

항공 (Positive)

# 비로소 호시절

환영합니다

Welcome 欢迎

← 환승 안내판(Transfer)

중국欢迎您!



# 목차

03 Summary

05 I. 여행하기 좋은 나라, 한국 여객 수요 성장을 견인하는 인바운드

25 II. 산업 구조조정 본격화 통합 대한항공 그리고 LCC 구조조정

59 III. 투자전략: 실적으로 확인하는 호실적 대한항공, 그리고 제주항공

69 IV. 기업 분석

대한항공, 진에어, 제주항공

# Summary

국제선 여객 수요의 구조적 성장과 시장 구조조정으로 국내 항공산업에도 호시절이 오겠다는 기대를 가져도 좋겠습니다.

중동 전쟁 이후 고유가/고환율로 내국인 해외여행 수요 부진에 대한 우려가 있었습니다만 우려는 우려에 불과했습니다. 과거 국제선 여객 수요가 아웃바운드 중심이었다면, 최근의 국제선 여객 수요는 중국 및 미주 등 노선에서의 인바운드 수요 확대로 구조적 성장이 일어나고 있습니다. 원화 약세 및 한일령, 중동 전쟁, 미중 갈등 등 단기간에 해소되기 어려워 보이는 이슈들이 방한 중국인 관광객 증가, 아태지역 내 인천공항의 환승 허브 역할 확대 등으로 연결되고 있기 때문입니다.

통합 대한항공에 이어 통합 진에어까지 출범하면 국내 항공 시장은 플레이어 수가 대폭 축소됩니다. 그간 국가 경제 규모 대비 공급자가 너무 많았던 탓에 공급 경쟁이 과열됐던 점을 고려하면 가장 큰 호재입니다. 이스타항공과 에어프레미아 통합 기대감까지 생겨나고 있어 국내 LCC 시장은 공급 경쟁 완화에 대한 기대감이 한층 커질 전망입니다.

우리는 여객 수요의 구조적 성장 및 시장 구조조정에 따른 수혜 종목으로 대한항공(최선희주)과 제주항공(차선희주)을 제시합니다.

대한항공의 경우 내년부터 통합에 따른 실적 성장세가 본격화되며 지금의 주가 상승 흐름이 꾸준히 이어질 것으로 보입니다. 국내 투자자들의 경우 통합 FSC 출범이 다소 낡은 주가 모멘텀 재료로 받아들여질 수 있겠지만 외국인 투자자들의 시각은 다소 다릅니다. 열손가락에 손꼽히는 글로벌 항공사의 탄생이 외국인 투자자들의 관심을 끌어모으며 최근 대한항공 주가의 상승세를 만들고 있습니다.

제주항공은 그간의 비용 효율화 노력이 지속되는 일본 노선 수요 강세에 따른 매출액 성장과 영업이익 레버리지로 발현될 전망입니다. 오는 3분기 실적 서프라이즈가 주가 반등의 트리거가 되겠습니다. 진에어의 경우 통합과 관련된 비용 부담이 당분간 예상되며, 트리니티항공은 장거리 노선에 대한 부담이 단기간 해소되기 어려울 전망입니다. 때문에 앞서 언급한 여객 수요의 구조적 성장 및 시장 재편에 따른 국내 항공 산업 호시절을 제대로 누릴 LCC 사업자는 제주항공이 유일할 전망입니다.



# Summary

## 한화투자증권 분석 종목 요약

|                  | 종목명  | 투자의견 | 목표주가<br>(변동)    | 상승여력<br>(%) | P/B(배) |       | ROE(%) |       | EV/EBITDA(배) |       |
|------------------|------|------|-----------------|-------------|--------|-------|--------|-------|--------------|-------|
|                  |      |      |                 |             | 2026E  | 2027E | 2026E  | 2027E | 2026E        | 2027E |
| 양<br>명<br>3<br>사 | 대한항공 | Buy  | 43,000원<br>(상향) | 40.1%       | 1.1    | 1.1   | -3.9   | 4.2   | 7.3          | 4.9   |
|                  | 진에어  | Buy  | 7,500원<br>(유지)  | 29.3%       | 2.2    | 1.8   | -46.0  | 16.8  | 3.6          | 0.7   |
|                  | 제주항공 | Buy  | 6,500원<br>(유지)  | 44.9%       | 1.2    | 0.9   | 13.7   | 25.6  | 9.3          | 7.7   |

주: 10월 8일 종가 기준



# I

## 여행하기 좋은 나라, 한국

여객 수요 성장을 견인하는 인바운드

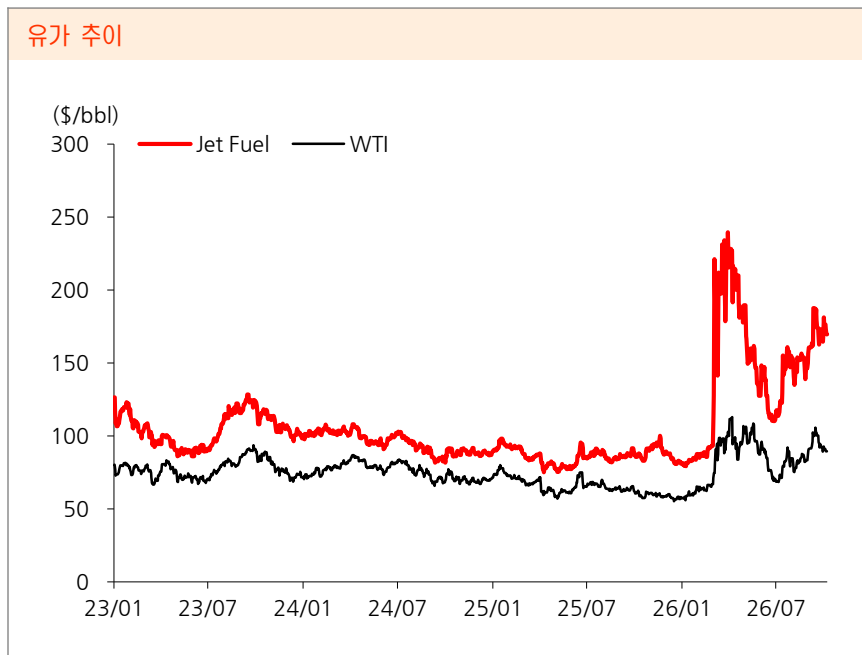


## 전쟁으로 말미암은 여객 수요 둔화 우려 교환율+고유가

[한화리서치센터]

