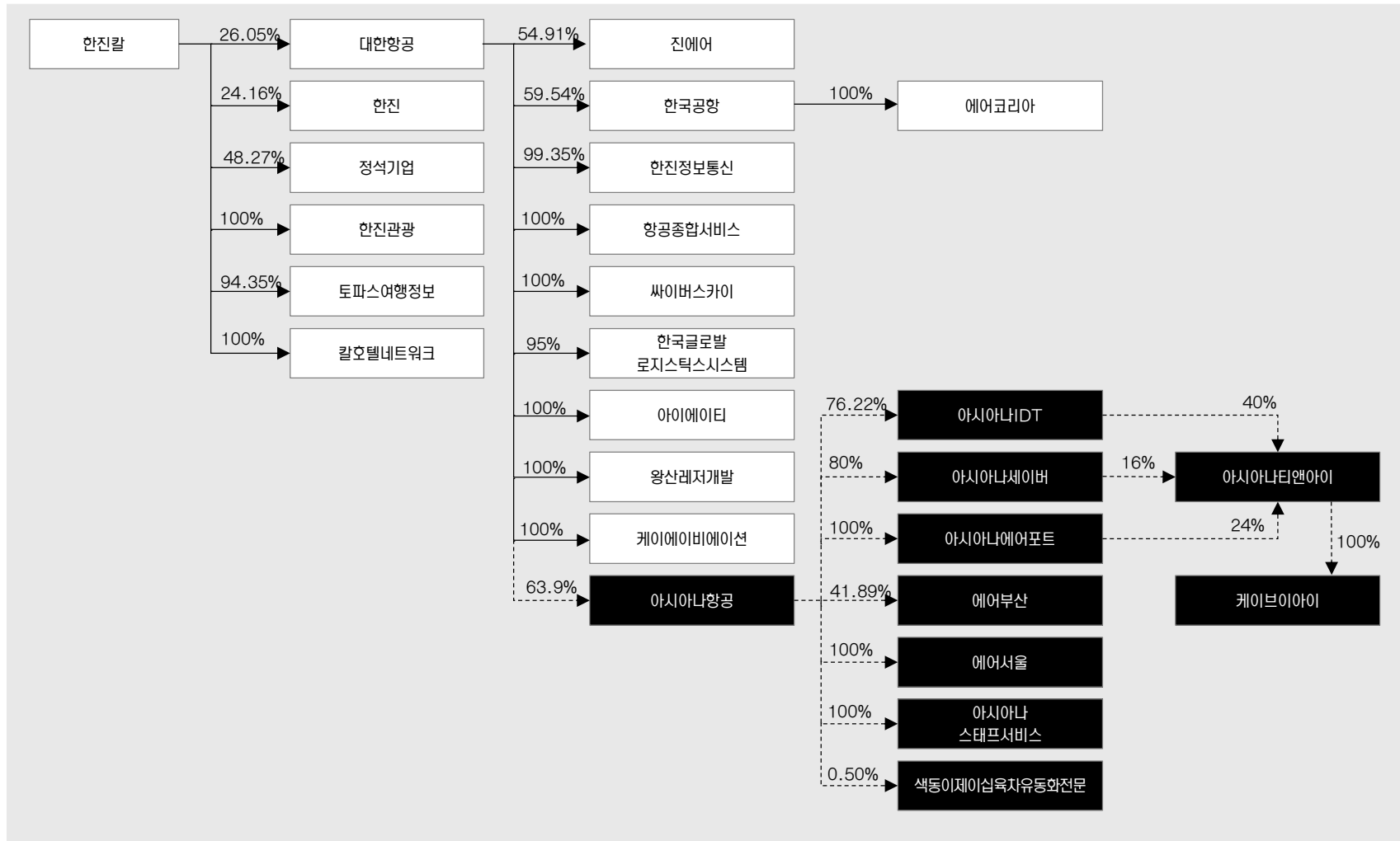
- ❖ '20년 11월 한진칼-산업은행, 항공산업 구조개편 추진 등을 위한 투자합의서 체결
  - 1) 산업은행은 한진칼에 제3자배정 유증을 통해 5천억원 납입, 대한항공 보통주 대상 EB 인수로 3천억원 추가 납입
  - 2) 한진칼은 대한항공에 8천억원 대여 및 '21년 3월 주주배정 유증 통해 8600억원 추가 납입
  - 3) 대한항공은 해당 자금을 활용, 아시아나항공 제3자배정 유증 계약금 및 중도금 3천억원, 4천억원 예치
  - 4) 유증 외에도 대한항공은 아시아나항공 발행 영구채 4,750억원 인수
  - 4) '24년 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)



자료: 전자공시시스템, 언론 보도 취합, 한화투자증권 리서치센터



아시아나항공 인수 후 한진그룹 지배구조도



자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

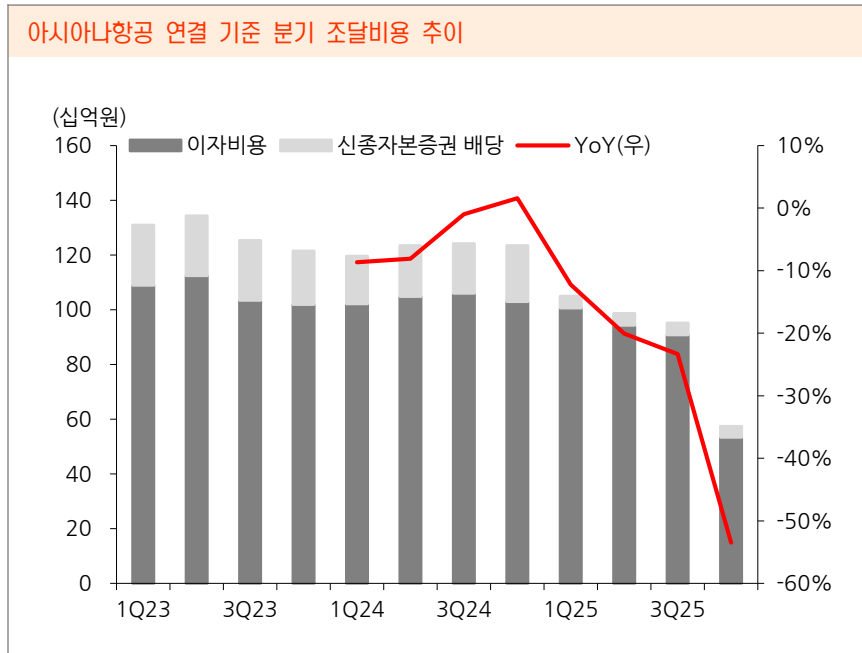


# 빠를수록 좋은 구조조정 아시아나항공 차입 부담 완화

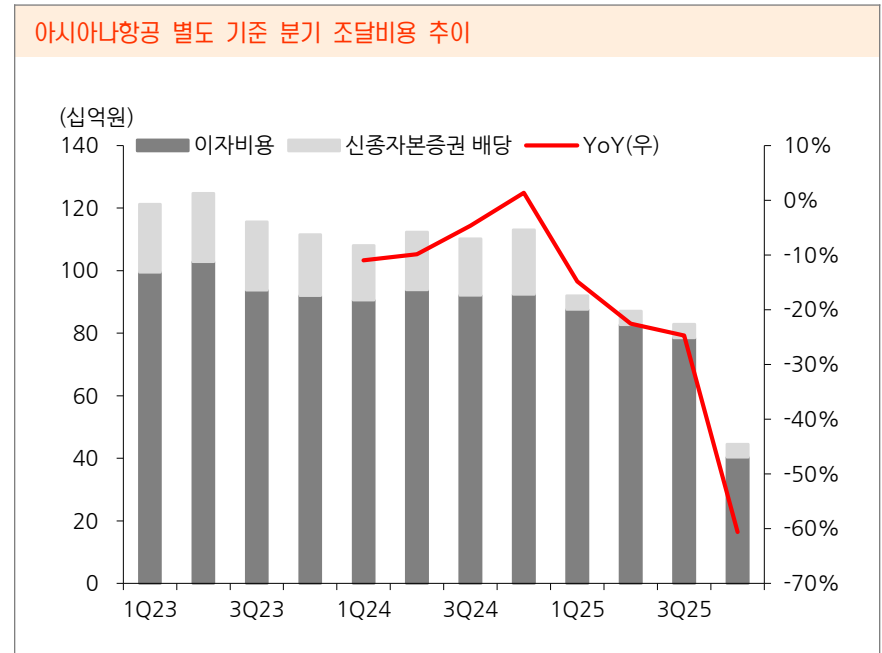
[한화리서치센터]

- ❖ 아시아나항공 이자비용 및 영구채 배당금 등 조달 비용 부담 급격한 완화 확인
  - 대한항공으로부터 납입 받은 유증 대금을 활용, 고금리 영구채 및 차입금 우선 상환
  - 대한항공 보유 아시아나 발행 영구채의 경우 낮은 금리의 신규 영구채로 차환
  - 4Q25 연결 기준 조달 비용(이자비용+영구채배당금) 575억원, YoY -53%
  - 4Q25 별도 기준 조달 비용(이자비용+영구채배당금) 446억원, YoY -61%
  - 2025 연간 연결 조달 비용 3,565억원, YoY -27%
  - 2025 연간 별도 조달 비용 3,067억원, YoY -31%

❖ 추후 모회사(대한항공)의 신용도를 활용한 리스부채 이자율 완화까지도 기대



자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터



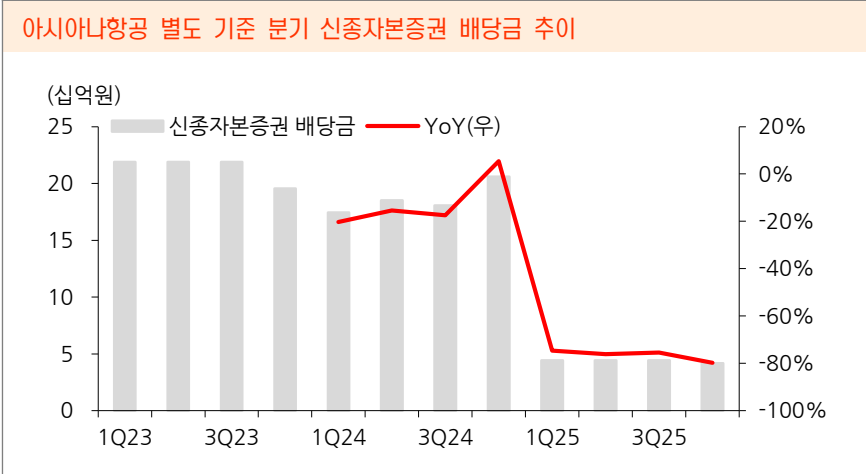
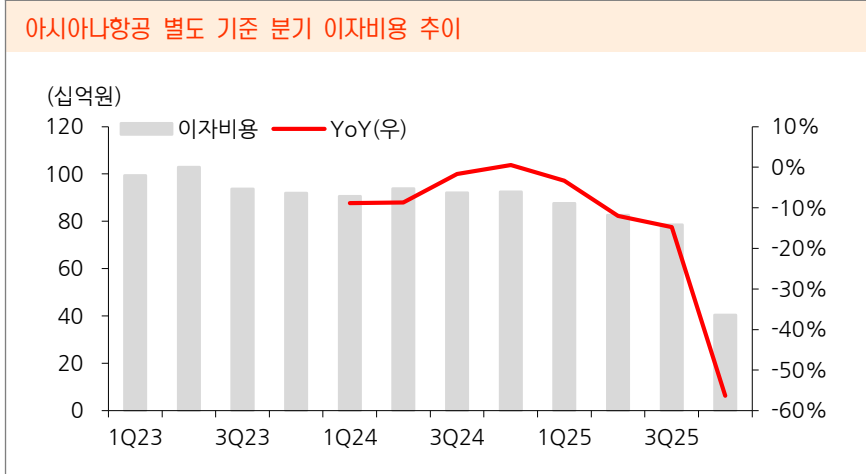
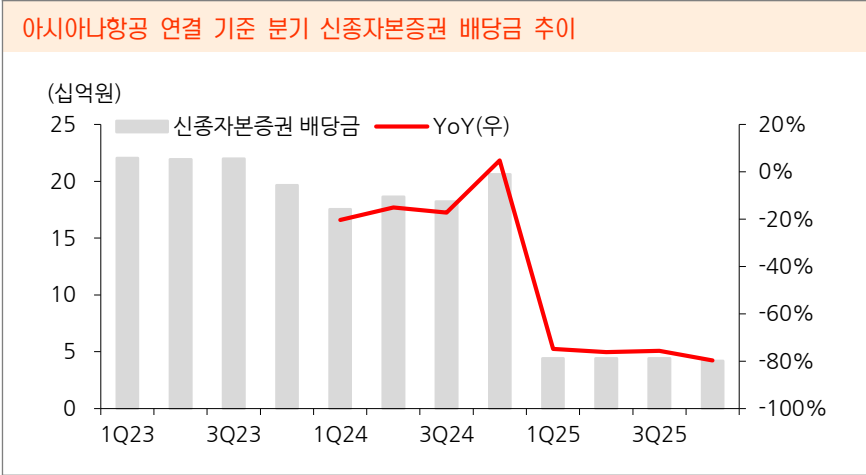
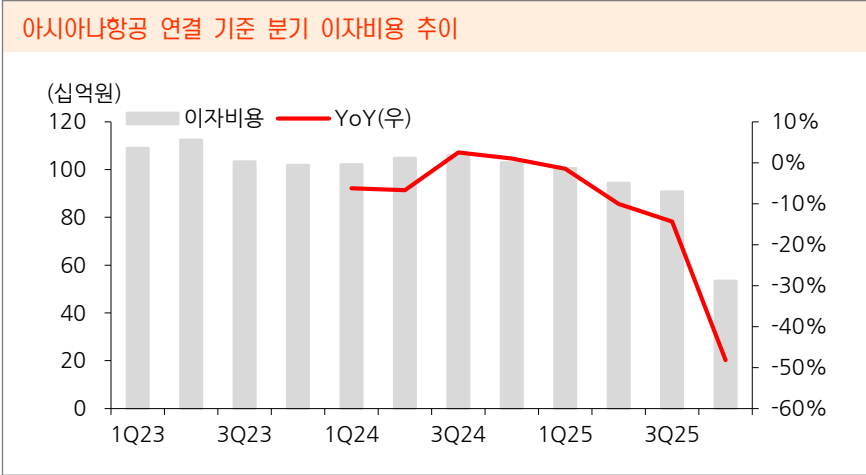
자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터



# 빠를수록 좋은 구조조정 아시아나항공 차입 부담 완화

[한화리서치센터]

## 아시아나항공 조달비용 추이



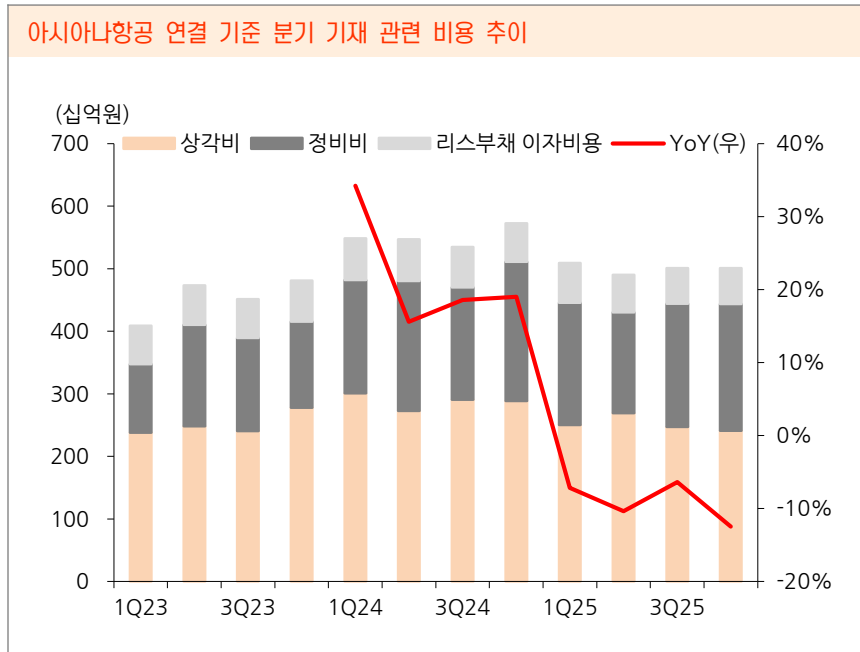
자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터



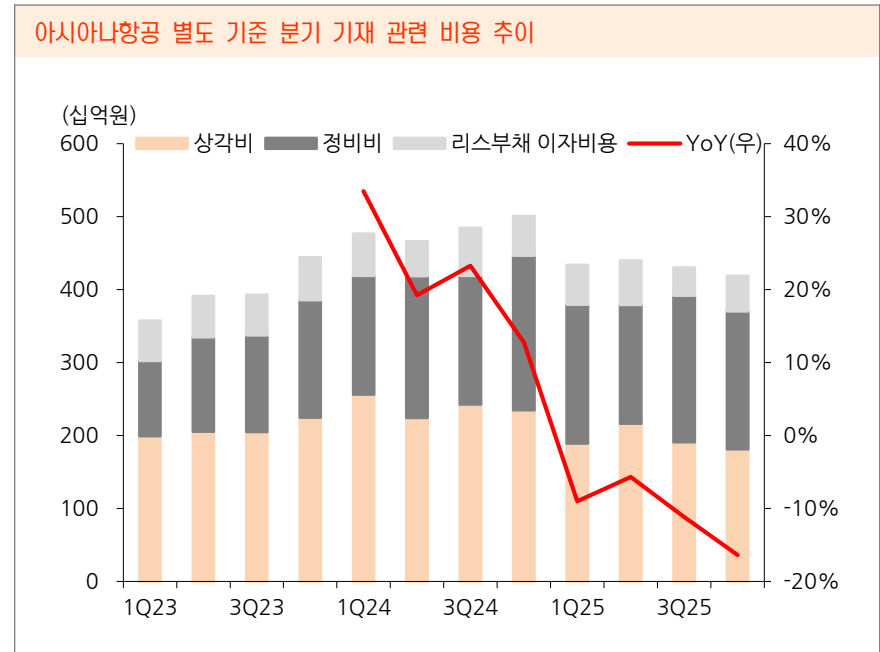
## 빠를수록 좋은 구조조정 아시아나항공 고정비 부담 완화

[한화리서치센터]

- ❖ 항공 사업의 대부분의 비용은 외부에서 조달해오는 비용
  - 계약 규모가 커질수록 단위 비용 절감 가능
  - 특히 기재 관련 비용(상각비, 정비비, 리스부채 이자비용 등)은 고정비성 성격이 강함
- ❖ 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