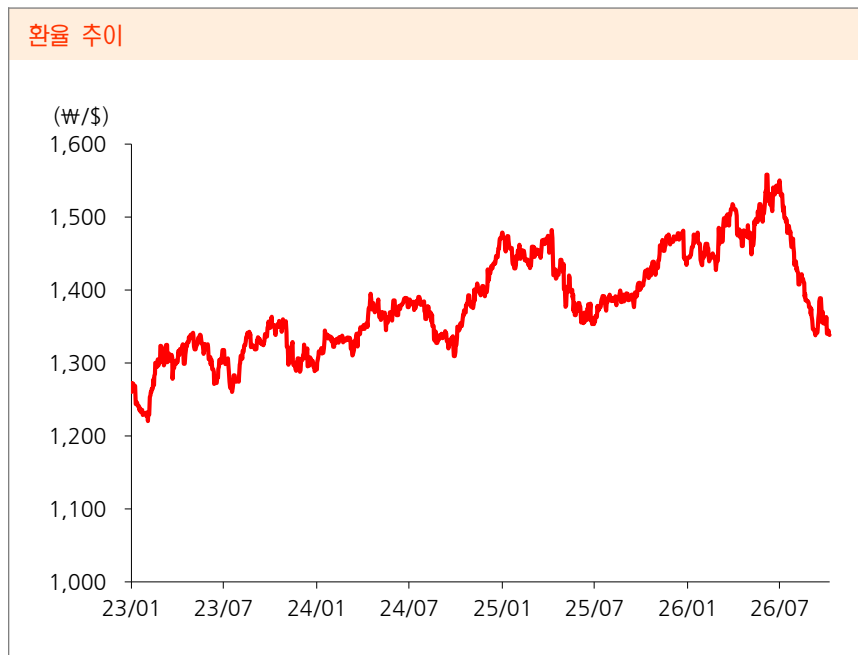
- ❖ 중동 전쟁 이후 매크로(유가/환율) 변동성 확대되며 내국인 해외 여행 수요 둔화 우려 확대
- ❖ 항공유 가격 상승 → 유류할증료 인상 → 항공권 가격 상승 → 여행 경비 부담 확대
  - 중동 전쟁으로 유가 상승. 항공유 가격은 전쟁 중 등유 수요 증가 및 정제 시설 파괴 등으로 원유 대비 가격 변동세 심화
  - 항공유 가격(MOPS)은 3월말 배럴당 240불에 근접한 수준까지 급등. 이후 하락/상승 반복. 최근 재차 상승세
- ❖ 달러 환율 상승 → 여행 경비 부담 확대
  - 원화 자산에 대한 투심 악화 및 국내 에너지 수입 구조 등 탓에 중동 전쟁 직후 원화 가치 급락
  - 미 달러 대비 원화 환율은 6월 초 1,558원 기록
  - 이후 수출 기업 달러 매도 등으로 환율 안정세 보이다 최근 미 국채 금리 급등 등으로 변동성 확대

유가 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

환율 추이



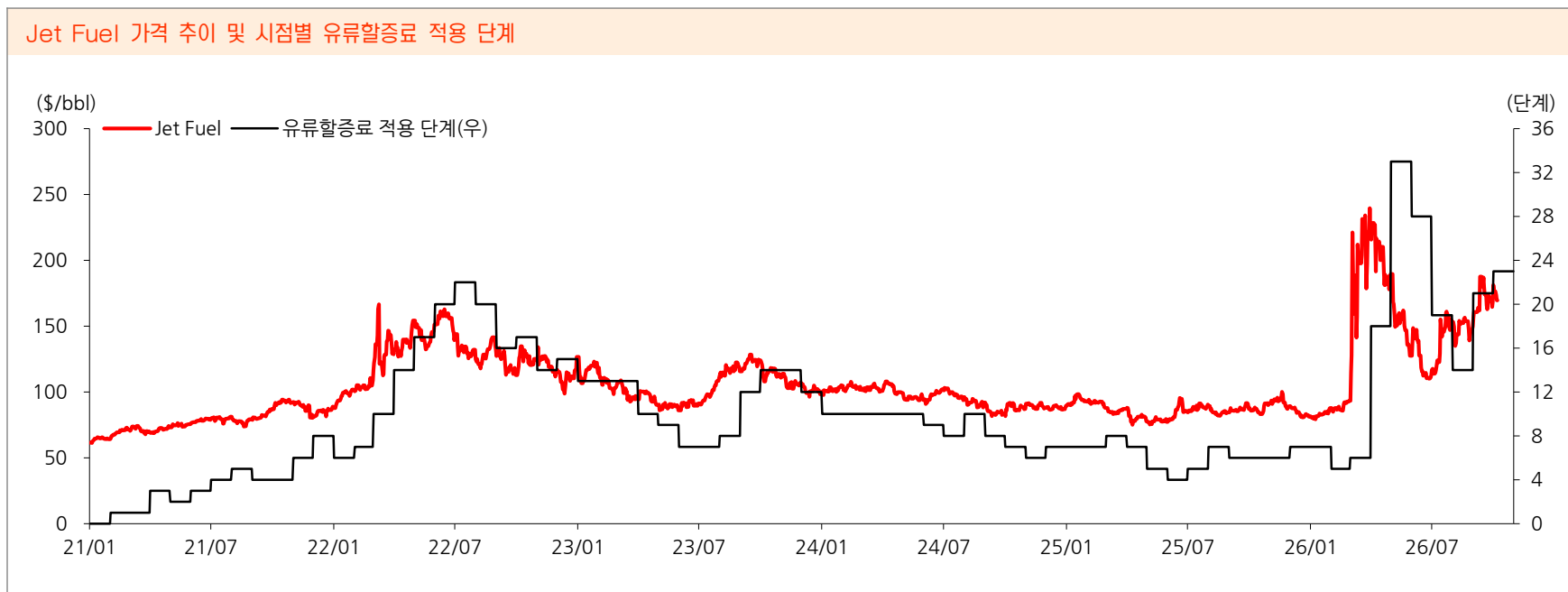
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



## 전쟁으로 말미암은 여객 수요 둔화 우려 교환율+고유가

[한화리서치센터]

- ❖ 항공사는 유류할증료를 통해 유류비 부담 일부를 소비자에 전가
  - 유류할증료 부과 기준: 발권일 기준. 전전월 16일 ~ 전월 15일 가격 평균으로 1달간의 유류할증료 부과 구간 적용
- ❖ '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
- ❖ 5월 유류할증료 33단계 기록(역대 최고 단계). 10월 현재 23단계 적용
  - 3-4월 항공유 가격 급등에 따라 5월 유류할증료는 역대 최고 단계인 33단계 적용
  - 대한항공 국제선 유류할증료는 전 노선, 1월 대비 5배 안팎의 상승을 기록
  - 10월 현재 23단계 적용. 1월 대비 3배 안팎 상승



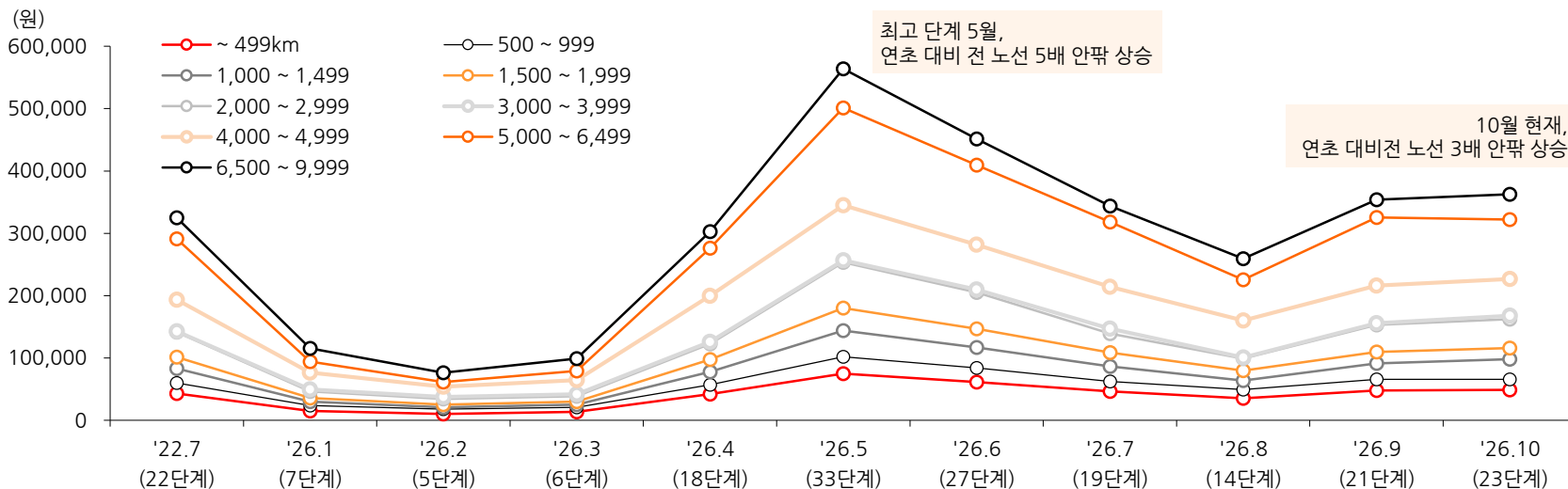
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터 추정