자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터



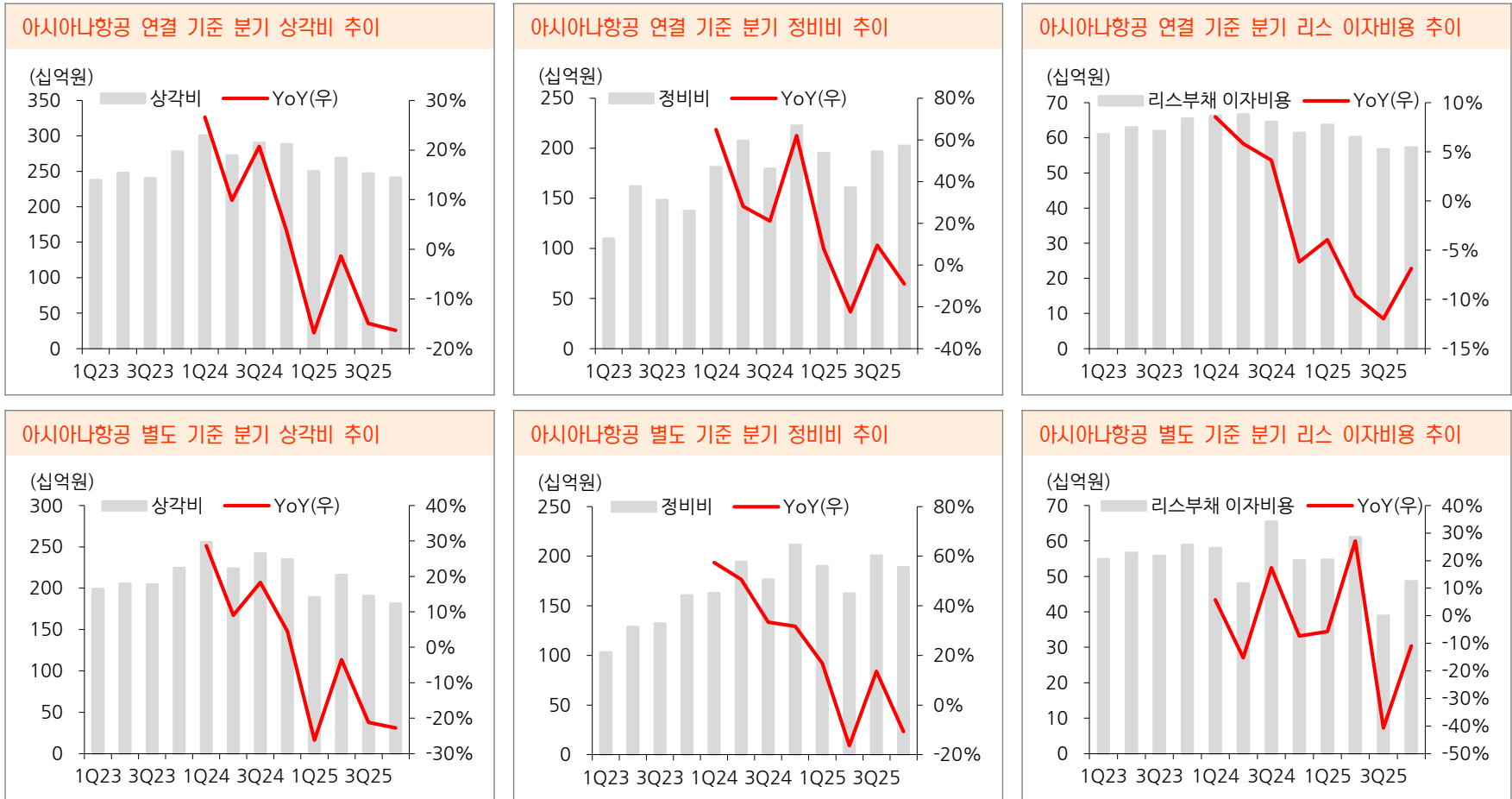
자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터



# 빠를수록 좋은 구조조정 아시아나항공 고정비 부담 완화

[한화리서치센터]

## 아시아나항공 기재 관련 비용 추이



자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

대한항공 그룹사 기단 보유 현황				(단위: 대)			
대한항공	중대형기	B747-8i	4	아시아나항공	A330	14	
		B777	33		B777-200	9	
		B787-9	14		A350	15	
		B787-10	13		A380	6	
		A380	6		소계	44	
		A350	2		소형기	A320/321	11
		A330	18			A321NEO	13
		소계	90			소계	24
			여객기 계	68			
	소형기	B737-800/900	17	에어부산	소형기	A320/321	13
		B737-8	6		A321NEO	8	
		A321NEO	19	여객기 계	21		
		A220	10	에어서울	소형기	A321	6
	소계	52	여객기 계		6		
			여객기 계		142		
화물기	B747F	4					
	B747-8F	7					
	B777F	12					
	화물기 계	23					
	총계	165					
진에어	중대형기	B777-200	4				
	소형기	B737-800/900	22				
	여객기 계	B737-8	5				
		여객기 계	31				
대한항공 그룹사 보유 항공기 총계				291			

8/26 대한항공 공시 상 도입 예정 항공기			(단위: 대)
8/26일 공시상 도입 예정 항공기	중대형기	B777-9	20
		B787-10	25
		소계	45
	소형기	B737-10	50
		소계	50
	여객기 계		95
	화물기	B777-8F	8
화물기 계		8	
총계		103	

항공기 List Price 및 실제 도입 단가 추정				(단위: 백만달러)
항공기 모델	List Price (공식/추정)	예상 도입 단가 (50% 할인 가정)	가격 범위 (40~60% 할인)	
B777-9	442.2 M	≈ 221 M	177 M ~ 265 M	
B787-10	338.4 M	≈ 169 M	135 M ~ 203 M	
B737-10	~135 M (추정)	≈ 67.5 M	54 M ~ 81 M	
B777-8F	up to 519 M	≈ 259.5 M	208 M ~ 311 M	

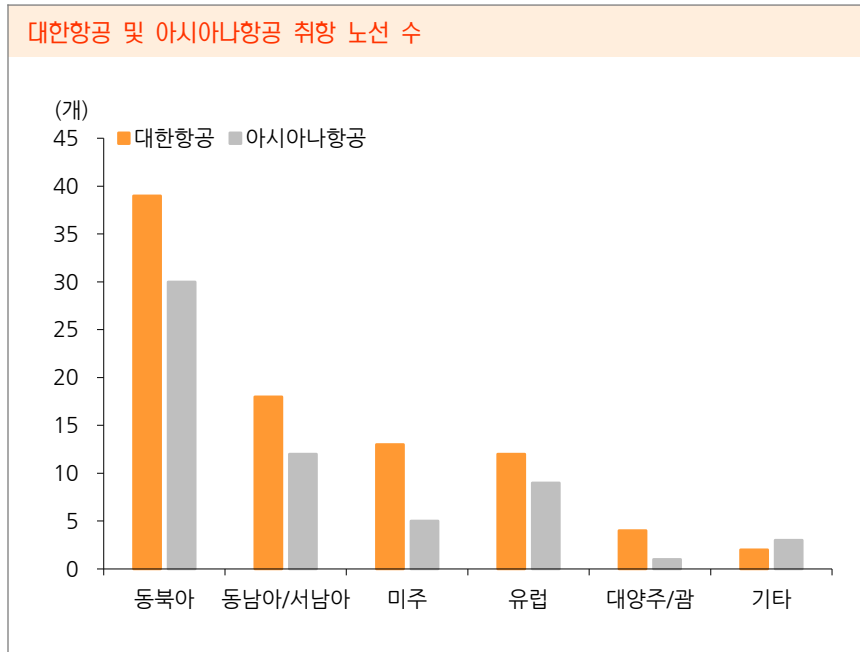
자료: 각 사, 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터 추정



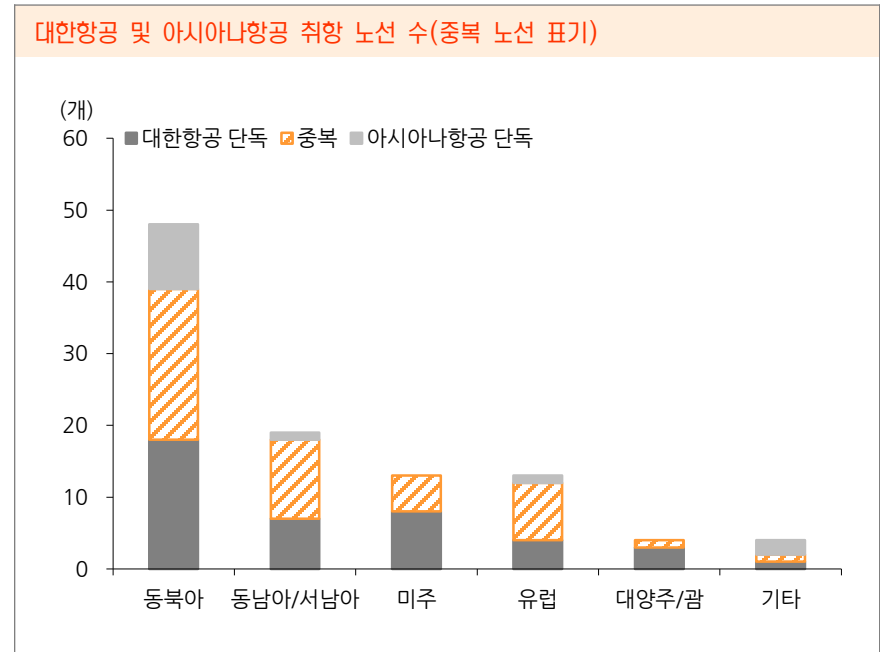
## 빠를수록 좋은 구조조정 글로벌 시장 경쟁력 강화

[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



자료: 대한항공, 아시아나항공, 한화투자증권 리서치센터



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 / 허츠필드잭슨	KE035	KE	-	09:45-09:05	월/화/수/목/금/토/일	13시간 20분	B777-300ER
애틀랜타 / 허츠필드잭슨	KE5039	KE	델타항공	18:00-17:35	월/화/수/목/금/토/일	13시간 35분	A350-900
애틀랜타 / 허츠필드잭슨	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

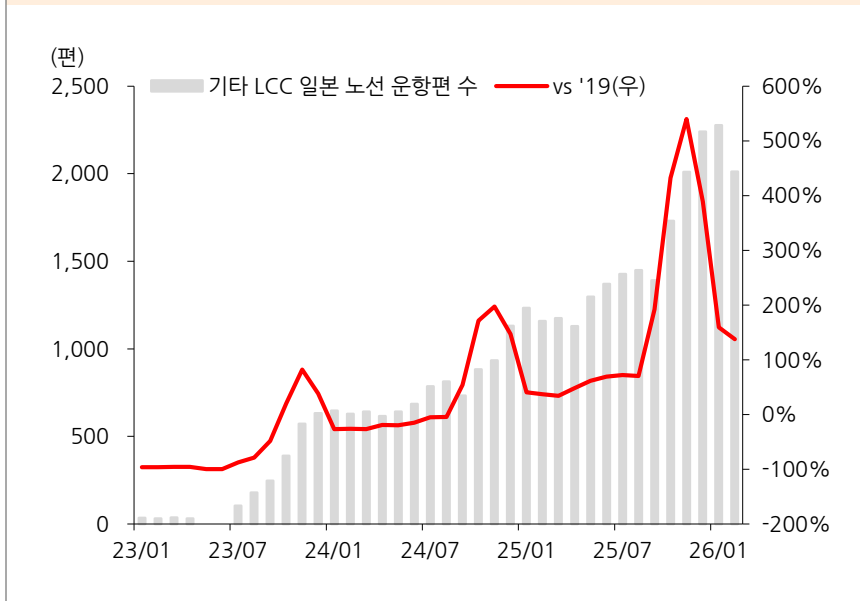


# 빠를수록 좋은 구조조정 LCC 근거리 노선 공급 포화 해소

[한화리서치센터]

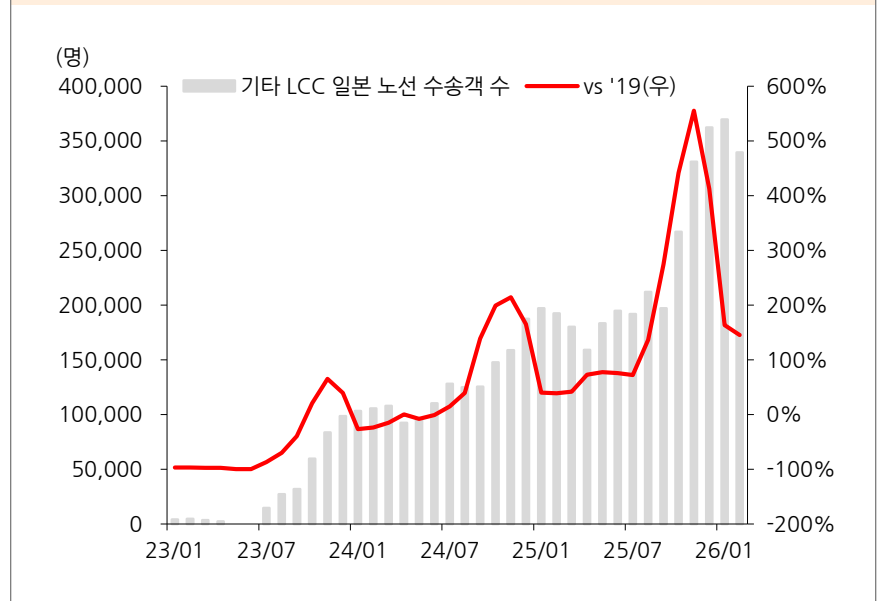
- ❖ 양대국적사 합병 이후 통합 LCC 탄생 및 매크로 변동성 확대에 따라 일부 LCC 구조조정시 근거리 노선 공급 포화 해소 전망
  - 통합 LCC 탄생시, 진에어/에어부산/에어서울의 노선 및 슬롯 정리로 LCC 근거리 노선 공급 포화 일부 해소 가능
  - 전쟁으로 고환율/고유가 지속시 일부 비상장 LCC 재무 리스크 확대되며 일부 구조조정에 따라 근거리 노선 공급 포화 일부 해소 전망
- ❖ 근거리 노선 가운데 공급 포화가 가장 많이 지적되는 노선은 일본 노선
  - 수요가 강한 것은 사실이나 수요를 뛰어 넘는 공급 증가 꾸준히 확인
  - 2월 기준 전체 일본 노선 공급량은 '19년 동월 대비 +32% vs 기타 LCC 일본 노선 공급량은 '19년 동월 대비 +138%
  - 2월 기준 기타 LCC 일본 노선 운항편 점유율은 14.7%
  - 2월 기준 기타 LCC 일본 노선 수송객 점유율은 12.8%

기타 LCC 일본 노선 운항편 수



주: 양대국적사 및 진에어, 에어부산, 에어서울, 제주항공, 티웨이항공, 에어프레미아 제외 국내 LCC 합산  
 자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터

기타 LCC 일본 노선 수송객 수



주: 양대국적사 및 진에어, 에어부산, 에어서울, 제주항공, 티웨이항공, 에어프레미아 제외 국내 LCC 합산  
 자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터



---

# III

---

## 여행의 뉴노멀

자주 그리고 가깝게 혹은  
상용 그리고 프리미엄



# 여행 트렌드의 변화 자주 그리고 가깝게 혹은 상용 그리고 프리미엄

[한화리서치센터]

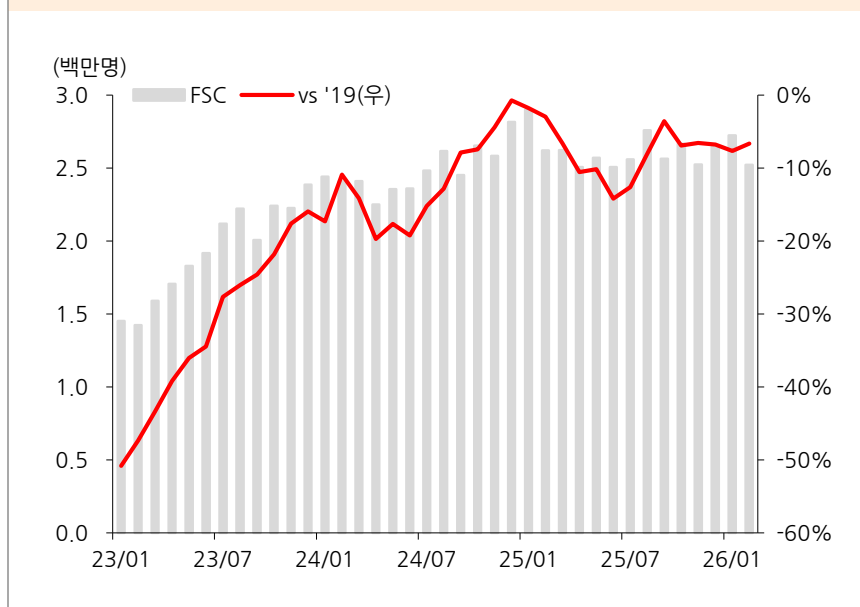
## ❖ 미-이란전쟁 직전까지 내국인 여행 심리는 최고조

- 한국관광통계 기준 '25년 연간 내국인 출국자 수는 2,955만명으로 사상 최고치 기록( '19년 대비 +3% 증가)
- '26년 1월 출국자 수도 327만명을 기록하며 사상 최대 월 출국자 수 기록
- 1월 국제선 이용객 수 907만명, 2월 842만명 기록하며 각각 동월 기준 사상 최고 수송 실적 기록

## ❖ 팬데믹 이후 여행 트렌드 변화 → 미-이란 전쟁의 고유가/고환율 환경은 [자주&가깝게] OR [상용&프리미엄]의 수요 양극화 고착화될 것

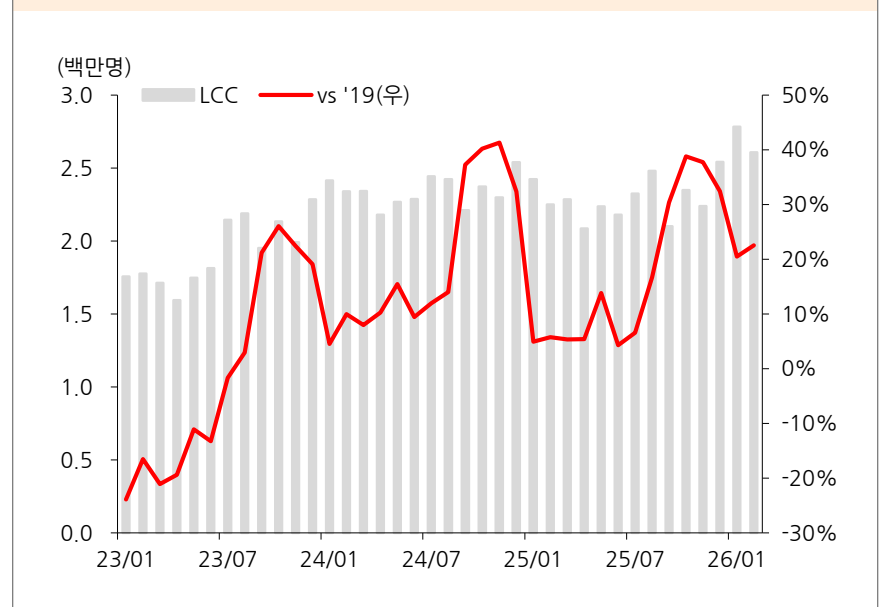
- 대중적인 레저 목적의 해외 여행 수요는 미주/유럽 등 장거리보다는 일본 등 근거리 위주로 쏠림
- 엔저 등의 상황으로 일본 여행 수요 폭증하며 LCC 수송 실적 급증
- 미주/유럽 등 장거리 노선의 경우 에어프레미아나 티웨이항공 등 LCC 사업자 신규 취항에도 불구하고 전통적 FSC를 선호
- 이는 장거리 노선 수요의 경우 출장 등의 상용 수요나 고가의 프리미엄 수요 위주로 쏠림 현상 나타남에 따른 것

FSC 월별 국제선 수송 실적 추이



주: '26년 2월까지. 대한항공, 아시아나항공 합산 실적  
 자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, 한화투자증권 리서치센터

LCC 월별 국제선 수송 실적 추이



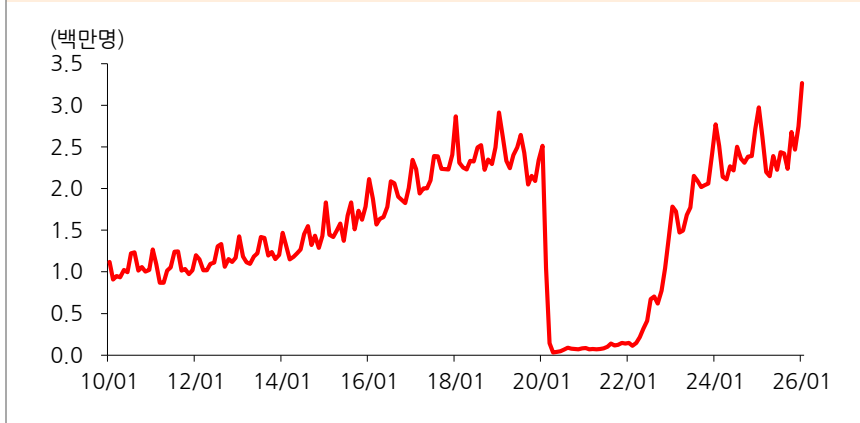
주: '26년 2월까지. 제주항공, 진에어, 티웨이항공, 에어부산, 에어서울 합산 실적  
 자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, 한화투자증권 리서치센터



# 여행 트렌드의 변화 자주 그리고 가깝게 혹은 상용 그리고 프리미엄

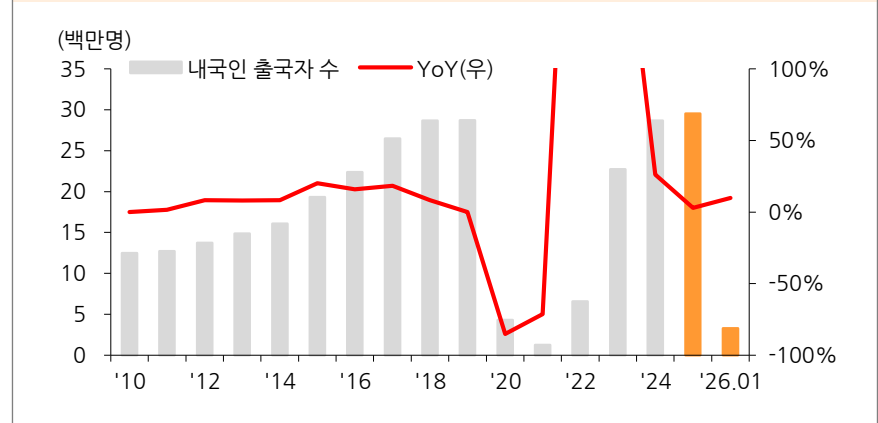
[한화리서치센터]

내국인 월별 출국자 수 추이



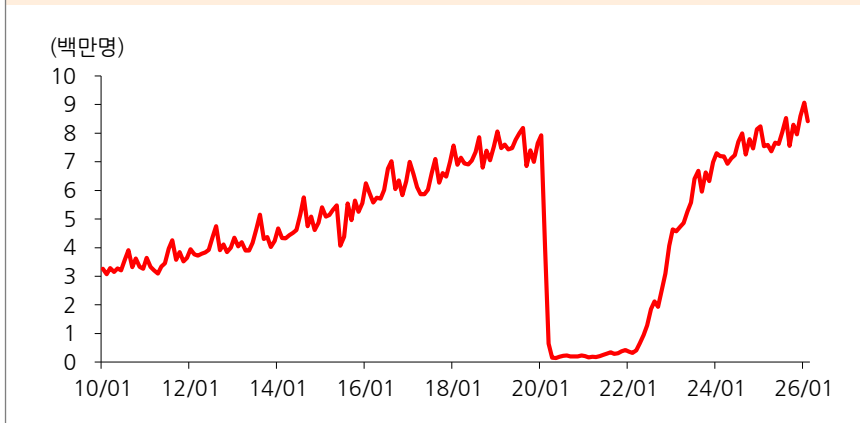
주: '26년 2월까지  
자료: 한국관광통계, KOSIS, 한화투자증권 리서치센터

내국인 연도별 출국자 수 추이 및 전년비 증감률



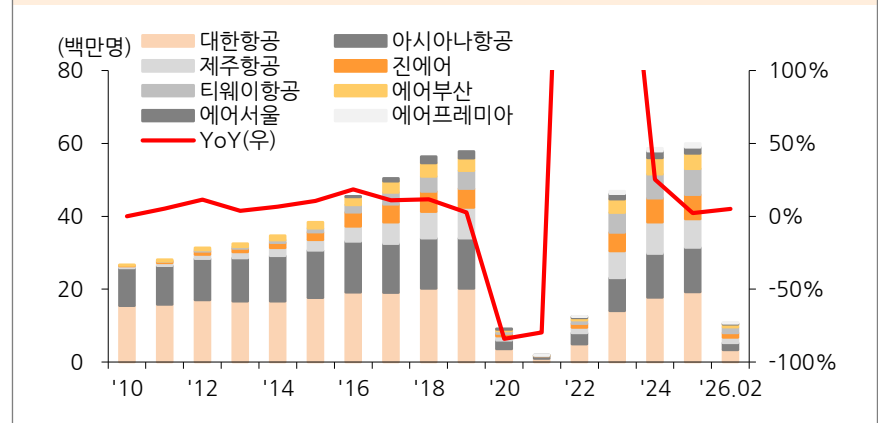
주: '26년은 1월까지 기준이며 전년비 증감률은 전년 동월비  
자료: 한국관광통계, KOSIS, 한화투자증권 리서치센터

월별 국제선 이용객 추이



주: '26년 2월까지  
자료: 한국공항공사, 인천국제공항공사, 한화투자증권 리서치센터

국내 주요 항공사 연간 국제선 수송 실적 추이



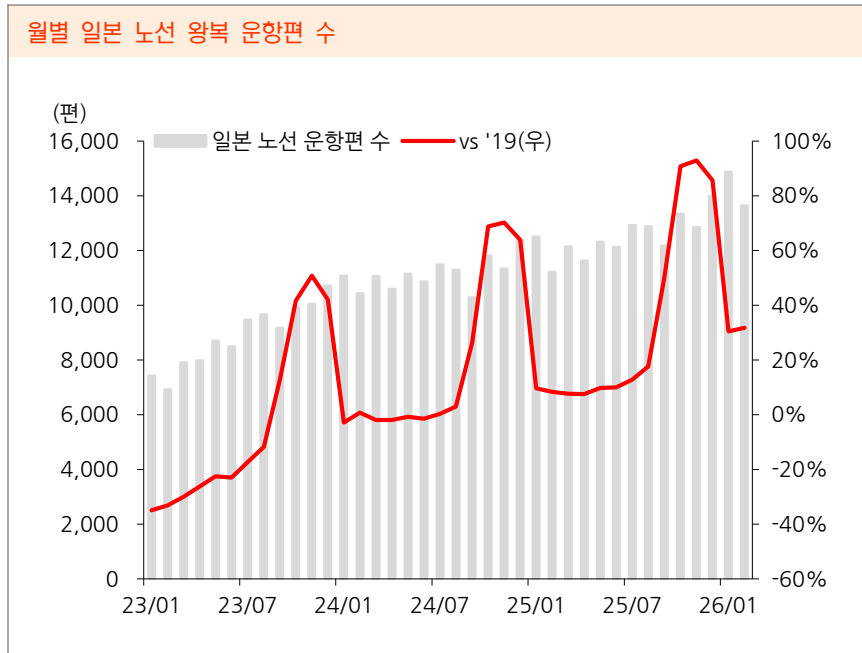
주: '26년은 2월까지 누계이며, 전년비 증감률은 전년 동기 대비  
자료: 한국공항공사, 인천국제공항공사, 한화투자증권 리서치센터



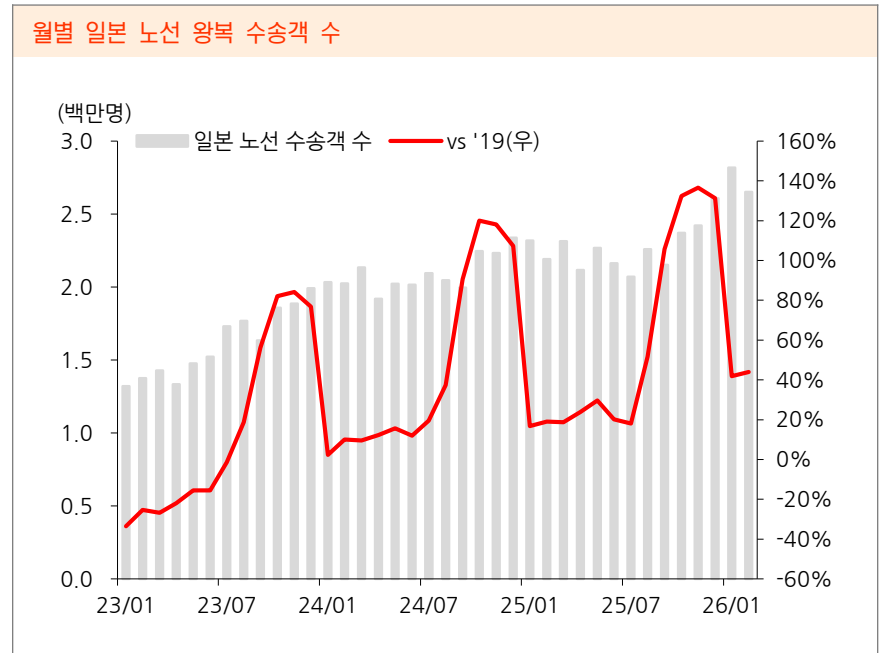
# 여행 트렌드의 변화 자주 그리고 가깝게

[한화리서치센터]

- ❖ 일본 노선 수요는 사상 최대 → 4Q25에 이어 1Q26까지 LCC 호실적 전망
  - 팬데믹 종료 이후 장거리 여행지보다는 근거리 여행지에 대한 선호도 증가
  - 특히 일본의 경우 엔저 상황 장기간 지속되며 내국인 여행객들의 최선호 여행지로 등극
  - 일본에 대한 수요 증가하며, LCC 중심의 일본 노선 중심 공급 증가 확인
- ❖ 가까운 지역을 보다 다양하게, 그리고 자주
  - LCC 일본 공급 증가하는 가운데, 전통적 관광지였던 도쿄/오사카/후쿠오카/삿포로 외 소도시 신규 취향이 하나의 트렌드
  - 일본 소도시 신규 취향은 재차 해당 지역에 대한 신규 수요 유입으로 연결되는 선순환
  - ex) [제주항공]마쓰야마, 시즈오카, 오이타 [진에어]미야코지마, [티웨이항공]이시가키지마, 사가 등
  - ex) 청주 기반의 에어로케이항공은 청주발 일본 소도시 다수 취향: 주요 도시 외 이바라키/오비히로/마츠모토/하나마키 등



주: '26년 2월까지  
자료: 에어포털, 한화투자증권 리서치센터



주: '26년 2월까지  
자료: 에어포털, 한화투자증권 리서치센터



# 여행 트렌드의 변화 자주 그리고 가깝게

[한화리서치센터]

주요 국적사 인천발 일본 노선 현황					
FSC		LCC			
대한항공	아시아나항공	제주항공	진에어	티웨이항공	
가고시마	나고야	가고시마	기타큐슈	도쿄(나리타)	
고마쓰	도쿄(나리타)	나고야	나고야	사가	
고베	도쿄(하네다)	도쿄(나리타)	다카마쓰	삿포로	
구마모토	미야자키	마쓰야마	도쿄(나리타)	오사카(간사이)	
나가사키	삿포로(치토세)	삿포로	미야코지마(시모지시마)	오키나와	
나고야	센다이	시즈오카	삿포로	구마모토	
니가타	오사카(간사이)	오사카(간사이)	오사카(간사이)	후쿠오카	
도쿄(나리타)	오키나와	오이타	오키나와		
도쿄(하네다)	후쿠오카	오키나와	이시가키지마		
삿포로(치토세)		하코다테	후쿠오카		
아오모리		후쿠오카			
오사카(간사이)		히로시마			
오카야마					
오키나와					
후쿠오카					

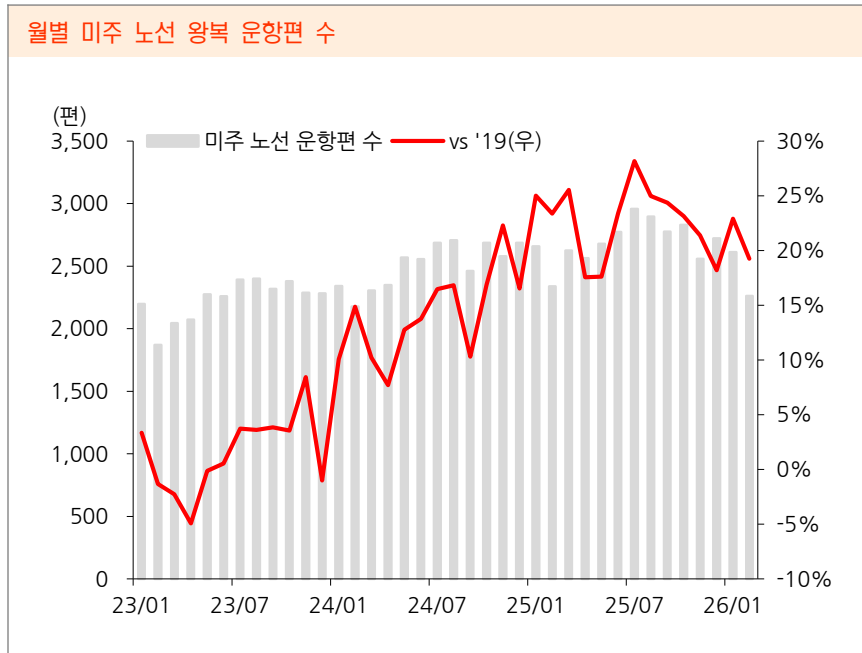
자료: 대한항공, 아시아나항공, 한화투자증권 리서치센터



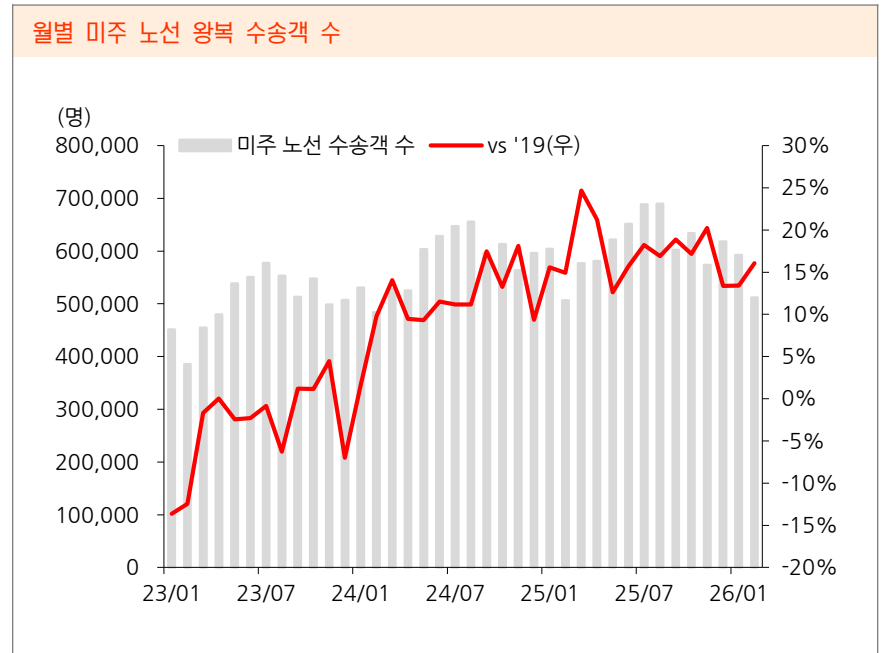
# 여행 트렌드의 변화 상용 그리고 프리미엄

[한화리서치센터]

- ❖ 일본 노선만큼은 아니지만 미주 노선도 '19년 대비 수요 및 공급 모두 증가 확인
  - 출장 등의 상용 수요 견고한 흐름 유지
  - 전쟁 이전부터 시작된 고환율 장기화로 미주 등의 장거리 노선은 수요의 가격 탄력성이 낮은 소비자 집단 중심의 수요 형성
  - 특히 PR 및 FR과 같은 프리미엄 수요는 EY 수요보다 훨씬 견조
- ❖ 전쟁으로 촉발된 고환율/고유가 트렌드 장기화시 장거리 노선의 경우 가격탄력성 더욱 낮아질 것
  - 고환율/고유가는 여행 전반의 지출 경비 부담 확대로 이어질 것
  - 이에 따라 미주 등의 장거리 노선은 대중적인 레저 목적의 수요보다는 프리미엄 및 상용 수요 중심으로 집중될 것
  - 일본 등의 단거리 노선만큼의 강한 수요 결집 없이도 소비자층의 낮아진 가격 탄력성을 기반으로 고운임 형성 가능
  - 양대국적사 본격 통합시 장거리 노선에서의 시너지 효과는 장거리 노선 환승 등에서 더욱 빛을 발할 전망



주: '26년 2월까지  
 자료: 에어포털, 한화투자증권 리서치센터



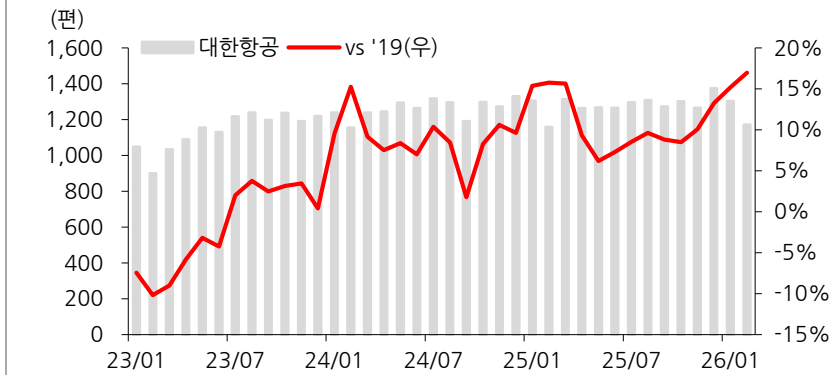
주: '26년 2월까지  
 자료: 에어포털, 한화투자증권 리서치센터



# 여행 트렌드의 변화 상용 그리고 프리미엄

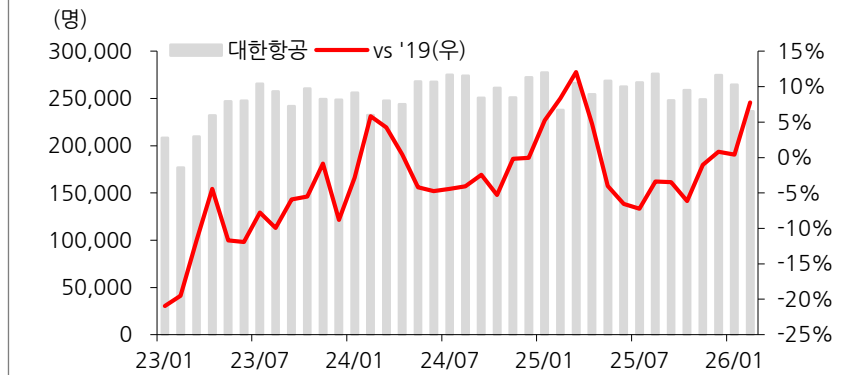
[한화리서치센터]

대한항공 미주 노선 월별 운항편 수



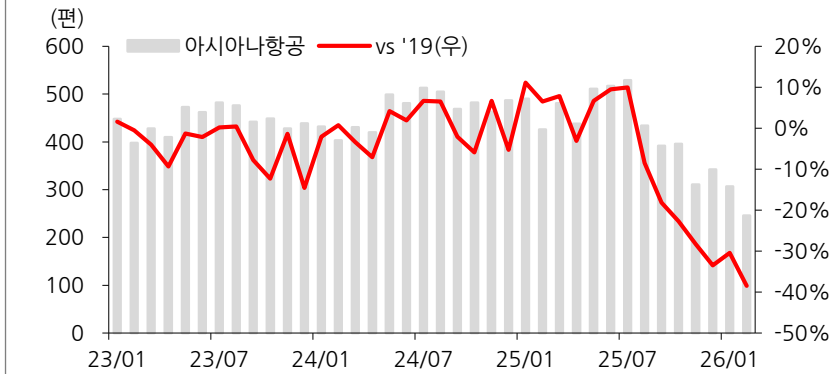
주: '26년 2월까지  
자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터