# 전쟁으로 말미암은 여객 수요 둔화 우려 교환율+고유가

[한화리서치센터]

대한항공 주요 노선별 유류할증료 부과 추이



| 대권거리          | 주요 노선                                                                                                           |
|---------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| ~ 499         | 인천-선양, 칭다오, 다롄, 옌지, 후쿠오카                                                                                        |
| 500 ~ 999     | 인천-상하이 푸둥, 베이징, 톈진, 창사, 난징, 항저우, 나고야, 나리타, 오사카, 타이베이, 삿포로, 오키나와 / 김포-하네다 / 부산-나리타                               |
| 1,000 ~ 1,499 | 인천-광저우, 시안, 선전, 샤먼, 홍콩, 울란바타르, 마카오                                                                              |
| 1,500 ~ 1,999 | 인천-마닐라, 하노이, 세부, 다낭                                                                                             |
| 2,000 ~ 2,999 | 인천-방콕, 싱가포르, 양곤, 쿠알라룸푸르, 프놈펜, 호찌민, 광, 델리, 카트만두, 치앙마이, 푸켓, 나트랑, 푸꾸옥                                              |
| 3,000 ~ 3,999 | 인천-자카르타, 덴파사르                                                                                                   |
| 4,000 ~ 4,999 | 인천-모스크바, 두바이, 호놀룰루, 브리즈번, 이스탄불                                                                                  |
| 5,000 ~ 6,499 | 인천-런던, 로스앤젤레스, 라스베이거스, 밴쿠버, 샌프란시스코, 시드니, 시애틀, 암스테르담, 오클랜드, 파리, 프랑크푸르트, 밀라노, 비엔나, 로마, 부다페스트, 프라하, 취리히, 마드리드, 리스본 |
| 6,500 ~ 9,999 | 인천-뉴욕, 델러스, 보스턴, 시카고, 애틀랜타, 워싱턴, 토론토                                                                            |

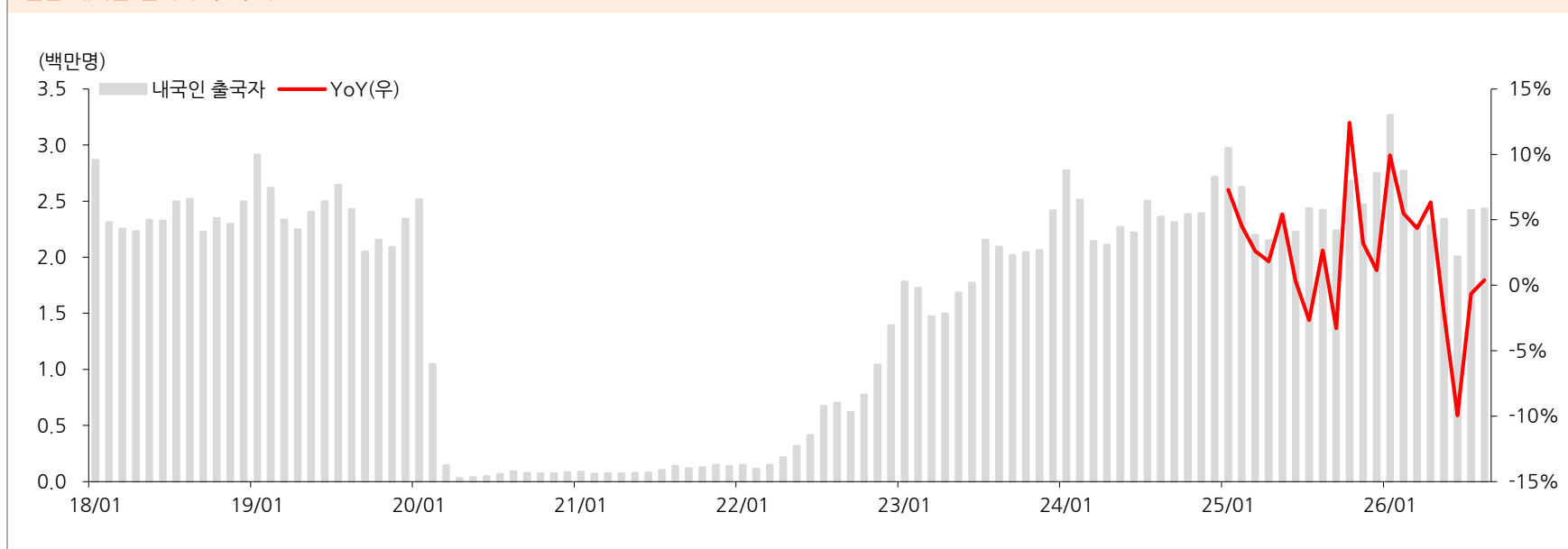
자료: 대한항공, 한화투자증권 리서치센터



## 전쟁으로 말미암은 여객 수요 둔화 우려 아웃바운드 일시 정체 [한화리서치센터]

- ❖ 2025년 연간 내국인 출국자 수는 29백만명을 웃돌며 팬데믹 이전 수준을 상회  
- '19년 28,714,247명 vs '25년 29,550,177명
- ❖ 팬데믹 이후 강하게 나타난 해외 여행 수요의 팬트업 효과는 올해 4월까지 지속  
- '26년 1월 내국인 출국자 수 전년비 증가율은 9.9%를 기록
- ❖ 다만 중동 전쟁 이후 유류할증료 인상 및 환율 상승 등으로 경비 부담 확대되며 5-6월 내국인 출국자 수는 전년비 감소  
- 5월 YoY -2.1%, 6월 YoY -10.0%
- ❖ 내국인 아웃바운드 수요는 여름 성수기를 맞아 회복. 유류할증료 및 환율 부담 축소된 부분도 유효하게 작용  
- 7월 YoY -0.7%, 8월 YoY +0.4%