대한항공 미주 노선 월별 수송객 수



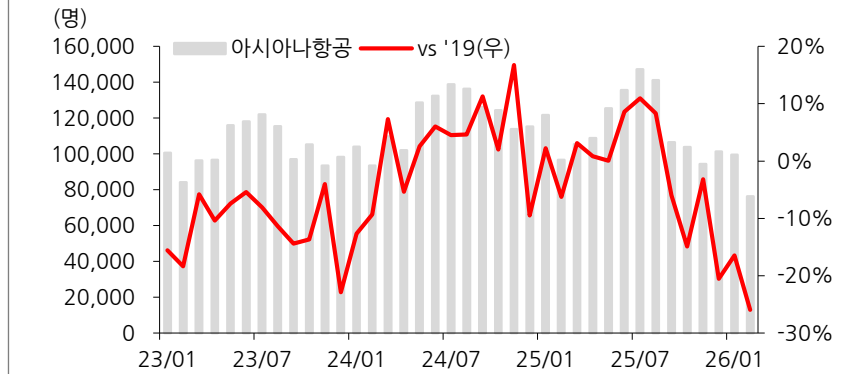
주: '26년 2월까지  
자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터

아시아나항공 미주 노선 월별 운항편 수



주: '26년 2월까지  
자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터

아시아나항공 미주 노선 월별 수송객 수



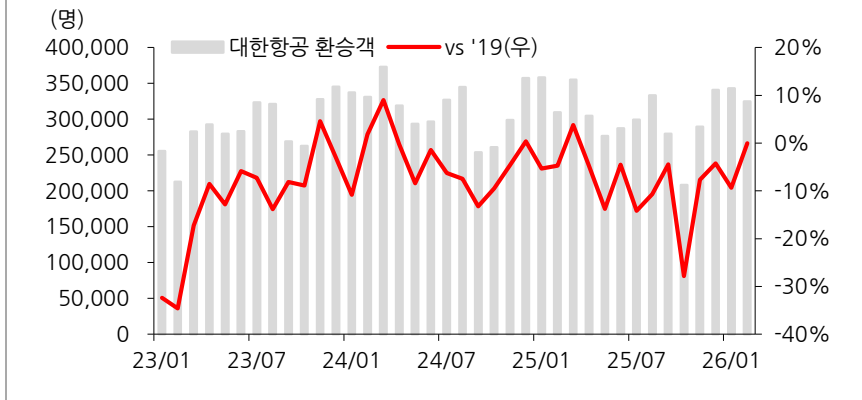
주: '26년 2월까지  
자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터



# 여행 트렌드의 변화 상용 그리고 프리미엄

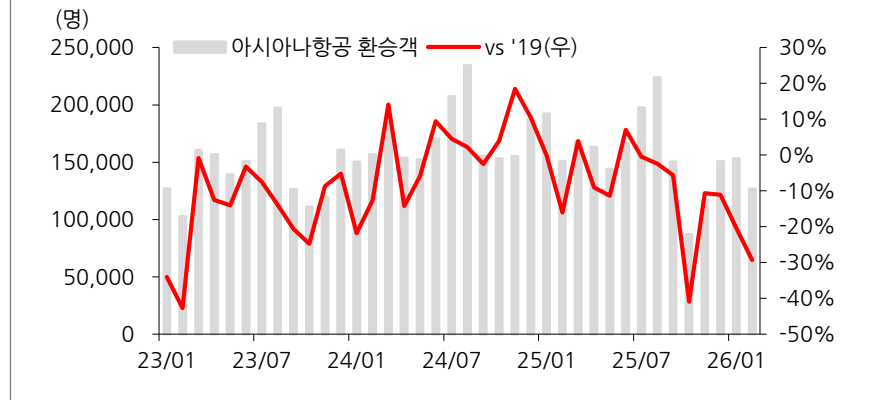
[한화리서치센터]

대한항공 이용 국제선 환승객 추이(인천공항)



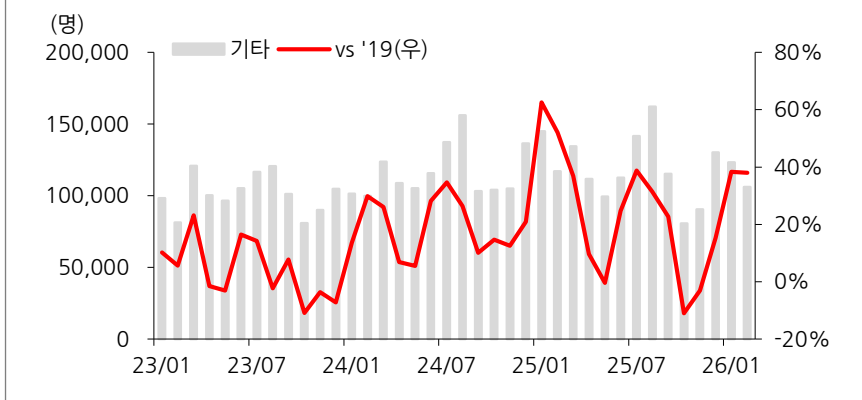
주: '26년 2월까지  
 자료: 인천국제공항공사, 한화투자증권 리서치센터

아시아나항공 이용 국제선 환승객 추이(인천공항)



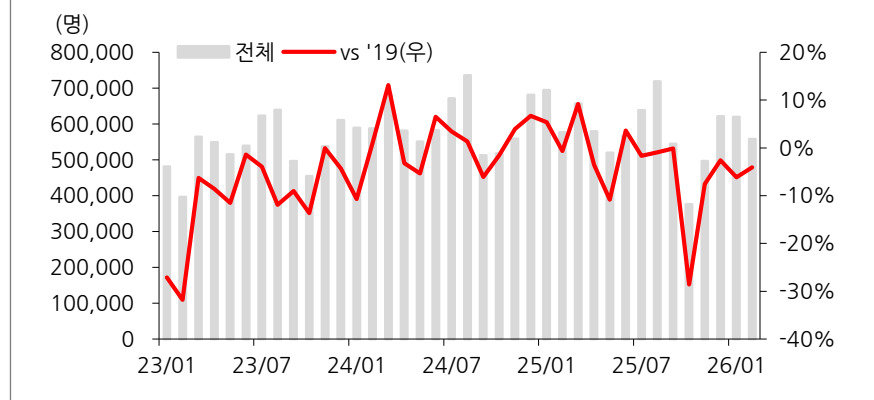
주: '26년 2월까지  
 자료: 인천국제공항공사, 한화투자증권 리서치센터

양대 국적사 제외 기타 항공사 이용 국제선 환승객 추이(인천공항)



주: '26년 2월까지  
 자료: 인천국제공항공사, 한화투자증권 리서치센터

전체 국제선 환승객 추이(인천공항)



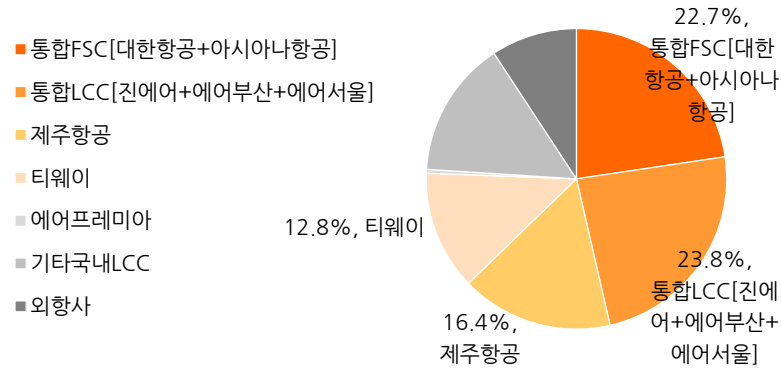
주: '26년 2월까지  
 자료: 인천국제공항공사, 한화투자증권 리서치센터



# 국제선 노선 및 항공사별 운항 및 수송 추이 일본 노선

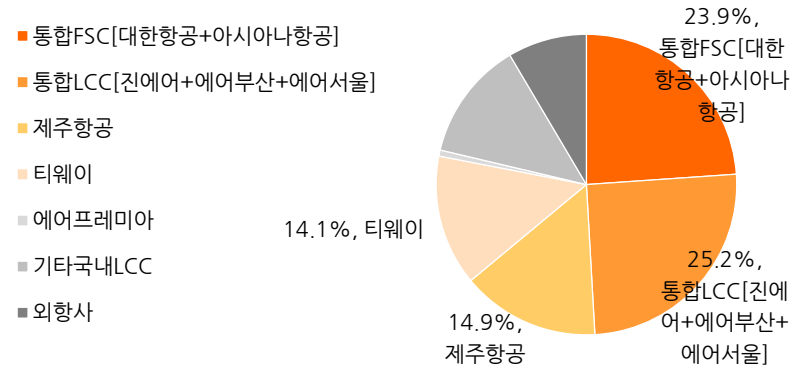
[한화리서치센터]

일본 노선 운항 편수 기준 항공사별 점유율(2월 기준)



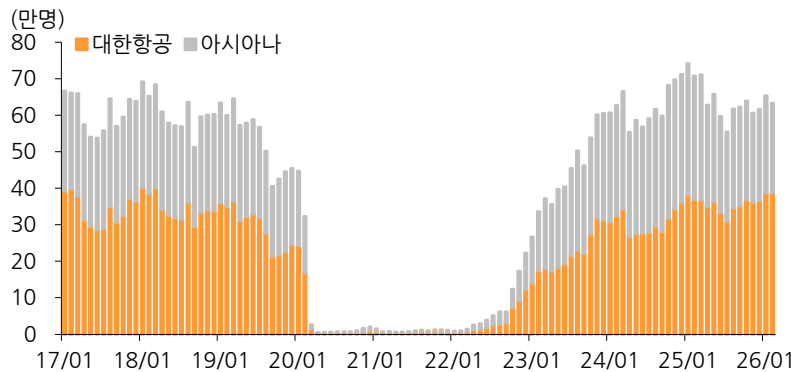
자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터

일본 노선 수송객 수 기준 항공사별 점유율(2월 기준)



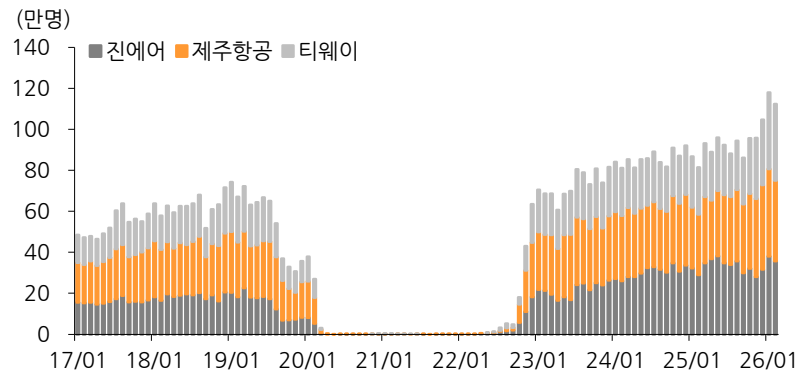
자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터

대한항공 및 아시아나항공 월별 일본 노선 수송 실적



자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터

진에어, 제주항공 및 티웨이항공 월별 일본 노선 수송 실적



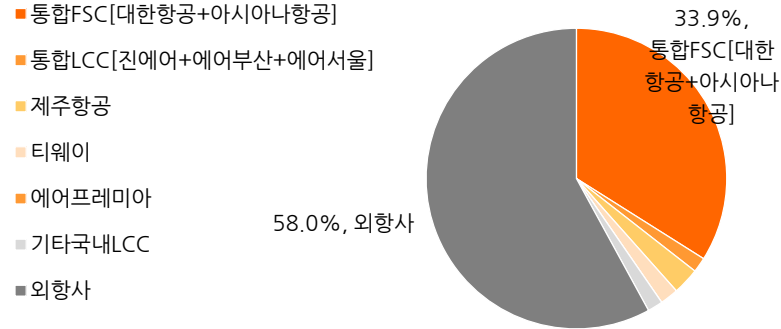
자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터



# 국제선 노선 및 항공사별 운항 및 수송 추이 중국 노선

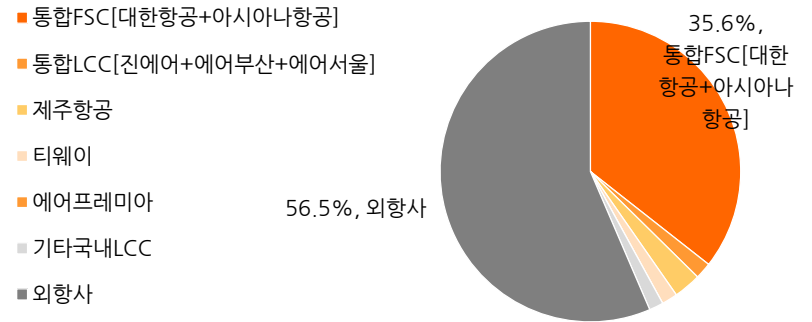
[한화리서치센터]

중국 노선 운항 편수 기준 항공사별 점유율(2월 기준)



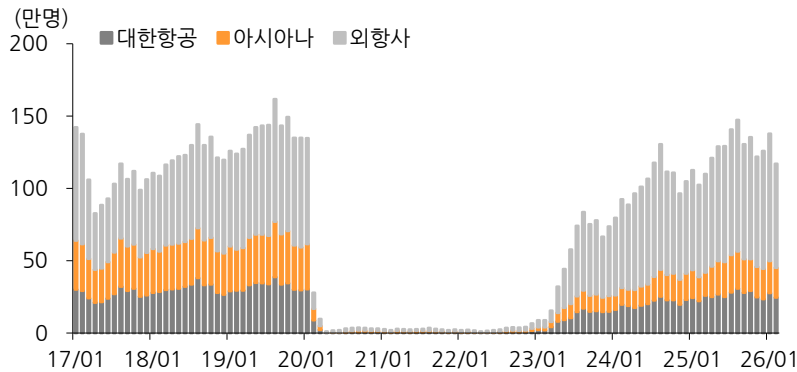
자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터

중국 노선 수송객 수 기준 항공사별 점유율(2월 기준)



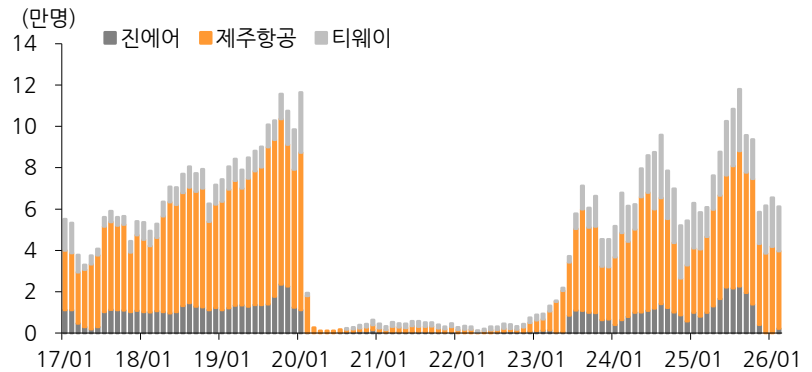
자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터

대한항공, 아시아나항공 및 외항사 월별 중국 노선 수송 실적



자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터

진에어, 제주항공 및 티웨이항공 월별 중국 노선 수송 실적



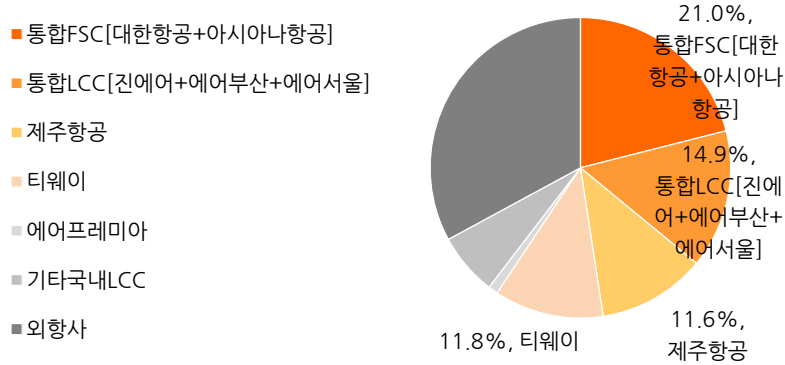
자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터



# 국제선 노선 및 항공사별 운항 및 수송 추이 아시아 노선

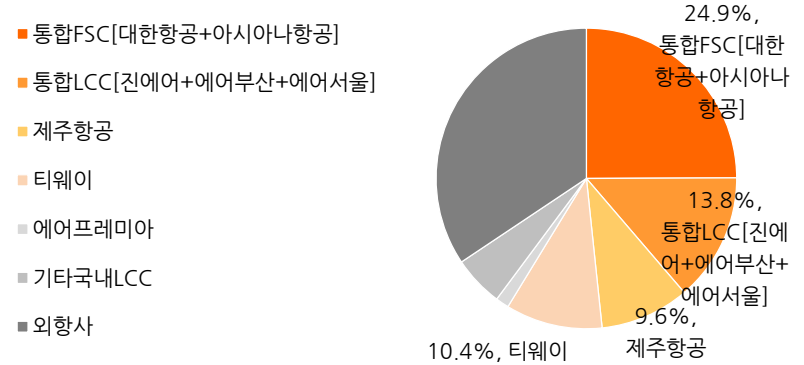
[한화리서치센터]

아시아 노선 운항 편수 기준 항공사별 점유율(2월 기준)



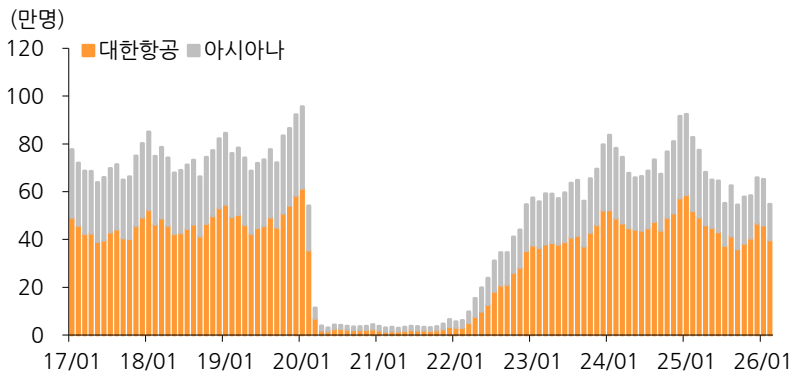
자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터

아시아 노선 수송객 수 기준 항공사별 점유율(2월 기준)



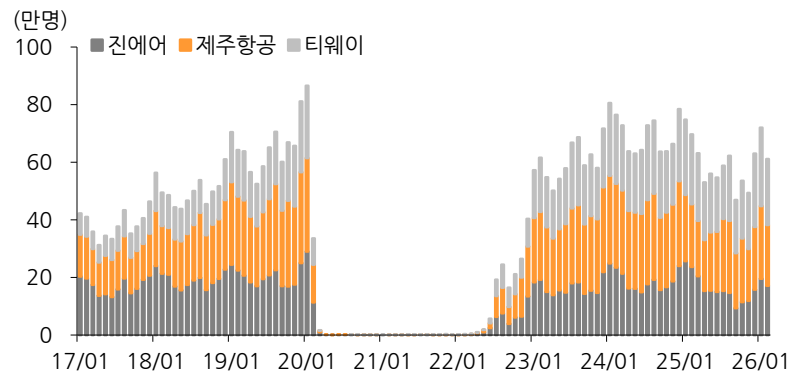
자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터