월별 내국인 출국자 수 추이



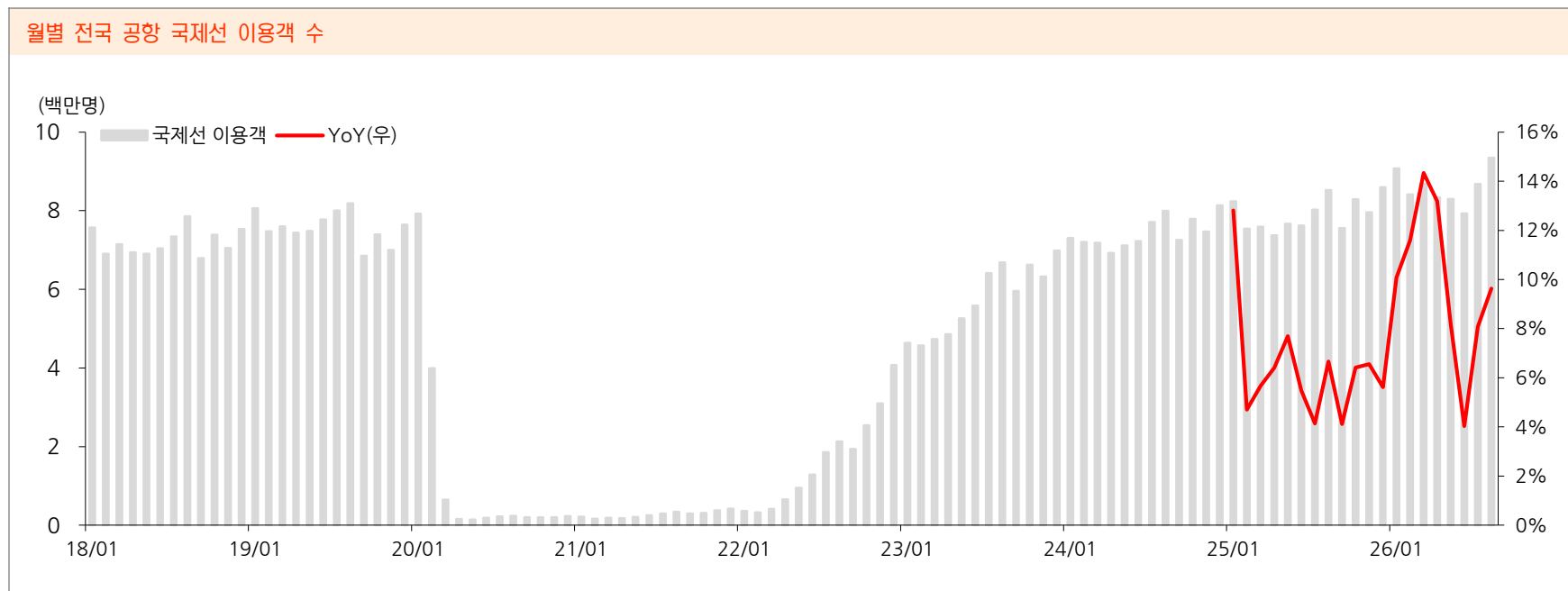
자료: 출국관광통계, 한화투자증권 리서치센터



## 우려는 그저 우려에 불과 8월 국제선 이용객 수는 역대 최대

[한화리서치센터]

- ❖ 2025년 연간 전국 공항 국제선 이용객 수는 95백만명에 육박하며 팬데믹 이전인 2019년을 상회
  - '19년 90,900,322명 vs '25년 94,975,443명
- ❖ 여름 성수기인 8월 국제선 이용객은 935만명(YoY +9.6%)으로 역대 월 최고 실적
  - 매월 전년비 성장세 지속한 가운데, 1월부터 4월까지의 전년비 두자릿수 성장세를 기록
  - 올해 8월까지 누계 이용객 수는 약 69백만명으로, 전년 같은 기간 대비 +9.9% 성장
- ❖ 전쟁으로 말미암은 고유가/고환율에 따른 여객 수요 부진 우려는 그저 우려에 불과
  - 내국인 출국자 수는 일시적으로 부진했으나 전국 공항 국제선 이용객 수는 매월 견조한 실적을 기록



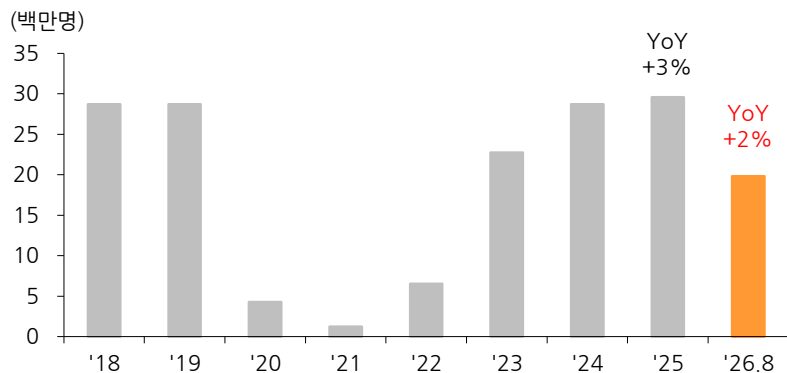
자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, 한화투자증권 리서치센터



# 우려는 그저 우려에 불과 내국인 출국자 수 vs 국제선 이용객 수

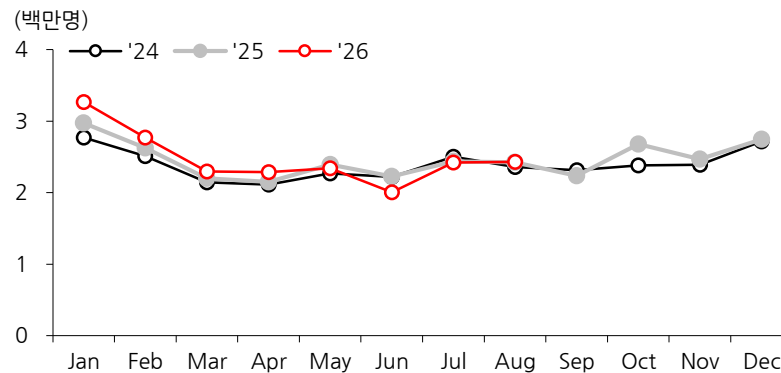
[한화리서치센터]