대한항공 및 아시아나항공 월별 아시아 노선 수송 실적



자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터

진에어, 제주항공 및 티웨이항공 월별 아시아 노선 수송 실적



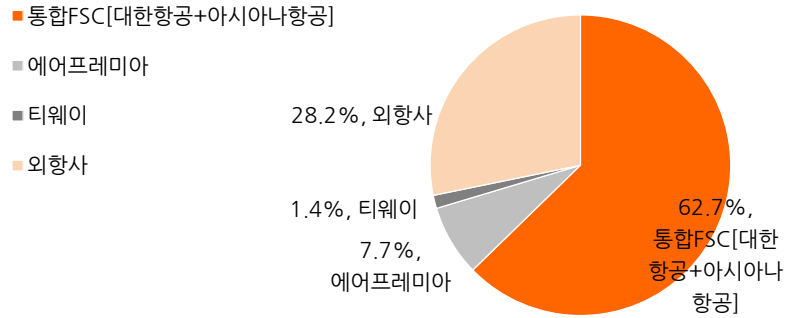
자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터



# 국제선 노선 및 항공사별 운항 및 수송 추이 미주 노선

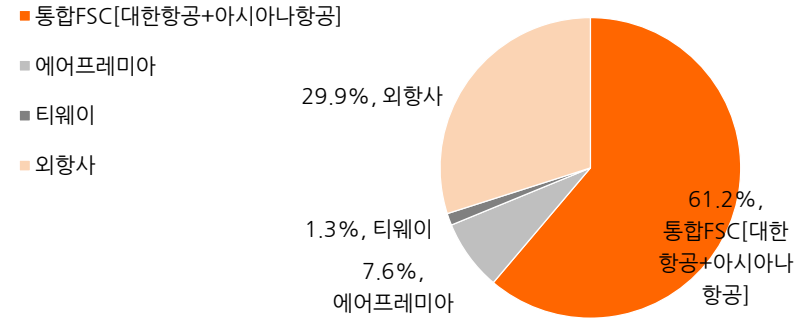
[한화리서치센터]

미주 노선 운항 편수 기준 항공사별 점유율(2월 기준)



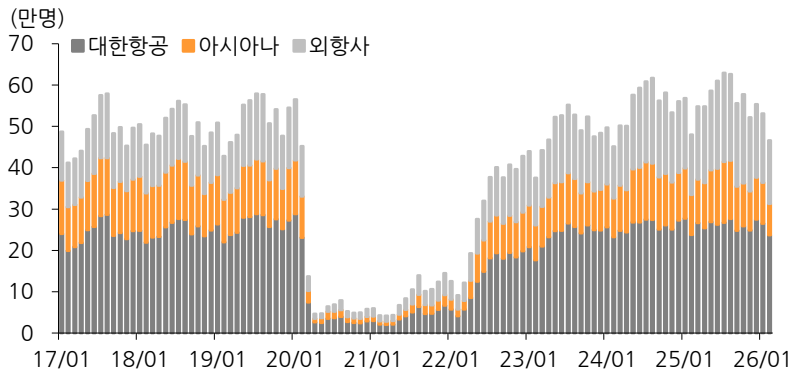
자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터

미주 노선 수송객 수 기준 항공사별 점유율(2월 기준)



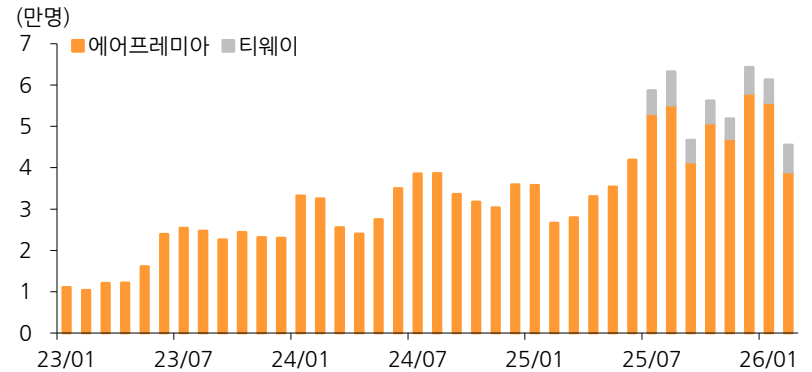
자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터

대한항공, 아시아나항공 및 외항사 월별 미주 노선 수송 실적



자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터

에어프레미아 및 티웨이항공 월별 미주 노선 수송 실적



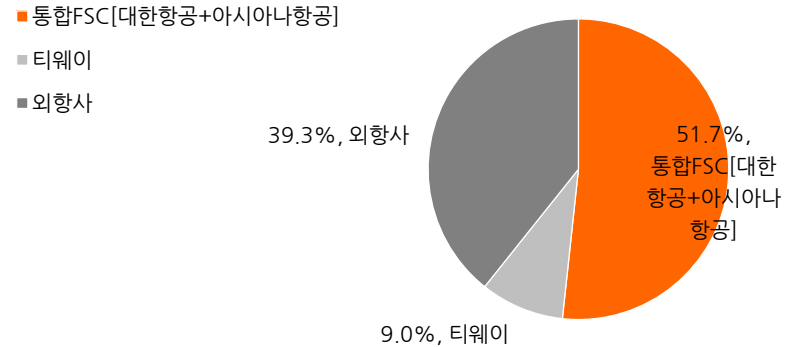
자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터



# 국제선 노선 및 항공사별 운항 및 수송 추이 유럽 노선

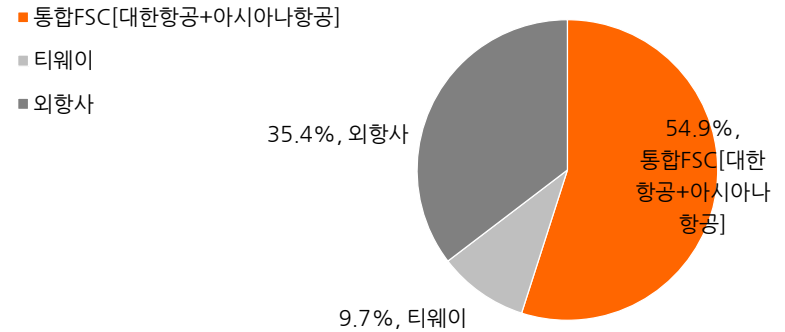
[한화리서치센터]

유럽 노선 운항 편수 기준 항공사별 점유율(2월 기준)



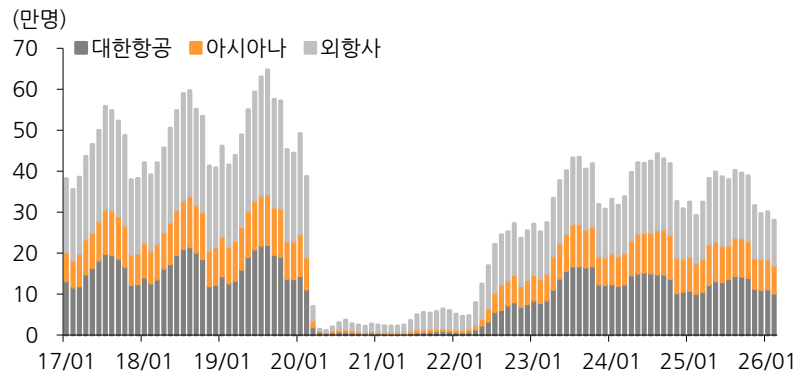
자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터

유럽 노선 수송객 수 기준 항공사별 점유율(2월 기준)



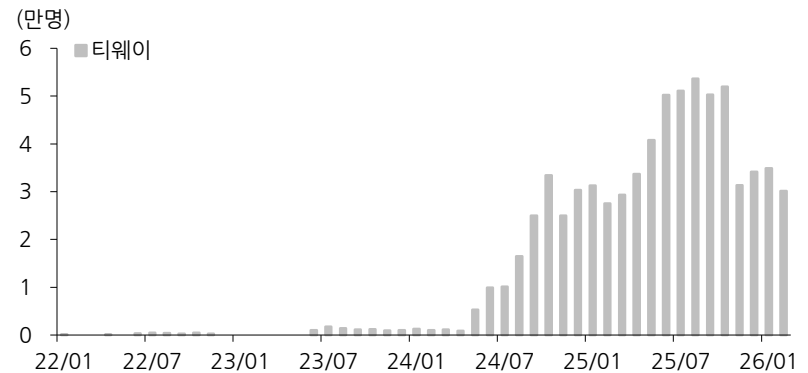
자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터

대한항공, 아시아나항공 및 외항사 월별 유럽 노선 수송 실적



자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터

티웨이항공 월별 유럽 노선 수송 실적



자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터



---

# IV

---

## 투자전략

전쟁이라는 트리거, 말미암을 적자생존

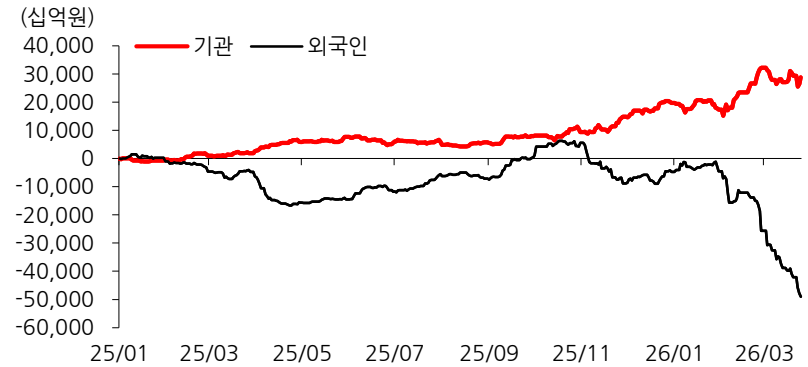


# 항공 투자전략 이유 없는 수급은 없다

[한화리서치센터]

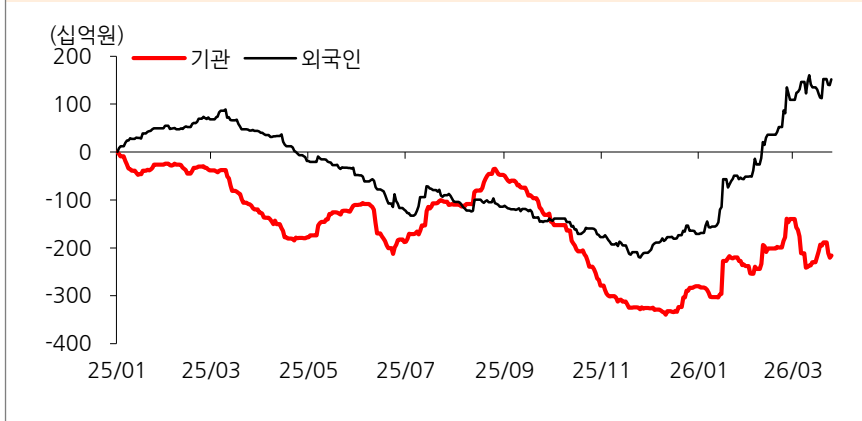
- ❖ '25년 공급 과잉 및 비용 부담 증가로 실적 악화는 투심 악화로 연결
  - 이스타/파라타/에어로케이 등 비교적 신생 항공사 지속 등장
  - 티웨이항공의 신규 대형기재 중단거리 노선 투입
  - 외항사 공급도 점진적 확대
  - 양대 국적사 합병으로 인한 시너지 효과보다는 공정위 제재 및 마일리지 등 부정적 뉴스 부각
- ❖ '26년 호실적 및 신규 모멘텀 등으로 미-이란 전쟁 직전까지 투심 회복
  - 대한항공 및 주요 상장사들의 4Q25 호실적
  - 1~2월 일본 등 근거리 노선 중심으로 폭발적인 수요 확인하며 1Q26 실적에 대한 기대감도 상승
  - 대한항공 방산 모멘텀까지 더해지며 전쟁 직전까지 긍정적 분위기 지속

코스피 '25년~ 외인 및 기관 수급



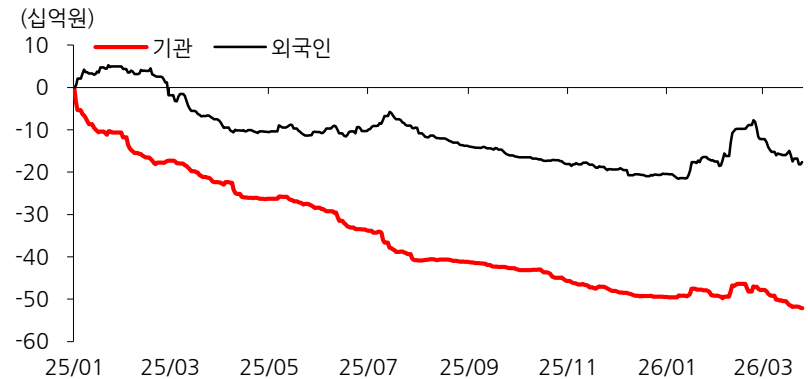
자료: Quanti Wise, 한화투자증권 리서치센터

대한항공 '25년~ 외인 및 기관 수급



자료: Quanti Wise, 한화투자증권 리서치센터

제주항공+진에어 합산 '25년~ 외인 및 기관 수급



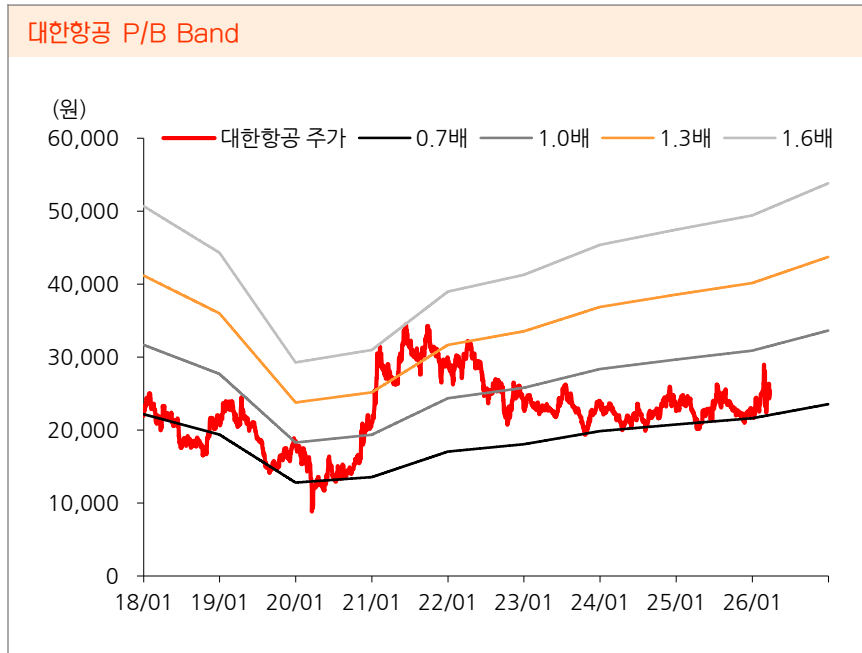
자료: Quanti Wise, 한화투자증권 리서치센터



# 항공 투자전략 전쟁이라는 트리거, 말미암을 적자생존

[한화리서치센터]

- ❖ 미-이란 전쟁으로 고환율/고유가 지속시 항공업계 전반적인 비용 부담 상승
  - 비수기 진입하는 2Q26 실적에 대해서는 보수적 접근 필요
  - 고환율/고유가 장기화시 하반기까지 실적 악화 지속될 가능성 有 → 산업의 구조조정으로 연결될 수 있음
- ❖ 대한항공 그룹사의 통합 FSC 및 통합 LCC 탄생 외에도 추가적인 구조조정은 업황 회복의 신호탄이 될 것
- ❖ [적자생존] 좋아지는 순서는 대한항공 → 제주항공
  - 대한항공과 아시아나항공의 완전 통합 이후 통합 LCC 출범 예상. 진어는 통합 과정에서 일시적인 비용 부담 증가할 가능성 배제할 수 없음
  - 대한항공의 아시아나항공 완전 통합과 관련해 대한항공의 주식 관련 이벤트도 기대
  - 제주항공은 '25년 비상경영을 통해 체질 개선 성공. 올해 산업 구조조정시 탄탄한 일본 노선 수요/공급을 바탕으로 상대적으로 견조한 실적 전망



주: 03/25일 종가 기준  
자료: 한화투자증권 리서치센터 추정

한진칼 및 대한항공 주요 주주 현황

한진칼 주요 주주	지분율	대한항공 주요 주주	지분율
조원대 외	20.56%	한진칼 외	27.01%
조원대	5.78%	한진칼	26.13%
조현민	5.73%	정석인하학원	0.70%
김현모	2.27%	정석물류학술재단	0.11%
이명희	1.98%	일우재단	0.05%
호반건설 외	18.78%	국민연금공단	7.24%
호반건설	-	한국산업은행	3.32%
호반호텔앤리조트	-		
호반	-		
Delta Air Lines	14.90%		
한국산업은행	10.58%		
국민연금공단	5.44%		

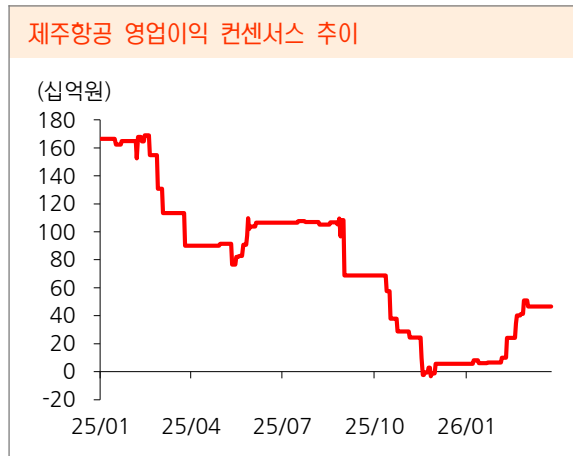
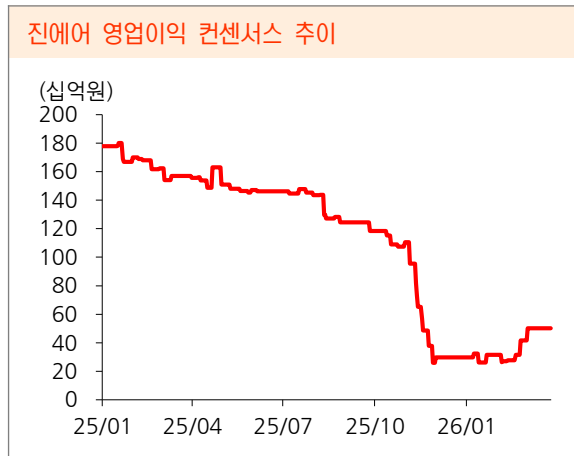
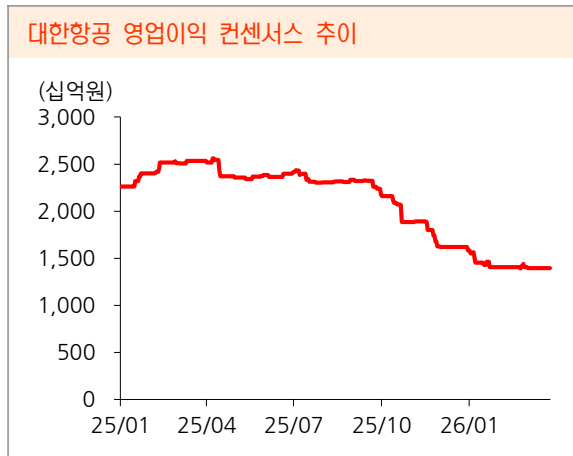
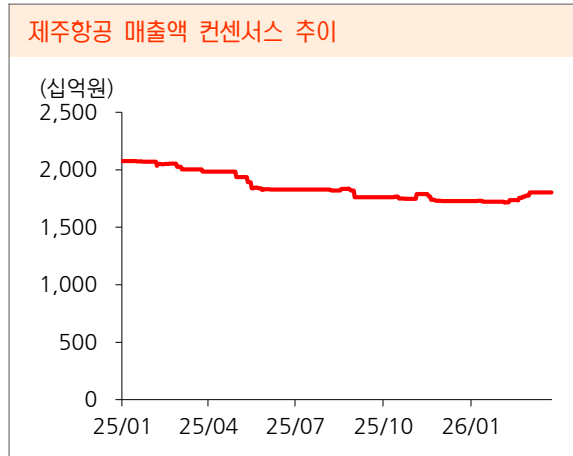
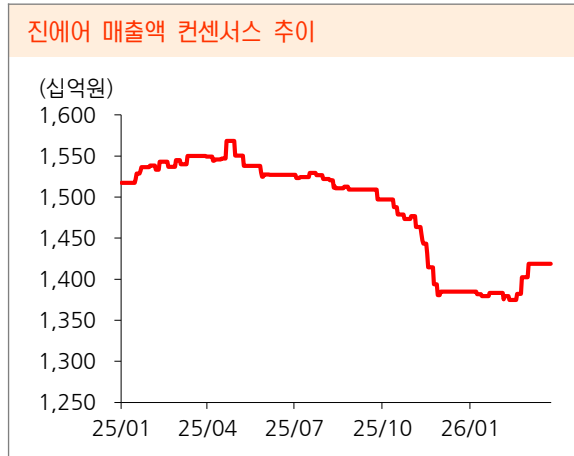
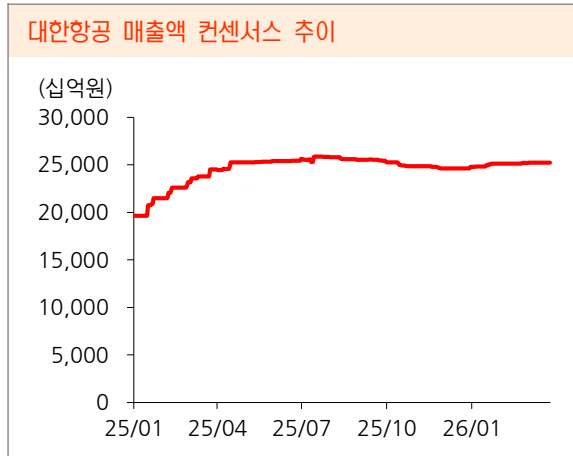
자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터



# 항공 투자전략 전쟁이라는 트리거, 말미암을 적자생존

[한화리서치센터]

## 항공 '26년 컨센서스 추이



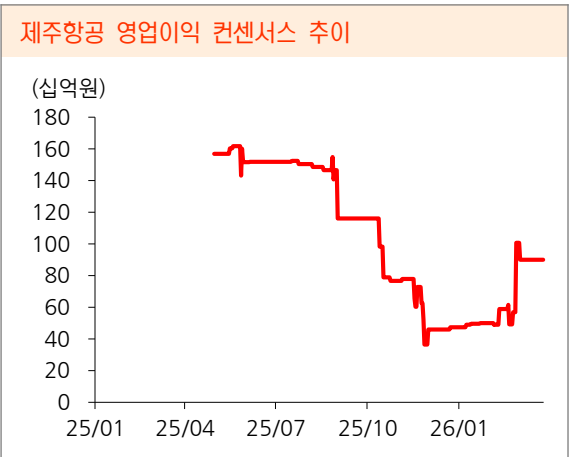
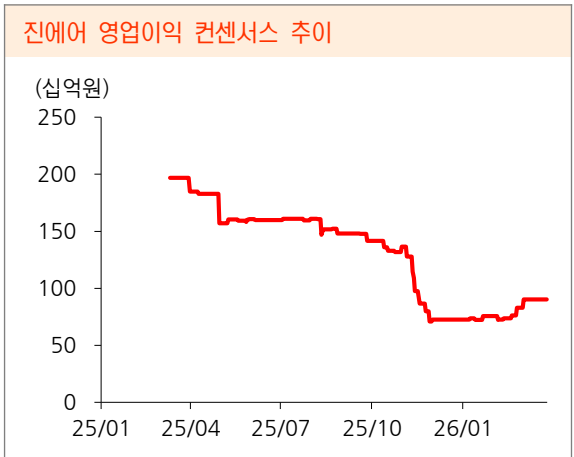
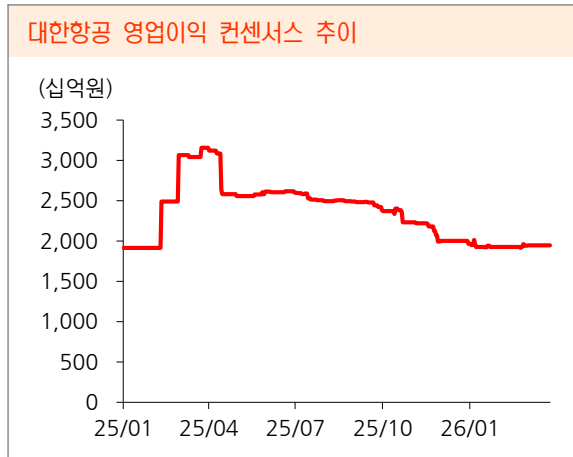
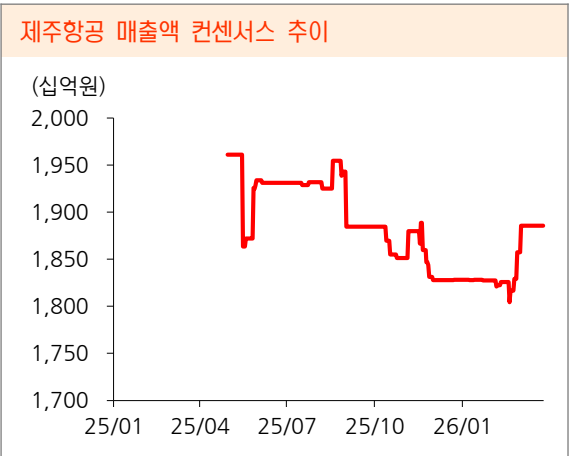
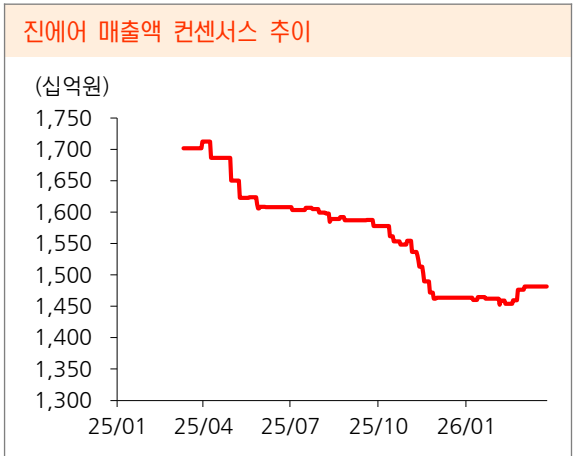
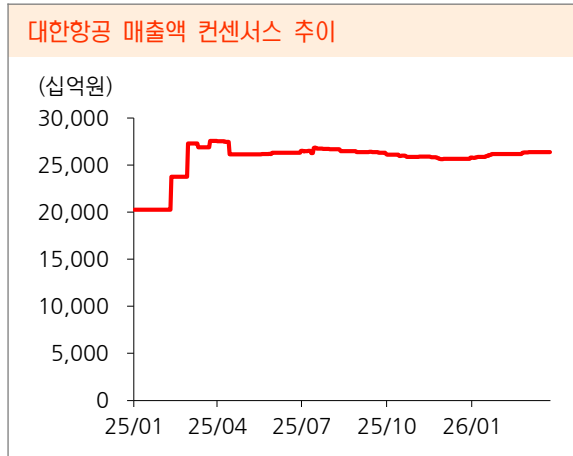
주: 03/26일 기준  
자료: Quanti Wise, 한화투자증권 리서치센터



# 항공 투자전략 전쟁이라는 트리거, 말미암을 적자생존

[한화리서치센터]

## 항공 '27년 컨센서스 추이



주: 03/26일 기준  
자료: Quanti Wise, 한화투자증권 리서치센터

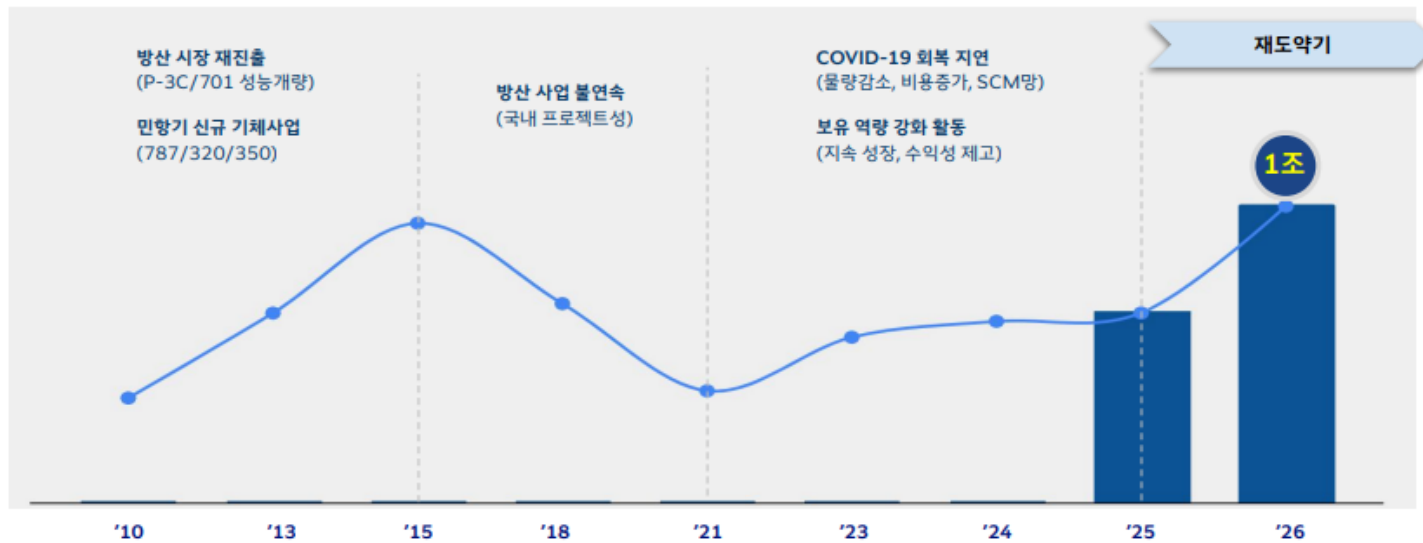


# 항공 투자전략 대한항공의 히든밸류, 방산

[한화리서치센터]

- ❖ '25년 대한항공 항공우주사업본부 매출액은 7,796억원 → '26년 1조원 타겟  
- 수주잔고 3Q25 3.9조원. '26년 신규 수주 1.7조원 타겟
- ❖ 민항기 관련 매출은 사업본부 매출의 약 60% 차지  
- 보잉 737 및 787 생산량 증가에 따라 동사 부품 생산도 빠르게 회복할 전망
- ❖ 방산 관련 매출은 UH-60 성능개량, 항공통제기 2차사업 등의 매출이 '30년부터 본격적으로 발생 전망  
- 사업 초기 매출 발생 규모 미미하나 양산에 진입하는 '30년부터 매출 급증 전망  
- 무인기는 중고도 무인기 및 저피탐 무인 편대기 주력. 안드릴과의 파트너십 체결로 주목

대한항공 항공우주사업 '26년 매출 1조원 타겟



자료: 대한항공, 한화투자증권 리서치센터



---

# V

---

## 기업분석

대한항공 | 진에어 | 제주항공



# 대한항공 (003490) 최후의 승자

[한화리서치센터]

## Buy (유지)

목표주가(상향): 32,000원

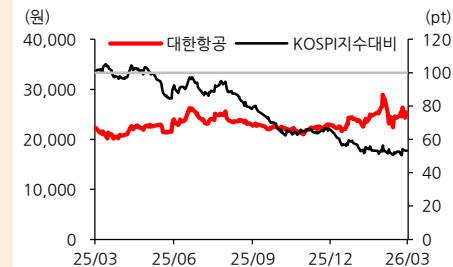
### Stock Data

현재 주가(3/26)	24,950원
상승여력	▲ 28.3%
시가총액	91,871억원
발행주식수	368,221천주
52주 최고가/최저가	28,950/20,150원
90일 일평균 거래대금	753.15억원
외국인 지분율	19.0%

### 주주 구성

한진칼 (외 31인)	30.4%
국민연금공단 (외 1인)	7.0%
대한항공우리사주 (외 1인)	2.3%

### Stock Price



### 무난할 1Q26. 하반기는 통합 및 방산 모멘텀 집중

- 여객 1분기 동계 성수기 효과로 무난한 실적이 예상
- 화물도 물량 자체가 압도적으로 많은 상황은 아니나, 고단가 수요 유지를 통해 수익성에 크게 기여하는 트렌드 지속
- 한편 올해도 기재 교체 등에 따라 상각비 증가세 이어지겠지만 전년증가분만큼은 아닐 전망
- 2분기부터 유가 상승에 따른 부담 실적에 반영될 전망이나 화물 및 현지 발권 등의 외화 매출이 있어 타격은 상대적으로 덜할 전망

### 업종 내 Top Pick. 투자 의견 Buy, 목표주가 32,000원 상향

- 하반기부터 통합 FSC 이후의 글로벌 경쟁력 확대에 대한 기대감 반영될 전망
- 아시아나항공은 이미 지난해부터 여러가지 비용적인 측면에서 개선되는 모습을 보여주고 있는 상황(조달비용 및 기재 관련 비용 등)
- 전쟁 직전까지 동사 멀티플에 프리미엄으로 작용했던 방산 기대감도 종전과 함께 되살아날 수 있을 전망
- 12 fwd P/B 목표 배수 1.0배 부여. 당장은 방산 기대감에 따른 멀티플 상향 어려운 구간이나 종전시 추가 프리미엄 부여 가능
- 투자 의견 Buy 유지, 목표주가 32,000원 상향

재무정보	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	16,112	17,871	25,226	26,908	27,514
영업이익	1,790	2,110	1,114	1,752	2,543
EBITDA	3,513	3,906	3,969	5,198	6,494
지배주주순이익	1,061	1,317	780	799	1,293
EPS	2,879	3,575	2,115	2,167	3,509
순차입금	4,736	12,566	16,961	17,202	16,355
PER	8.7	7.0	11.8	11.5	7.1
PBR	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	4.0	5.6	6.6	5.1	3.9
배당수익률(%)	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
ROE	11.5	13.2	7.3	7.1	10.9

자료: 한화투자증권 리서치센터



# 대한항공 (003490) 최후의 승자

[한화리서치센터]

대한항공 별도 기준 분기 및 연간 실적 추정												
	2024	2025	2026E	2027E	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
<b>매출액</b>	<b>16,117</b>	<b>16,502</b>	<b>18,347</b>	<b>18,823</b>	<b>3,956</b>	<b>3,986</b>	<b>4,009</b>	<b>4,552</b>	<b>4,496</b>	<b>4,347</b>	<b>4,694</b>	<b>4,811</b>
국내선	473	470	469	450	99	121	123	128	98	121	121	129
ASK(mn)	2,712	2,910	2,939	2,968	614	712	749	835	620	719	756	843
RPK(mn)	2,356	2,459	2,527	2,552	516	629	637	677	527	640	643	717
L/F(%)	86.9%	84.5%	86.0%	86.0%	84.0%	88.3%	85.0%	81.1%	85.0%	89.0%	85.0%	85.0%
Yield(원/RPK)	201	191	186	176	192	193	192	189	187	189	189	179
국제선	9,306	9,374	9,953	10,079	2,337	2,275	2,299	2,464	2,512	2,318	2,562	2,561
ASK(mn)	88,344	89,480	91,733	93,567	22,174	21,584	22,615	23,107	22,839	21,800	23,293	23,800
RPK(mn)	74,311	75,551	78,216	78,824	18,836	18,354	18,998	19,363	19,642	18,312	20,032	20,230
L/F(%)	84.1%	84.4%	85.3%	84.2%	84.9%	85.0%	84.0%	83.8%	86.0%	84.0%	86.0%	85.0%
Yield(원/RPK)	125	124	127	128	124	124	121	127	128	127	128	127
화물	4,412	4,409	4,915	4,966	1,054	1,055	1,067	1,233	1,157	1,189	1,238	1,330
AFTK(mn)	12,131	11,995	12,235	12,357	2,896	2,944	3,034	3,121	2,954	3,003	3,095	3,183
FTK(mn)	8,845	8,530	8,797	8,900	2,043	2,128	2,162	2,197	2,083	2,162	2,228	2,324
L/F(%)	72.9%	71.1%	71.9%	72.0%	70.5%	72.3%	71.3%	70.4%	70.5%	72.0%	72.0%	73.0%
Yield(원/FTK)	499	517	559	558	516	496	493	561	556	550	556	572
기타	1,926	2,248	3,011	3,328	467	534	521	727	728	718	773	792
<b>영업비용</b>	<b>14,213</b>	<b>14,963</b>	<b>16,878</b>	<b>16,782</b>	<b>3,605</b>	<b>3,587</b>	<b>3,632</b>	<b>4,138</b>	<b>4,145</b>	<b>4,245</b>	<b>4,263</b>	<b>4,225</b>
연료유류비	4,585	4,163	5,260	4,475	1,095	948	1,016	1,105	1,265	1,463	1,304	1,227
항공유단가(\$/bbl)	95.4	86.5	111.8	95.8	90.2	81.3	86.5	87.9	109.2	127.7	109.6	100.8
사용량(kbbl)	31,666	30,610	32,978	33,513	7,881	7,777	8,105	6,847	8,005	7,932	8,378	8,663
상각비	1,613	1,982	2,629	3,129	463	466	521	532	582	632	682	732
정비비	427	593	633	641	180	143	145	124	190	153	155	134
인건비	2,922	3,115	3,219	3,267	721	780	689	926	848	779	807	784
기타	4,667	5,109	5,137	5,270	1,147	1,251	1,261	1,451	1,259	1,217	1,314	1,347
<b>영업이익</b>	<b>1,903</b>	<b>1,539</b>	<b>1,469</b>	<b>2,040</b>	<b>351</b>	<b>399</b>	<b>376</b>	<b>413</b>	<b>351</b>	<b>101</b>	<b>431</b>	<b>586</b>
OPM(%)	11.8%	9.3%	8.0%	10.8%	8.9%	10.0%	9.4%	9.1%	7.8%	2.3%	9.2%	12.2%
<b>EBITDA</b>	<b>3,516</b>	<b>3,521</b>	<b>4,105</b>	<b>5,176</b>	<b>813</b>	<b>865</b>	<b>898</b>	<b>945</b>	<b>935</b>	<b>735</b>	<b>1,115</b>	<b>1,320</b>
EBITDAM(%)	21.8%	21.3%	22.4%	27.5%	20.6%	21.7%	22.4%	20.8%	20.8%	16.9%	23.7%	27.4%

자료: 대한항공, 한화투자증권 리서치센터 추정



# 대한항공 (003490) 최후의 승자

[한화리서치센터]