연도별 내국인 출국자 수



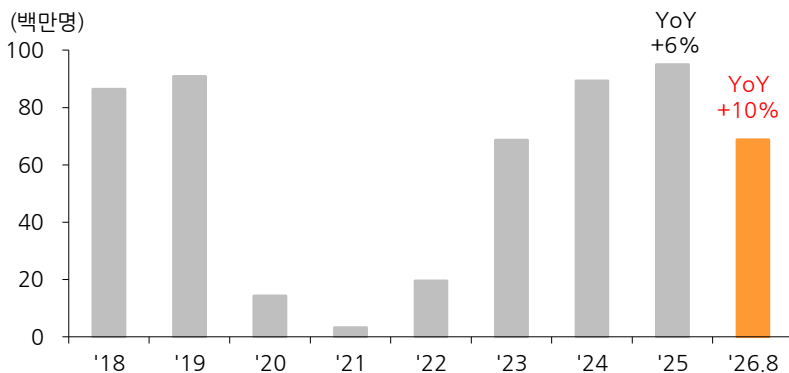
자료: 출국관광통계, 한화투자증권 리서치센터

월별 내국인 출국자 수



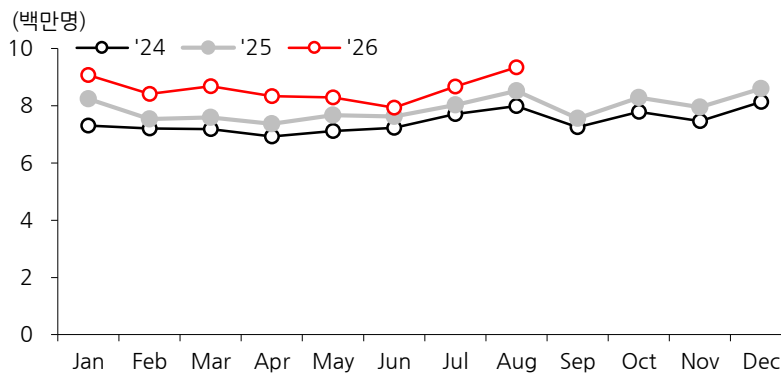
자료: 출국관광통계, 한화투자증권 리서치센터

연도별 전국 공항 국제선 이용객 수



자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, 한화투자증권 리서치센터

월별 전국 공항 국제선 이용객 수



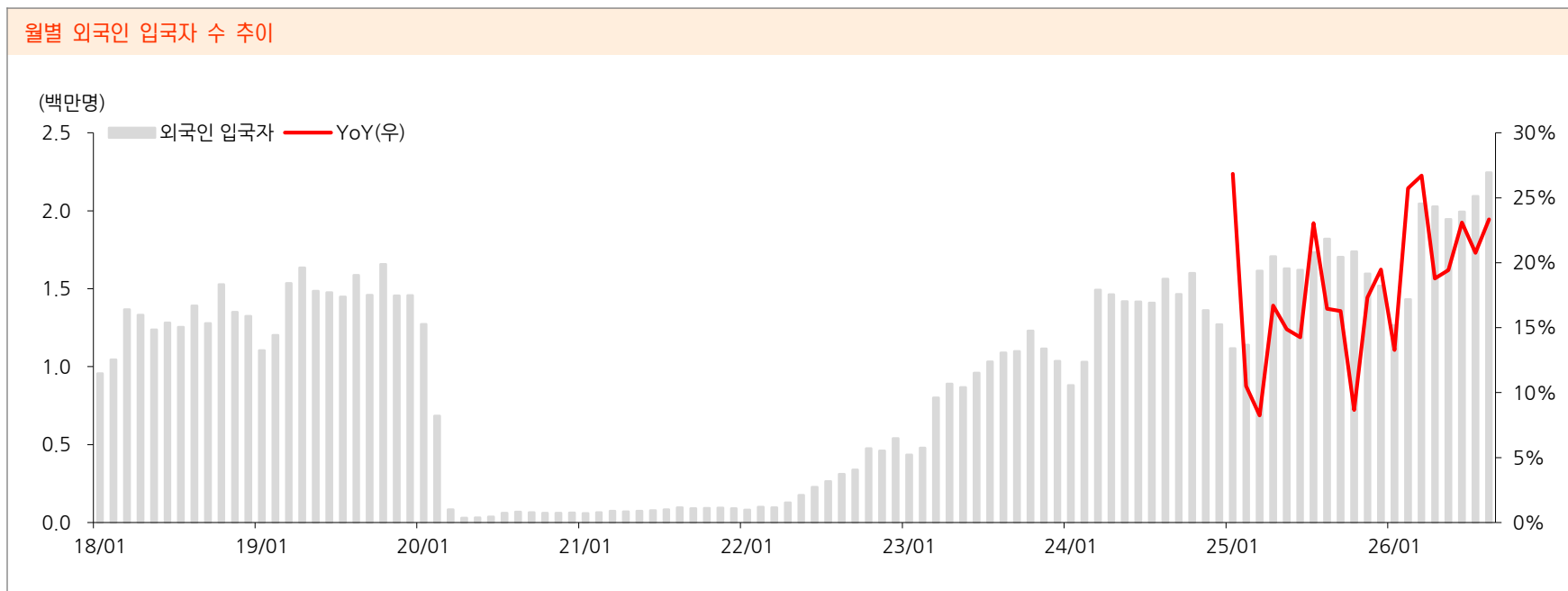
자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, 한화투자증권 리서치센터



## 우려는 그저 우려에 불과 강했던 인바운드, 여객 호실적에 기여

[한화리서치센터]

- ❖ 2025년 연간 외국인 입국자 수는 19백만명에 육박하며 팬데믹 이전인 2019년을 상회
  - '19년 17,502,756명 vs '25년 18,936,562명
- ❖ 올해 외국인 입국자 수는 거의 매월 월 최고치 경신 중
  - 3월 외국인 입국자 수는 처음으로 2백만명을 돌파
  - 8월 외국인 입국자 수는 225만명(YoY +23%)에 육박하며 사상 최대 실적 기록
- ❖ 고유가/고환율에도 강했던 여객 수송 실적 배경은 강한 외국인 인바운드 증가세
  - 아웃바운드 일시적 정체에도 불구하고, 국제선 여객 수송 실적이 호조를 보일 수 있었던 것은 결국 꺾이지 않고 오히려 강했던 인바운드 덕



자료: 한국관광통계, 한화투자증권 리서치센터

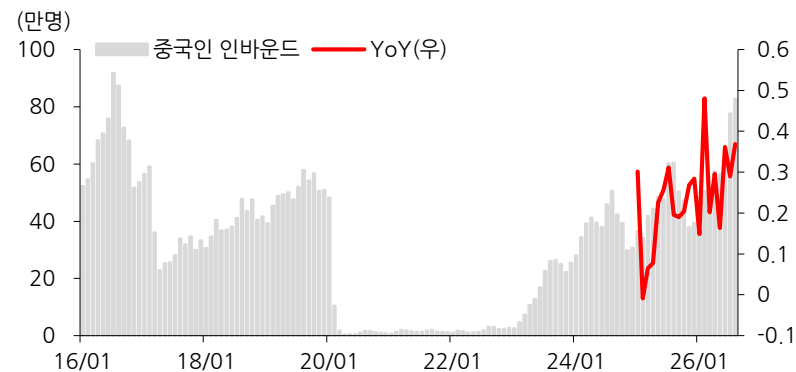


## 우려는 그저 우려에 불과 강했던 인바운드, 여객 호실적에 기여

[한화리서치센터]

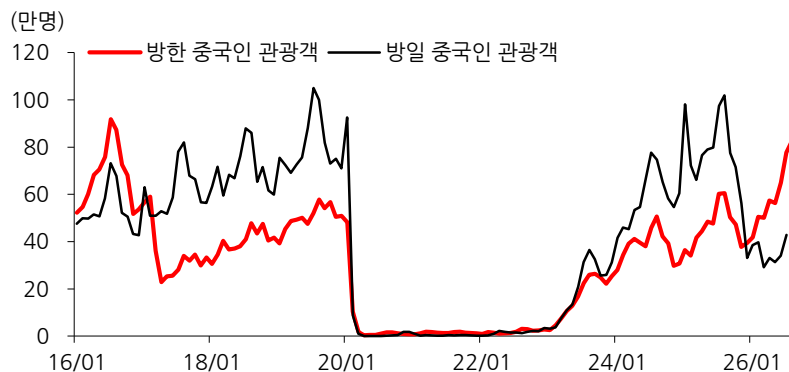
- ❖ 올해 8월까지 누계 방한 중국인 관광객은 약 482만명으로 전년 같은 기간 대비 +29%
  - 역대 연간 최고치 기록했던 2016년과 비교하면 -14% 수준
  - 여름 성수기 8월은 약 83만명 기록하며 YoY +37% 성장
- ❖ 견조한 인바운드 수요의 이면에는 방한 중국인 관광객 성장 有
  - 중국 정부의 한일령 여파로 일본 여행의 대체재로 한국 여행 부각
  - 역대급의 원화 평가 절하도 유인 요인으로 작용
  - 중동 전쟁 초기 유류비 인상 사태 불거지며 중국 항공사 국제선 감편 등을 우려하며 중국인 관광객 감소를 우려. 그러나 우려는 그저 우려에 불과