대한항공 연결 기준 분기 및 연간 실적 추정												
	2024	2025	2026E	2027E	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
<b>매출액</b>	<b>17,871</b>	<b>25,226</b>	<b>26,908</b>	<b>27,514</b>	<b>6,492</b>	<b>6,211</b>	<b>6,027</b>	<b>6,496</b>	<b>6,747</b>	<b>6,408</b>	<b>6,897</b>	<b>6,857</b>
항공운송	17,629	24,960	25,609	25,841	6,445	6,161	5,963	6,391	6,449	6,092	6,564	6,503
KAL	15,524	15,722	16,952	17,127	3,821	3,824	3,835	4,243	4,172	4,007	4,337	4,436
OZ+PUS+ASV		7,319	6,383	6,440	2,083	1,914	1,701	1,621	1,681	1,536	1,659	1,507
LJ	1,461	1,381	1,572	1,558	418	306	304	353	421	374	393	384
기타	644	537	702	716	124	118	123	173	174	175	176	177
항공우주	593	780	1,395	1,695	135	162	174	308	324	340	357	375
호텔	183	199	200	201	48	50	49	52	48	50	50	53
기타	231	421	590	590	85	89	99	147	147	147	147	147
연결조정	-765	-1,134	-885	-814	-221	-252	-258	-403	-221	-221	-221	-221
<b>영업비용</b>	<b>15,761</b>	<b>24,112</b>	<b>25,156</b>	<b>24,971</b>	<b>6,061</b>	<b>5,841</b>	<b>5,869</b>	<b>6,341</b>	<b>6,249</b>	<b>6,332</b>	<b>6,342</b>	<b>6,233</b>
KAL 별도	14,213	14,963	16,878	16,782	3,605	3,587	3,632	4,138	4,145	4,245	4,263	4,225
OZ 연결		7,612	6,682	6,626	2,019	1,894	1,879	1,820	1,707	1,659	1,686	1,630
LJ 별도	1,295	1,400	1,528	1,495	360	348	327	365	380	411	376	361
기타법인 및 조정	253	137	68	68	77	11	31	17	17	17	17	17
<b>영업이익</b>	<b>2,110</b>	<b>1,114</b>	<b>1,752</b>	<b>2,543</b>	<b>431</b>	<b>370</b>	<b>158</b>	<b>155</b>	<b>498</b>	<b>76</b>	<b>554</b>	<b>624</b>
OPM(%)	11.8%	4.4%	6.5%	9.2%	6.6%	6.0%	2.6%	2.4%	7.4%	1.2%	8.0%	9.1%
<b>EBITDA</b>	<b>3,906</b>	<b>3,969</b>	<b>5,198</b>	<b>6,494</b>	<b>1,152</b>	<b>1,042</b>	<b>886</b>	<b>888</b>	<b>1,284</b>	<b>912</b>	<b>1,441</b>	<b>1,561</b>
EBITDAM(%)	21.9%	15.7%	19.3%	23.6%	17.8%	16.8%	14.7%	13.7%	19.0%	14.2%	20.9%	22.8%

자료: 대한항공, 한화투자증권 리서치센터 추정



# 대한항공 재무제표

[한화리서치센터]

## 손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	16,112	17,871	25,226	26,908	27,514
매출총이익	3,261	3,758	3,675	5,508	5,632
영업이익	1,790	2,110	1,114	1,752	2,543
EBITDA	3,513	3,906	3,969	5,198	6,494
순이자손익	-224	-226	-550	-498	-498
외화관련손익	-38	-394	-35	-192	-251
지분법손익	0	0	13	0	0
세전계속사업손익	1,576	1,836	664	1,194	1,916
당기순이익	1,129	1,382	488	867	1,403
지배주주순이익	1,061	1,317	780	799	1,293
<b>증가율(%)</b>					
매출액	14.3	10.9	41.2	6.7	2.3
영업이익	-36.8	17.9	-47.2	57.4	45.1
EBITDA	-21.6	11.2	1.6	31.0	24.9
순이익	-34.7	22.4	-64.7	77.7	61.9
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	20.2	21.0	14.6	20.5	20.5
영업이익률	11.1	11.8	4.4	6.5	9.2
EBITDA이익률	21.8	21.9	15.7	19.3	23.6
세전이익률	9.8	10.3	2.6	4.4	7.0
순이익률	7.0	7.7	1.9	3.2	5.1

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	8,595	11,617	9,709	8,937	9,280
현금성자산	6,238	6,902	5,569	4,728	4,974
매출채권	1,138	1,590	1,576	1,569	1,594
재고자산	854	1,171	1,449	1,481	1,505
비유동자산	21,797	35,395	40,697	41,867	42,538
투자자산	2,800	3,943	4,767	4,923	5,085
유형자산	18,175	28,374	32,944	34,068	34,688
무형자산	824	3,077	2,986	2,876	2,765
<b>자산총계</b>	<b>30,392</b>	<b>47,012</b>	<b>50,406</b>	<b>50,805</b>	<b>51,819</b>
유동부채	9,410	16,973	15,081	13,551	12,058
매입채무	1,814	3,465	3,435	3,462	3,518
유동성이자부채	3,758	7,276	5,689	3,889	2,089
비유동부채	11,167	19,075	23,866	25,344	26,835
비유동이자부채	7,217	12,193	16,841	18,041	19,241
<b>부채총계</b>	<b>20,577</b>	<b>36,049</b>	<b>38,947</b>	<b>38,895</b>	<b>38,893</b>
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	3,949	4,471	5,487
자본조정	942	995	1,013	942	942
자기주식	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>9,815</b>	<b>10,963</b>	<b>11,459</b>	<b>11,910</b>	<b>12,926</b>





# 대한항공 재무제표

[한화리서치센터]

## 현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
<b>영업현금흐름</b>	4,092	4,559	4,899	4,652	5,746
당기순이익	1,129	1,382	647	867	1,403
자산상각비	1,723	1,796	2,855	3,446	3,951
운전자본증감	969	412	0	200	211
매출채권 감소(증가)	90	-93	55	8	-25
재고자산 감소(증가)	-118	-99	-173	-32	-24
매입채무 증가(감소)	88	-10	62	27	56
<b>투자현금흐름</b>	-2,410	-871	-3,744	-4,766	-4,778
유형자산처분(취득)	-1,901	-2,878	-4,221	-4,447	-4,447
무형자산 감소(증가)	-8	-12	-7	-13	-13
투자자산 감소(증가)	-532	1,497	840	-150	-156
<b>재무현금흐름</b>	-2,085	-2,163	-1,501	-877	-877
차입금의 증가(감소)	-1,201	-1,341	-1,223	-600	-600
자본의 증가(감소)	-282	-277	-278	-277	-277
배당금의 지급	-282	-277	-277	-277	-277
<b>총연금흐름</b>	3,781	4,171	4,899	4,452	5,534
(-)운전자본증가(감소)	-529	-1,688	-270	-200	-211
(-)설비투자	1,909	2,894	4,289	4,447	4,447
(+)자산매각	-1	4	61	-13	-13
Free Cash Flow	2,401	2,969	941	192	1,286
(-)기타투자	-472	754	626	156	162
잉여현금	2,873	2,215	315	36	1,124
<b>NOPLAT</b>	1,283	1,588	818	1,272	1,861
(+) Dep	1,723	1,796	2,855	3,446	3,951
(-)운전자본투자	-529	-1,688	-270	-200	-211
(-)Capex	1,909	2,894	4,289	4,447	4,447
OpFCF	1,627	2,178	-346	471	1,577

주: IFRS 연결 기준

## 주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
<b>주당지표</b>					
EPS	2,879	3,575	2,115	2,167	3,509
BPS	25,793	28,356	29,659	30,879	33,630
DPS	750	750	750	750	750
CFPS	10,238	11,295	13,264	12,054	14,985
ROA(%)	3.6	3.4	1.6	1.6	2.5
ROE(%)	11.5	13.2	7.3	7.1	10.9
ROIC(%)	9.2	8.6	3.2	4.6	6.6
<b>Multiples(x,%)</b>					
PER	8.7	7.0	11.8	11.5	7.1
PBR	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7
PSR	0.6	0.5	0.4	0.3	0.3
PCR	2.4	2.2	1.9	2.1	1.7
EV/EBITDA	4.0	5.6	6.6	5.1	3.9
배당수익률	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	209.6	328.8	339.9	326.6	300.9
Net debt/Equity	48.3	114.6	148.0	144.4	126.5
Net debt/EBITDA	134.8	321.7	427.4	330.9	251.9
유동비율	91.3	68.4	64.4	66.0	77.0
이자보상배율(배)	3.4	4.1	1.4	2.5	3.6
<b>자산구조(%)</b>					
투기자본	60.8	68.0	72.7	74.5	73.8
현금+투자자산	39.2	32.0	27.3	25.5	26.2
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	52.8	64.0	66.3	64.8	62.3
자기자본	47.2	36.0	33.7	35.2	37.7



# 진에어 [272450] 든든한 뒷배

[한화리서치센터]

## Buy (유지)

목표주가(하향): 7,500원

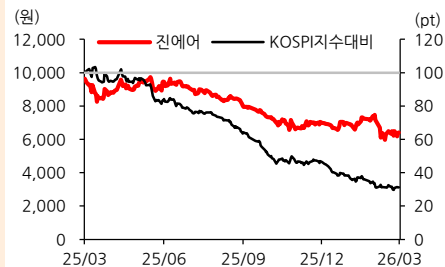
### Stock Data

현재 주가(3/26) 6,310원  
 상승여력 ▲ 18.9%  
 시가총액 3,294억원  
 발행주식수 52,200천주  
 52주 최고가/최저가 9,740/5,970원  
 90일 일평균 거래대금 14.07억원  
 외국인 지분율 1.5%

### 주주 구성

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

### Stock Price



### 1Q26 턴어라운드 전망

- 4분기와 마찬가지로 1분기까지 일본 등 근거리 노선 중심의 여객 호황 이어지며 1분기 영업이익 턴어라운드 예상
- 유가 상승에 따른 유류비 부담은 비수기인 2분기 다소 크게 확인될 것으로, 2분기 재차 영업적자 발생할 전망
- 다만 지난해와 같은 급격한 단위 원가 상승은 제한적일 것으로 보임에 따라 연간 영업흑자 기록할 수 있을 것
- 올해는 크지 않겠으나 내년으로 넘어가며 통합 LCC 관련 비용 발생할 것으로 추정

### 투자 의견 Buy 유지, 목표주가 7,500원 하향

- 유가 및 환율 탓에 실적 변동성 커지는 해이긴 하겠으나 올해 연간 영업이익 턴어라운드 가능할 것
- 대한항공 그룹사라는 배경 아래 상대적으로 안정적인 기재 교체 및 정비 사이클 가져갈 수 있을 것
- 다만 올해말 통합 FSC 출범 이후, 내년부터 통합 LCC 출범을 위한 준비 과정에서 다소간의 비용 지출 예상
- 12mth Fwd P/B 기준 역사적 밴드 하단은 1.7배 수준이었으나 현재 주가 기준 약 1.2배
- 목표 배수 1.5배로 설정, 목표주가 7,500원으로 하향
- 매크로에 대한 보수적인 가정을 하더라도 최근의 주가 하락은 과도

재무정보	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	1,277	1,461	1,381	1,572	1,558
영업이익	182	163	-19	44	63
EBITDA	273	261	90	158	183
지배주주순이익	134	96	-10	16	38
EPS	2,564	1,857	-189	314	740
순차입금	-85	-165	-105	-80	-179
PER	2.5	3.4	-33.3	20.1	8.5
PBR	2.3	1.4	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	0.9	0.6	2.5	1.6	0.8
배당수익률(%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	112.5	51.2	-4.3	7.0	14.7

자료: 한화투자증권 리서치센터



# 진에어 [272450] 든든한 뒷배

[한화리서치센터]

진에어 분기 및 연간 실적 추정												
	2024	2025	2026E	2027E	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
<b>매출액</b>	<b>1,461</b>	<b>1,381</b>	<b>1,572</b>	<b>1,558</b>	<b>418</b>	<b>306</b>	<b>304</b>	<b>353</b>	<b>421</b>	<b>374</b>	<b>393</b>	<b>384</b>
국내선	265	241	321	277	46	62	66	67	59	96	87	80
ASK(mn)	1,794	1,900	1,955	2,000	378	459	520	543	374	549	516	516
RPK(mn)	1,544	1,596	1,681	1,720	304	389	439	464	322	472	444	444
L/F(%)	86%	84%	86%	86%	80%	85%	84%	85%	86%	86%	86%	86%
Yield(원/RPK)	172	151	191	161	151	160	150	144	183	202	195	181
국제선	1,102	1,052	1,148	1,180	348	223	219	263	335	254	281	278
ASK(mn)	12,708	12,630	13,585	13,954	3,602	2,878	3,146	3,004	3,677	3,271	3,578	3,059
RPK(mn)	11,362	10,995	11,992	12,122	3,231	2,524	2,698	2,542	3,273	2,878	3,149	2,692
L/F(%)	89%	87%	88%	87%	90%	88%	86%	85%	89%	88%	88%	88%
Yield(원/RPK)	97	96	96	97	108	88	81	103	102	88	89	103
기타	94	88	102	101	24	21	20	23	27	24	26	25
<b>영업비용</b>	<b>1,298</b>	<b>1,400</b>	<b>1,528</b>	<b>1,495</b>	<b>360</b>	<b>348</b>	<b>327</b>	<b>365</b>	<b>380</b>	<b>411</b>	<b>376</b>	<b>361</b>
연료유류비	421	397	493	443	112	85	98	101	124	141	126	101
항공유단가(\$/bbl)	95.4	86.5	111.8	95.8	90.2	81.3	86.5	87.9	109.2	127.7	109.6	100.8
사용량(kbbl)	2,893	2,857	3,079	3,160	775	673	746	664	786	765	811	716
상각비	97	109	114	120	27	26	28	27	29	29	29	29
정비비	181	245	253	254	54	74	48	69	55	78	51	69
인건비	228	244	259	266	63	65	53	63	63	66	68	62
기타	371	406	409	412	103	99	100	105	110	97	102	100
<b>영업이익</b>	<b>163</b>	<b>-19</b>	<b>44</b>	<b>63</b>	<b>58</b>	<b>-42</b>	<b>-23</b>	<b>-13</b>	<b>41</b>	<b>-37</b>	<b>16</b>	<b>23</b>
OP M-(%)	11.2%	-1.4%	2.8%	4.1%	13.9%	-13.8%	-7.4%	-3.6%	9.7%	-9.9%	4.2%	6.0%
<b>EBITDA</b>	<b>261</b>	<b>90</b>	<b>158</b>	<b>183</b>	<b>86</b>	<b>-16</b>	<b>5</b>	<b>15</b>	<b>70</b>	<b>-8</b>	<b>45</b>	<b>52</b>
EBITDA M-(%)	17.8%	6.5%	10.1%	11.7%	20.5%	-5.2%	1.7%	4.2%	16.5%	-2.2%	11.5%	13.5%

자료: 진에어, 한화투자증권 리서치센터 추정



# 진에어 재무제표

[한화리서치센터]

## 손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	1,277	1,461	1,381	1,572	1,558
매출총이익	280	282	103	298	295
영업이익	182	163	-19	44	63
EBITDA	273	261	90	158	183
순이자손익	-5	-1	-8	-11	-11
외화관련손익	-4	-39	6	0	0
지분법손익	0	0	0	-1	-1
세전계속사업손익	174	123	-20	31	48
당기순이익	134	96	-10	16	38
지배주주순이익	134	96	-10	16	38
<b>증가율(%)</b>					
매출액	115.2	14.4	-5.5	13.8	-0.9
영업이익	흑전	-10.5	적전	흑전	44.9
EBITDA	800.8	-4.5	-65.6	76.1	15.8
순이익	흑전	-28.5	적전	흑전	135.7
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	21.9	19.3	7.5	18.9	18.9
영업이익률	14.3	11.2	-1.4	2.8	4.1
EBITDA이익률	21.4	17.8	6.5	10.1	11.7
세전이익률	13.6	8.4	-1.4	2.0	3.1
순이익률	10.5	6.5	-0.7	1.0	2.4

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
<b>유동자산</b>	492	681	626	614	714
현금성자산	418	592	508	493	592
매출채권	50	56	46	46	44
재고자산	2	1	1	1	1
<b>비유동자산</b>	460	546	549	607	553
투자자산	457	542	521	519	525
유형자산	1	1	24	85	27
무형자산	3	3	4	3	2
<b>자산총계</b>	952	1,227	1,174	1,221	1,268
<b>유동부채</b>	487	583	556	640	646
매입채무	159	160	181	186	180
유동성이자부채	102	106	83	149	149
<b>비유동부채</b>	323	413	394	341	344
비유동이자부채	232	321	319	263	263
<b>부채총계</b>	809	996	950	981	989
자본금	52	52	52	52	52
자본잉여금	296	296	96	96	96
이익잉여금	-195	-107	86	102	140
자본조정	-11	-10	-10	-11	-11
자기주식	-10	-10	-10	-10	-10
<b>자본총계</b>	143	231	224	240	278





# 진에어 재무제표

[한화리서치센터]

## 현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
<b>영업현금흐름</b>	417	329	240	45	166
당기순이익	134	96	-10	16	38
자산상각비	91	97	109	114	120
운전자본증감	59	-53	0	15	4
매출채권 감소(증가)	-7	-2	8	0	2
재고자산 감소(증가)	0	1	0	0	0
매입채무 증가(감소)	9	-2	0	6	-7
<b>투자현금흐름</b>	-219	-113	-18	-79	-87
유형자산처분(취득)	-1	0	-19	-61	-61
무형자산 감소(증가)	-2	-1	-1	0	0
투자자산 감소(증가)	-222	-102	-2	-19	-20
<b>재무현금흐름</b>	-224	-131	-314	0	0
차입금의 증가(감소)	-139	-109	-114	0	0
자본의 증가(감소)	-5	0	-200	0	0
배당금의 지급	-5	0	0	0	0
<b>총현금흐름</b>	355	375	240	31	162
(-)운전자본증가(감소)	-106	-76	33	-15	-4
(-)설비투자	1	0	19	61	61
(+)자산매각	-2	-1	-1	0	0
Free Cash Flow	459	450	187	-16	106
(-)기타투자	42	139	-37	-1	6
잉여현금	417	311	224	-15	99
<b>NOPLAT</b>	140	127	-14	23	51
(+) Dep	91	97	109	114	120
(-)운전자본투자	-106	-76	33	-15	-4
(-)Capex	1	0	19	61	61
OpFCF	336	301	43	91	114

주: IFRS 연결 기준

## 주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
<b>주당지표</b>					
EPS	2,564	1,857	-189	314	740
BPS	2,739	4,430	4,300	4,598	5,329
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	6,807	7,189	4,594	590	3,106
ROA(%)	15.7	8.8	-0.8	1.4	3.1
ROE(%)	112.5	51.2	-4.3	7.0	14.7
ROIC(%)	89.7	270.0	-18.6	17.7	42.3
<b>Multiples(x,%)</b>					
PER	2.5	3.4	-33.3	20.1	8.5
PBR	2.3	1.4	1.5	1.4	1.2
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
PCR	0.9	0.9	1.4	10.7	2.0
EV/EBITDA	0.9	0.6	2.5	1.6	0.8
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	566.0	430.6	423.2	408.6	355.7
Net debt/Equity	-59.5	-71.2	-46.9	-33.3	-64.4
Net debt/EBITDA	-31.2	-63.2	-117.3	-50.6	-98.0
유동비율	101.1	116.8	112.6	95.9	110.7
이자보상배율(배)	10.7	7.2	n/a	1.4	2.0
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	5.9	3.4	9.6	12.9	7.4
현금+투자자산	94.1	96.6	90.4	87.1	92.6
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	70.0	64.9	64.2	63.2	59.7
자기자본	30.0	35.1	35.8	36.8	40.3



# 제주항공 (089590) 절치부심이 빛나는

[한화리서치센터]