월별 중국인 인바운드 추이



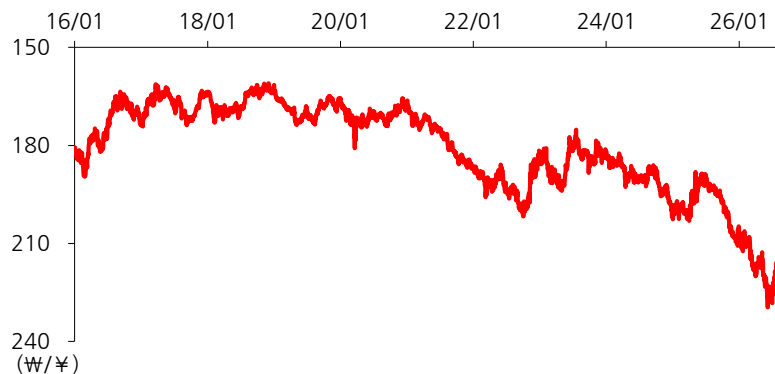
자료: 한국관광통계, 한화투자증권 리서치센터

방한 중국인 관광객 vs 방일 중국인 관광객



자료: 한국관광통계, Japan National Tourism Organization, 한화투자증권 리서치센터

위안화 환율 추이



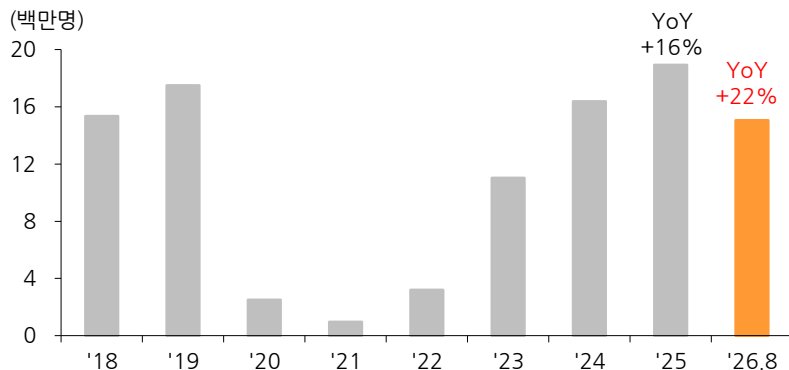
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



# 우려는 그저 우려에 불과 강했던 인바운드, 여객 호실적에 기여

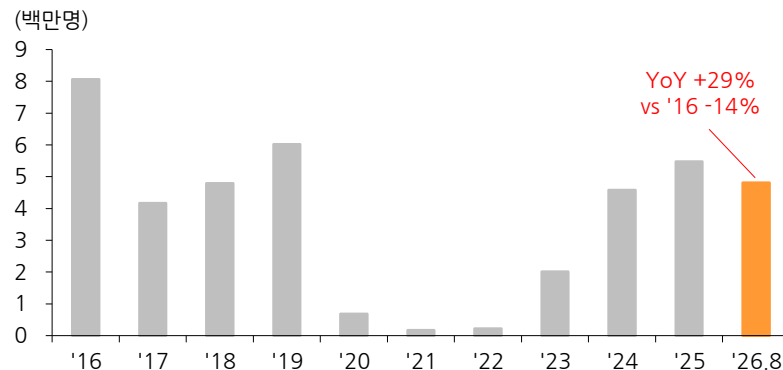
[한화리서치센터]

연도별 외국인 입국자 수



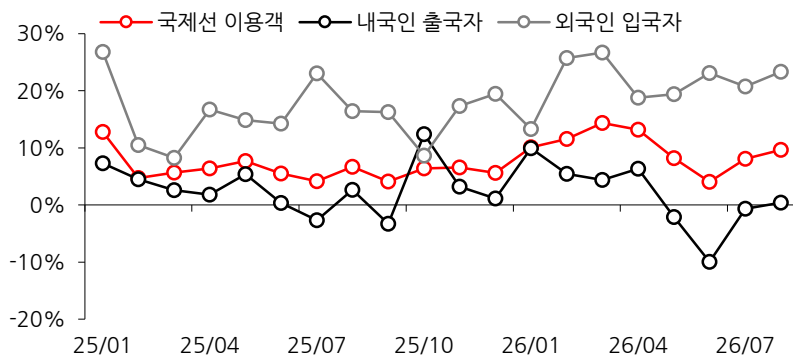
자료: 출국관광통계, 한화투자증권 리서치센터

연도별 방한 중국인 관광객 수



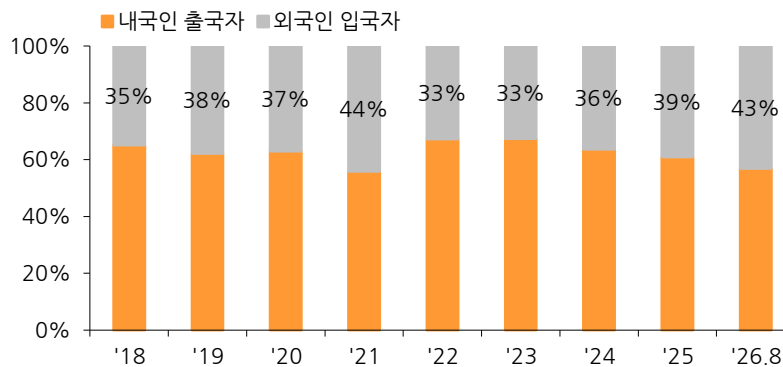
자료: 출국관광통계, 한화투자증권 리서치센터

국제선 이용객, 내국인 출국자, 외국인 입국자 전년비 성장률 비교('25-'26)



자료: 출국관광통계, 인천국제공항공사, 한국공항공사, 한화투자증권 리서치센터

연도별 출입국자 중 내국인 아웃바운드 vs 외국인 인바운드 비중 추이



자료: 출국관광통계, 한화투자증권 리서치센터

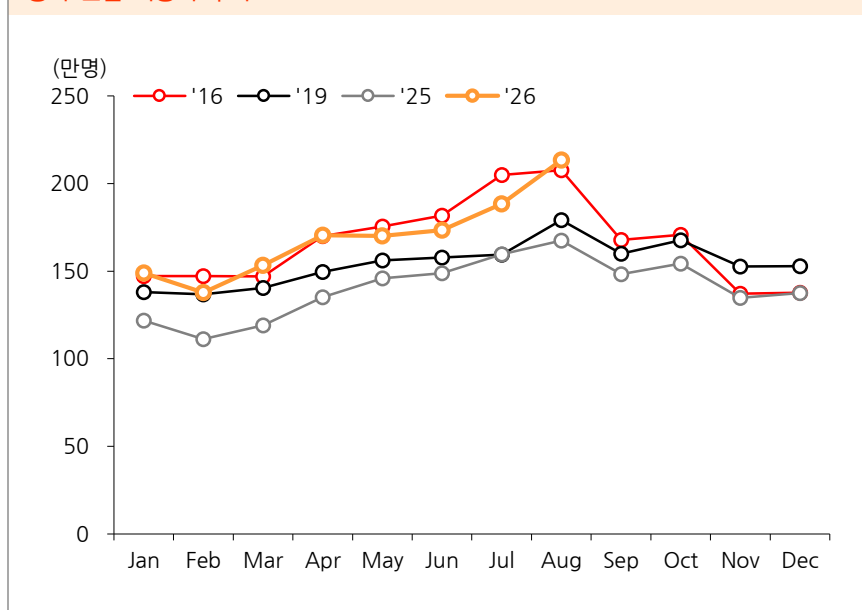


## 국제선 여객 수요의 구조적 성장 중국 노선 공급 확대

[한화리서치센터]

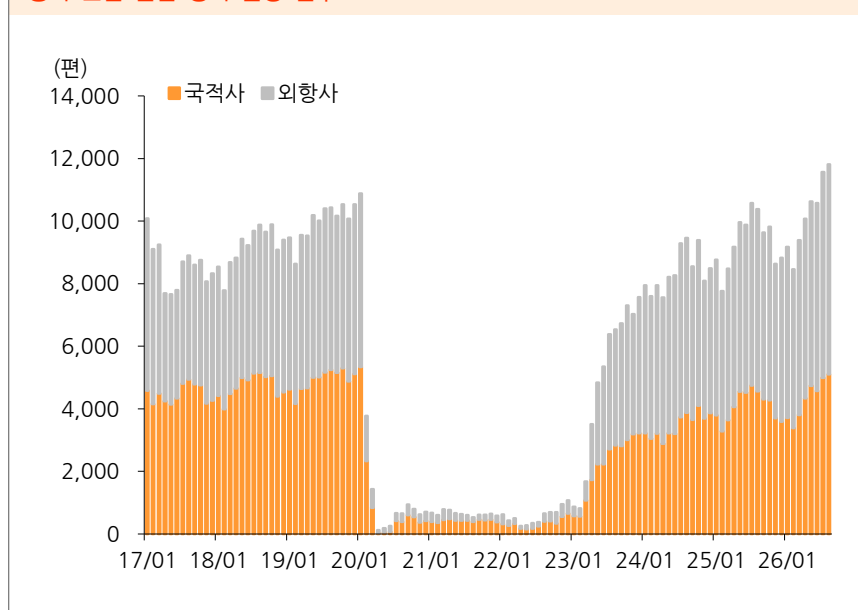
- ❖ 방한 중국인 관광객 확대 및 내국인의 무비자 중국 관광 확대에 힘입어 중국 노선 이용객 수 빠르게 증가
  - 8월 중국 노선 이용객은 약 213만명으로 한한령이 본격화되기 직전이었던 '16년 8월 수송 실적(약 208만명) 상회
- ❖ 인/아웃바운드 양방향 수요 호조에 따라 중국 노선 공급 확대 지속 중
  - 8월 국적사 왕복 운항편수는 5,101편, YoY +12%
  - 8월 외항사 왕복 운항편수는 6,718편, YoY +15%
- ❖ 9월 16일 국토교통부 운수권 수시 배분에 따라 중국 노선 공급은 더욱 확대될 전망
  - 인천發 베이징, 상하이, 광저우, 다롄, 난징, 창사, 항저우 등 주요 노선에 LCC 확대 배분
  - 지방發 베이징, 상하이, 청두, 하얼빈, 다롄, 샤먼 등 노선 LCC 중심 확대 배분

중국 노선 이용객 추이



자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, 한화투자증권 리서치센터

중국 노선 월별 왕복 운항 편수



자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터



# 국제선 여객 수요의 구조적 성장 중국 노선 공급 확대

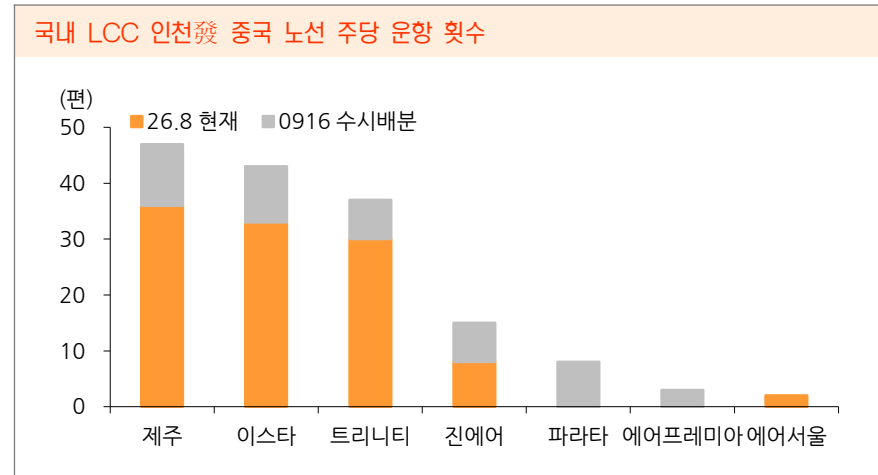
[한화리서치센터]

| 260916 국토교통부 운수권 수시 배분 결과(여객) |                  |      |
|-------------------------------|------------------|------|
| 항공사                           | 노선               | 비고   |
| 대한항공                          | 인천-울란바타르(연중)     | 주 2회 |
| 에어로케이                         | 무안-베이징           | 주 3회 |
|                               | 무안-엔지            | 주 2회 |
|                               | 무안-장자제           | 주 2회 |
|                               | 청주-다롄            | 주 3회 |
|                               | 청주-몽골            | 주 7회 |
|                               | 한국-몽골지방(울란바타르 외) | 주 7회 |
| 에어부산                          | 부산-청두            | 주 4회 |
|                               | 부산-하얼빈           | 주 4회 |
| 에어프레미아                        | 인천-상하이           | 주 3회 |
| 이스타항공                         | 대구-베이징           | 주 3회 |
|                               | 인천-베이징           | 주 7회 |
|                               | 인천-난징            | 주 3회 |
| 제주항공                          | 무안-상하이           | 주 3회 |
|                               | 인천-베이징           | 주 7회 |
|                               | 인천-창사            | 주 4회 |
| 진에어                           | 부산-항저우           | 주 2회 |
|                               | 인천-광저우           | 주 7회 |
| 트리니티항공                        | 대구-샤먼            | 주 3회 |
|                               | 인천-다롄            | 주 7회 |
| 파라타항공                         | 양양-상하이           | 주 3회 |
|                               | 양양-항저우           | 주 3회 |
|                               | 인천-상하이           | 주 4회 |
|                               | 인천-항저우           | 주 4회 |

주: 음영은 인천發 중국 노선  
자료: 국토교통부, 한화투자증권 리서치센터

| 2026년 8월 기준 항공사별 중국 노선 운항 현황(출발편 기준) |       |     |    |     |     |    |
|--------------------------------------|-------|-----|----|-----|-----|----|
|                                      | 인천    | 김포  | 청주 | 김해  | 제주  | 대구 |
| 대한항공                                 | 853   | 61  | 0  | 96  | 31  | 0  |
| 아시아나항공                               | 652   | 61  | 0  | 0   | 0   | 0  |
| 진에어                                  | 36    | 0   | 0  | 0   | 33  | 0  |
| 에어부산                                 | 0     | 0   | 0  | 98  | 0   | 0  |
| 에어서울                                 | 11    | 0   | 0  | 0   | 0   | 0  |
| 제주항공                                 | 159   | 0   | 0  | 36  | 31  | 0  |
| 에어로케이                                | 0     | 0   | 5  | 0   | 0   | 0  |
| 이스타항공                                | 145   | 0   | 22 | 13  | 30  | 0  |
| 트리니티항공                               | 131   | 0   | 18 | 0   | 0   | 27 |
| 외항사                                  | 2,258 | 123 | 81 | 178 | 629 | 89 |

자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터



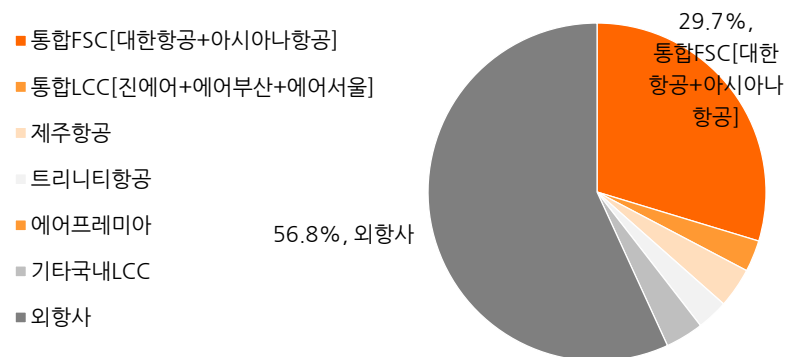
자료: 에어포탈, 국토교통부, 한화투자증권 리서치센터



# 국제선 여객 수요의 구조적 성장 중국 노선 공급 확대

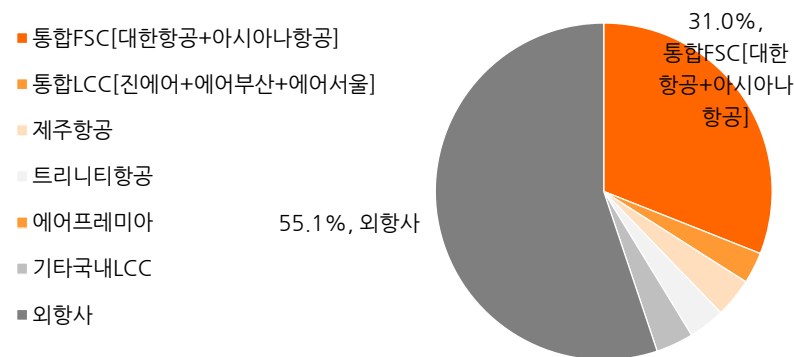
[한화리서치센터]