## Buy (상향)

목표주가(상향): 6,500원

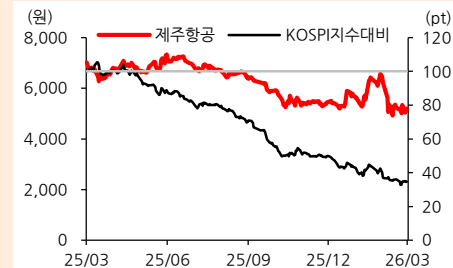
### Stock Data

현재 주가(3/26)	5,080원
상승여력	▲ 28.0%
시가총액	4,097억원
발행주식수	80,641천주
52주 최고가/최저가	7,330/4,925원
90일 일평균 거래대금	22.56억원
외국인 지분율	3.2%

### 주주 구성

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

### Stock Price



### 4Q25의 좋았던 분위기는 1Q26까지 이어질 것

- 4Q25 이연된 성수기 효과 및 강한 일본 노선 수요 덕에 동사 영업이익 턴어라운드 성공
- 1Q26은 동계 성수기 및 여전히 강한 일본 노선 수요 효과로 전분기보다도 나은 실적 전망
- 비수기에 해당하는 2Q26은 유류비 상승과 맞물려 다소 부진한 실적 전망. 유가에 따라 하반기 실적도 크게 좌우될 것
- 다만 지난해 비상경영을 통해 재무안정성 확보된 상황으로, 하반기 이후 산업 구조조정시

### 투자의견 및 목표주가 각각 Buy, 6,500원 상향

- 국내 LCC 업체에 대해서 부정적인 의견을 유지하나, 동사의 경우 지난해 비축해둔 체력을 기반으로 버틸 수 있을 것
- 매크로 변동성 확대로 말미암을 것으로 예상되는 산업 구조조정 이후 동사의 시장 점유율 확대 가능성 높다는 점에서 긍정적
- 12mth Fwd P/B 밴드 하단은 항상 2배였으나 현재 주가 기준 약 1.5배
- 목표 배수 2배로 설정, 목표주가 6,500원으로 상향. 투자의견도 Buy로 상향
- 업종 내 차선호주로 제시. 하반기 매크로 변동성을 감안하더라도 최근의 주가 하락은 다소 과도

재무정보	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	1,724	1,936	1,580	1,943	1,853
영업이익	170	80	-112	12	20
EBITDA	297	218	35	178	189
지배주주순이익	134	22	-116	-7	-4
EPS	1,666	270	-1,445	-89	-55
순차입금	469	506	928	1,188	1,452
PER	3.0	18.8	-3.5	-57.2	-92.1
PBR	1.3	1.1	1.1	1.6	1.6
EV/EBITDA	3.0	4.2	37.8	9.0	9.9
배당수익률(%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	44.9	6.5	-31.7	-2.3	-1.7

자료: 한화투자증권 리서치센터



# 제주항공 (089590) 절치부심이 빛나는

[한화리서치센터]

제주항공 분기 및 연간 실적 추정												
	2024	2025	2026E	2027E	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
<b>매출액</b>	<b>1,936</b>	<b>1,580</b>	<b>1,943</b>	<b>1,853</b>	<b>385</b>	<b>332</b>	<b>388</b>	<b>475</b>	<b>547</b>	<b>417</b>	<b>518</b>	<b>460</b>
국내선	297	233	211	209	40	65	64	63	44	57	60	50
ASK(mn)	2,516	2,372	2,550	2,493	501	634	623	614	582	640	669	659
RPK(mn)	2,338	2,158	2,267	2,216	420	584	585	569	489	589	629	560
L/F(%)	92.9%	91.0%	88.9%	88.9%	83.8%	92.1%	93.9%	92.7%	84.0%	92.0%	94.0%	85.0%
Yield(원/RPK)	127.0	107.8	93.2	94.4	96.3	111.6	109.3	110.9	90.0	97.0	95.0	90.0
국제선	1,525	1,262	1,547	1,455	322	249	305	385	455	298	405	388
ASK(mn)	21,206	19,021	21,069	21,490	4,866	4,149	5,235	4,771	5,499	4,564	5,759	5,248
RPK(mn)	18,670	15,813	18,553	18,617	3,764	3,540	4,370	4,139	4,949	3,971	5,067	4,566
L/F(%)	88.0%	83.1%	88.1%	86.6%	77.4%	85.3%	83.5%	86.8%	90.0%	87.0%	88.0%	87.0%
Yield(원/RPK)	81.7	79.8	83.4	78.1	85.5	70.4	69.9	93.0	92.0	75.0	80.0	85.0
기타	114	85	185	189	22	18	19	26	48	62	53	22
<b>영업비용</b>	<b>1,856</b>	<b>1,692</b>	<b>1,931</b>	<b>1,833</b>	<b>417</b>	<b>374</b>	<b>443</b>	<b>457</b>	<b>494</b>	<b>462</b>	<b>509</b>	<b>466</b>
연료유류비	565	474	657	560	124	102	124	123	167	169	175	147
항공유단가(\$/bbl)	95	86	112	96	90	81	87	88	109	128	110	101
사용량(kbbl)	3,558	3,296	3,754	3,806	700	940	896	760	962	832	1,020	940
상각비	138	147	166	169	35	36	37	40	41	41	42	42
정비비	255	179	189	193	45	25	56	52	48	48	47	46
인건비	293	309	338	338	75	76	76	83	83	79	91	86
기타	606	583	581	573	139	135	150	159	155	125	155	145
<b>영업이익</b>	<b>80</b>	<b>-112</b>	<b>12</b>	<b>20</b>	<b>-33</b>	<b>-42</b>	<b>-55</b>	<b>18</b>	<b>53</b>	<b>-45</b>	<b>9</b>	<b>-5</b>
OP M-(%)	4.1%	-7.1%	0.6%	1.1%	-8.5%	-12.6%	-14.2%	3.8%	9.6%	-10.7%	1.8%	-1.1%
<b>EBITDA</b>	<b>218</b>	<b>35</b>	<b>178</b>	<b>189</b>	<b>2</b>	<b>-6</b>	<b>-18</b>	<b>58</b>	<b>94</b>	<b>-3</b>	<b>51</b>	<b>37</b>
EBITDA M-(%)	11.2%	2.2%	9.2%	10.2%	0.5%	-1.9%	-4.6%	12.2%	17.1%	-0.8%	9.8%	8.0%

자료: 제주항공, 한화투자증권 리서치센터 추정



# 제주항공 재무제표

[한화리서치센터]

## 손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	1,724	1,936	1,580	1,943	1,853
매출총이익	338	273	71	190	185
영업이익	170	80	-112	12	20
EBITDA	297	218	35	178	189
순이자손익	-22	-18	-42	-48	-49
외화관련손익	12	-58	27	7	3
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	173	8	-103	-9	-6
당기순이익	134	21	-116	-7	-4
지배주주순이익	134	22	-116	-7	-4
<b>증가율(%)</b>					
매출액	145.4	12.3	-18.4	23.0	-4.6
영업이익	흑전	-52.9	적전	흑전	70.5
EBITDA	흑전	-26.7	-83.7	402.6	6.2
순이익	흑전	-84.4	적전	적지	적지
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	19.6	14.1	4.5	9.8	10.0
영업이익률	9.8	4.1	-7.1	0.6	1.1
EBITDA이익률	17.2	11.2	2.2	9.2	10.2
세전이익률	10.0	0.4	-6.5	-0.5	-0.3
순이익률	7.8	1.1	-7.4	-0.4	-0.2

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
<b>유동자산</b>	508	473	418	470	379
현금성자산	316	201	224	210	112
매출채권	123	182	108	173	177
재고자산	24	35	32	32	32
<b>비유동자산</b>	1,473	1,525	1,933	2,166	2,393
투자자산	858	830	1,213	1,491	1,766
유형자산	579	664	693	652	606
무형자산	37	32	27	23	20
<b>자산총계</b>	1,981	1,999	2,351	2,637	2,772
<b>유동부채</b>	1,122	1,122	1,252	1,532	1,645
매입채무	197	221	219	262	230
유동성이자부채	423	388	613	850	996
<b>비유동부채</b>	548	552	824	844	877
비유동이자부채	362	319	539	548	569
<b>부채총계</b>	1,670	1,674	2,076	2,376	2,522
자본금	81	81	81	81	81
자본잉여금	598	121	121	121	121
이익잉여금	-400	89	-23	-36	-47
자본조정	32	33	96	-4	-4
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
<b>자본총계</b>	311	360	374	260	250





# 제주항공 재무제표

[한화리서치센터]

## 현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
<b>영업현금흐름</b>	388	163	1	128	123
당기순이익	134	22	-116	-7	-4
자산상각비	127	138	147	166	169
운전자본증감	32	-130	0	-24	-39
매출채권 감소(증가)	-76	-86	20	-65	-4
재고자산 감소(증가)	-7	-11	3	0	0
매입채무 증가(감소)	56	23	-45	43	-32
<b>투자현금흐름</b>	-77	-22	-132	-121	-395
유형자산처분(취득)	-174	-120	-126	-118	-118
무형자산 감소(증가)	0	-1	-1	-2	-2
투자자산 감소(증가)	0	0	-5	0	0
<b>재무현금흐름</b>	-298	-165	236	173	155
차입금의 증가(감소)	-171	-163	189	179	161
자본의 증가(감소)	-8	-2	-4	-7	-7
배당금의 지급	-8	-2	-4	-7	-7
<b>총현금흐름</b>	379	321	1	152	161
(-)운전자본증가(감소)	-349	45	17	24	39
(-)설비투자	247	120	271	118	118
(+)자산매각	73	-1	144	-2	-2
Free Cash Flow	554	156	-143	7	2
(-)기타투자	220	-14	-17	0	275
잉여현금	334	170	-126	7	-273
<b>NOPLAT</b>	132	58	-81	9	15
(+) Dep	127	138	147	166	169
(-)운전자본투자	-349	45	17	24	39
(-)Capex	247	120	271	118	118
OpFCF	361	31	-222	32	26

주: IFRS 연결 기준

## 주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
<b>주당지표</b>					
EPS	1,666	270	-1,445	-89	-55
BPS	3,859	4,462	4,636	3,230	3,094
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	4,702	3,987	11	1,884	2,002
ROA(%)	7.4	1.1	-5.4	-0.3	-0.2
ROE(%)	44.9	6.5	-31.7	-2.3	-1.7
ROIC(%)	17.3	7.2	-8.0	0.6	0.9
<b>Multiples(x,%)</b>					
PER	3.0	18.8	-3.5	-57.2	-92.1
PBR	1.3	1.1	1.1	1.6	1.6
PSR	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2
PCR	1.1	1.3	447.4	2.7	2.5
EV/EBITDA	3.0	4.2	37.8	9.0	9.9
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	536.5	465.4	555.2	912.2	1,010.7
Net debt/Equity	150.8	140.6	248.1	456.0	581.9
Net debt/EBITDA	158.1	232.6	2,620.5	667.6	768.4
유동비율	45.3	42.2	33.4	30.7	23.0
이자보상배율(배)	4.7	2.6	n/a	0.2	0.4
<b>자산구조(%)</b>					
투기자본	39.9	44.6	45.6	46.0	47.5
현금+투자자산	60.1	55.4	54.4	54.0	52.5
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	71.6	66.3	75.5	84.3	86.2
자기자본	28.4	33.7	24.5	15.7	13.8

## Compliance Notices

### Compliance Notice

(공표일: 2026년 03월 26일)

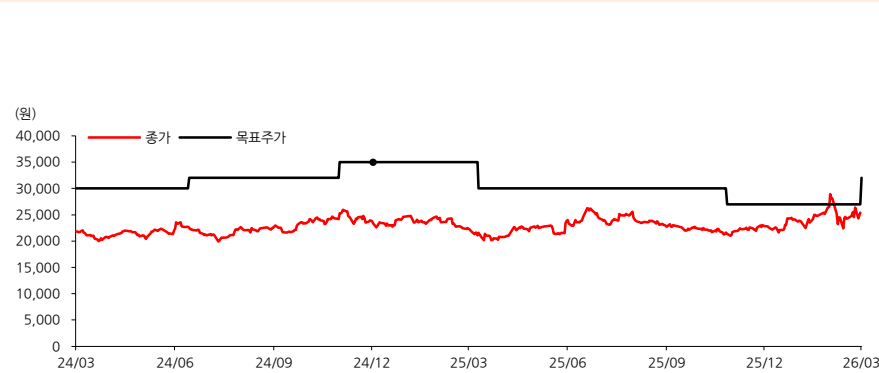
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (박수영, 고예진)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 조사분석자료의 작성과 관련하여 당사의 금융투자분석사 박수영은 2026년 02월 24일~02월 25일 기간에 대한항공의 기업설명회에 대한항공의 비용으로 참석한 사실이 있음을 고지합니다.

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)



### 투자의견 변동내역

일 시	투자의견	목표가격	2016.08.12	2024.06.28	2024.07.09	2024.07.26	2024.08.08	2024.08.30
2016.08.12	투자등급변경			Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
				30,000	32,000	32,000	32,000	32,000
2024.09.27	Buy	32,000		Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
				32,000	35,000	35,000	35,000	35,000
2025.01.24	Buy	35,000		Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
				35,000	35,000	35,000	30,000	30,000
2025.05.30	Buy	30,000		Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
				30,000	30,000	30,000	30,000	30,000
2025.08.29	Buy	30,000		Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
				30,000	30,000	27,000	27,000	27,000
2026.01.30	Buy	27,000		Buy	Buy			
				27,000	32,000			

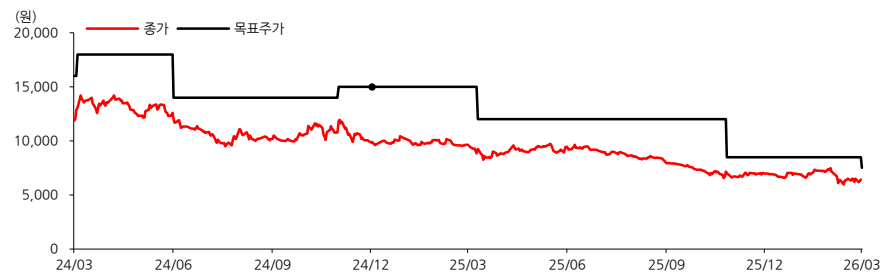
### 목표주가 변동 내역별 괴리율 (대한항공)

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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	-12.64	7.22
2026.03.26	Buy	32,000		

## Compliance Notices

### 진에어 (272450)



### 투자의견 변동내역

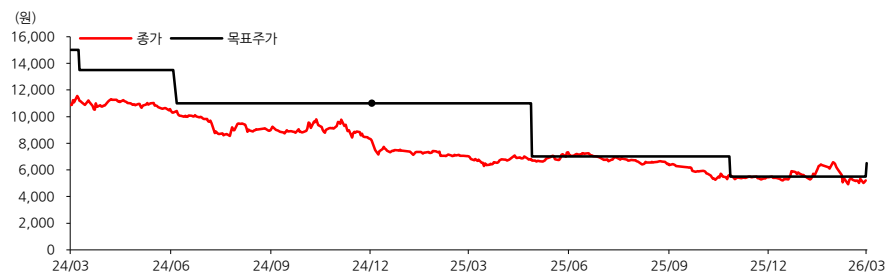
일 시	2024.03.29	2024.04.26	2024.05.31	2024.06.26	2024.11.26	2025.04.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Hold	Buy	Buy
목표가격	18,000	18,000	18,000	14,000	15,000	12,000
일 시	2025.11.21	2026.03.26				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	8,500	7,500				
일 시						
투자의견						
목표가격						

### 목표주가 변동 내역별 괴리율 (진에어)

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.03.29	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	-19.94	-12.12
2026.03.26	Buy	7,500		

### 제주항공 (089590)



### 투자의견 변동내역

일 시	2024.04.03	2024.07.01	2025.05.23	2025.11.21	2026.03.26	
투자의견	Buy	Hold	Hold	Hold	Buy	
목표가격	13,500	11,000	7,000	5,500	6,500	
일 시						
투자의견						
목표가격						
일 시						
투자의견						
목표가격						

## Compliance Notices

### 목표주가 변동 내역별 괴리율 (제주항공)

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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	0.64	-10.45
2026.03.26	Buy	6,500		

### 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 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자 상품의 비중	87.0%	13.0%	0.0%	100.0%



# 한화투자증권 리.서.치.센.터

## 리서치센터장

### 박영훈

Energy  
02.3772.7614  
houn0715@hanwha.com

## [ 투자전략팀 ]

안현국	팀장	퀀트	3772-7646	hg.ahn@hanwha.com
임혜윤	연구위원	경제	3772-7728	hylim@hanwha.com
김성수	연구위원	채권	3772-7616	sungsoo.kim@hanwha.com
최규호	책임연구원	경제	3772-7720	choi.gh@hanwha.com
한시화	책임연구원	크레딧	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/유틸리티	3772-7152	yurim.song@hanwha.com
박세연	수석연구위원	ESG	3772-7406	shannon@hanwha.com
김도하	수석연구위원	은행/보험	3772-7479	doha.kim@hanwha.com
한유정	연구위원	음식료/화장품	3772-7693	yujung.han@hanwha.com
이진협	연구위원	유통/의류/지주	3772-7638	jinhyeob.lee@hanwha.com
엄수진	연구위원	ESG	3772-7407	sujineom@hanwha.com
박수영	책임연구원	엔터/레저/운송	3772-7634	suyoung.park.0202@hanwha.com
이용욱	책임연구원	에너지/화학/2차전지	3772-7635	yw.lee@hanwha.com
배성조	책임연구원	조선/방산/우주/기계	3772-7611	seongjo.bae@hanwha.com
박준영	책임연구원	반도체	3772-7481	jyp94@hanwha.com
권지우	책임연구원	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/유틸리티/자동차/부품 RA	3772-8420	yein.kim@hanwha.com

## [ 글로벌리서치팀 ]

한상희, CFA	팀장	해외주식	3772-7695	sanghi.han@hanwha.com
임해인	책임연구원	미국주식/자산배분	3772-7799	haein.lim@hanwha.com
박유진	책임연구원	중국주식	3772-8217	yujin.park@hanwha.com
박제인	연구위원	해외주식 RA	3772-7380	jane8314@hanwha.com
심혜린	연구위원	미국주식 RA	3772-7374	hyerin.sihm@hanwha.com
박정현	연구위원	중국주식 RA	3772-7417	jeong.hyeon.park@hanwha.com

## [ 디지털자산리서치팀 ]

최윤영	팀장	디지털자산	3772-7402	yy.choy@hanwha.com
-----	----	-------	-----------	--------------------

## 본 · 지점망

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

### 서울

본사	02) 3772-7000	영업부	02) 3775-0775
강남WM센터	02) 6975-2000	노원지점	02) 931-2711
갤러리아WM센터	02) 3445-8700	목동WM센터	02) 2654-2300
금영플라자63지점	02) 308-6363	송파WM센터	02) 449-3677
금영플라자시청지점	02) 2021-6900	강북WM센터	02) 743-7311

### 인천/경기

분당WM센터	031) 707-7114	일산지점	031) 929-1313
송도IFEZ지점	032) 851-7233	평촌지점	031) 381-6004
신갈지점	031) 285-7233	평택지점	031) 652-8668
안성지점	031) 677-0233		

### 부산/울산/경남

부산WM센터	051) 465-7533	울산WM센터	052) 265-0505
마린시티지점	055) 943-3000	언양지점	052) 262-9300
거제브랜치	055) 730-0400		

### 대구/경북

대구WM센터	053) 741-3211	영주지점	054) 633-8811
문경지점	054) 550-3500	영천지점	054) 331-5000
거창지점	051) 751-8321		

### 대전/충청

대전WM센터	042) 488-7233	청주지점	043) 224-3300
천안지점	041) 563-2001	홍성지점	041) 631-2200

### 광주/전라

광주WM센터	062) 713-5700	전주지점	063) 710-1000
--------	---------------	------	---------------

#### [Compliance Notice]

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 정보 출처로부터 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.