중국 노선 운항 편수 기준 항공사별 점유율(8월 기준)



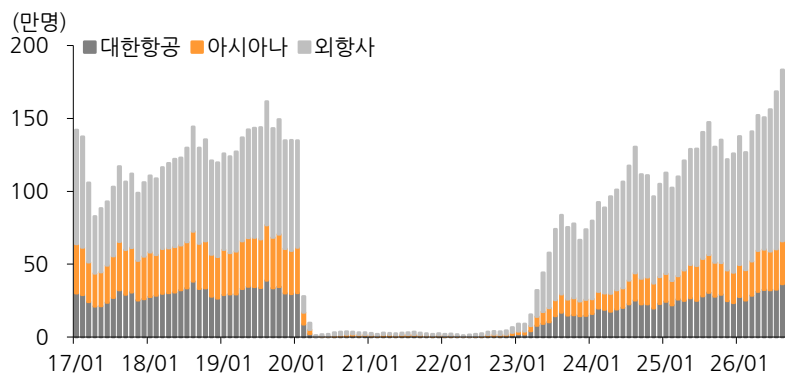
자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터

중국 노선 수송객 수 기준 항공사별 점유율(8월 기준)



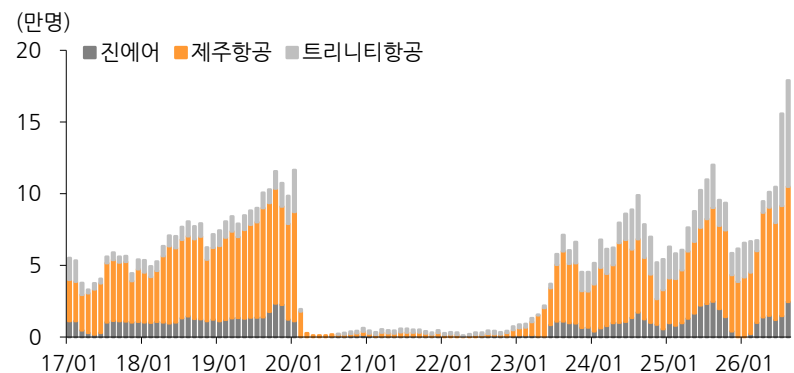
자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터

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 여객 수요의 구조적 성장 일본 노선 공급 확대

[한화리서치센터]

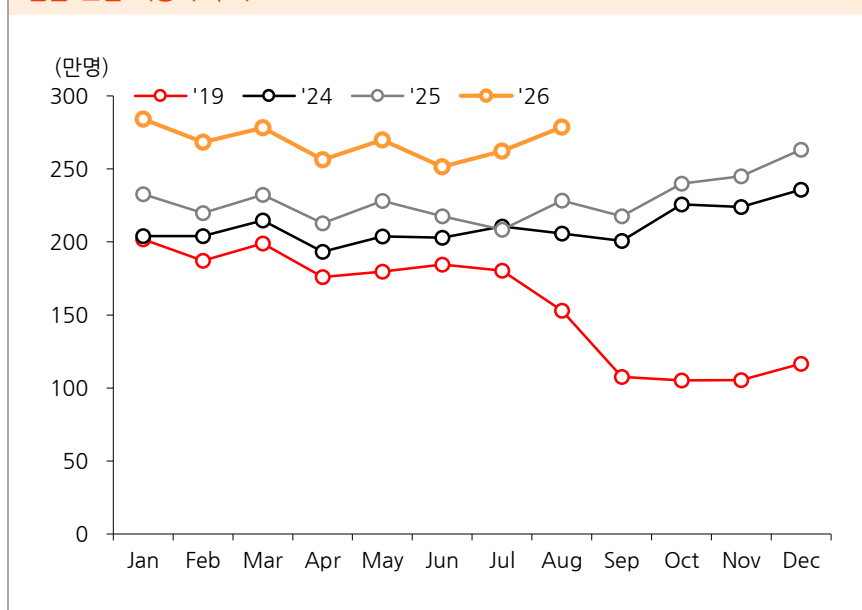
## ❖ 지속되는 엔저 상황에 일본向 내국인 아웃바운드 견조

- 8월 일본 노선 이용객은 279만명을 기록, YoY +22%
- 7월 일본 노선 이용객은 262만명을 기록, YoY +25%. 한편 동월 방일 한국인 관광객은 90만명에 육박하며 YoY +32% 성장

## ❖ 팬데믹 이후 방일 한국인 증가에 따라 국내 LCC 중심으로 일본 노선 가파른 공급 확대

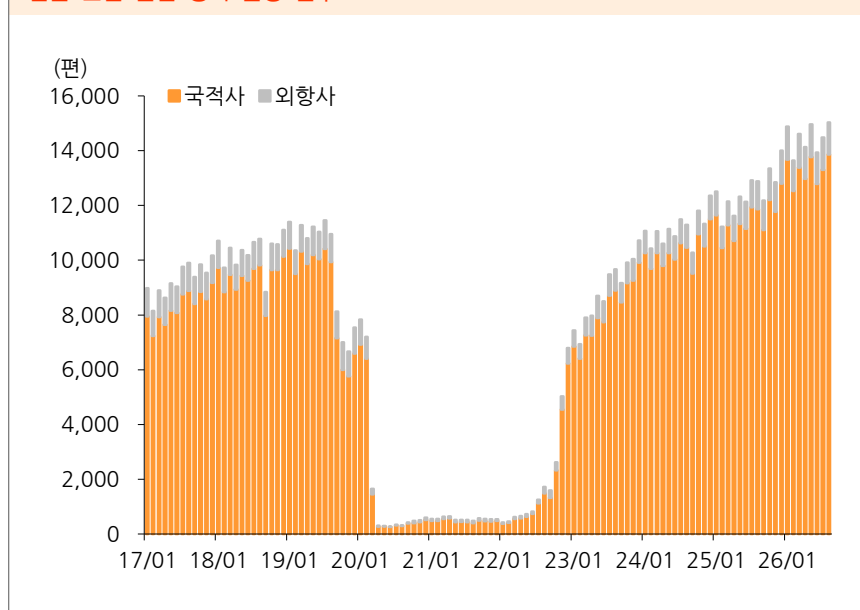
- 8월 양대 국적사 왕복 운항편수는 각각 대한항공 2,245편 YoY +13%, 아시아나항공 1,182편 YoY -13%
- 8월 국내 LCC 왕복 운항편수는 각각 진에어 2,020편 YoY +11%, 제주항공 2,572편 YoY +15%, 트리니티항공 1,800편 YoY +31%, 그 외 기타 LCC 4,048편 YoY +31%
- 내국인의 방일 관광 수요 급증함에 따라 주요 LCC는 인천發 일본 지선 노선 중심으로 공급 확대. 에어로케이 등은 지방發 일본 간선/지선 노선 신규 공급 확대

일본 노선 이용객 추이



자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, 한화투자증권 리서치센터

일본 노선 월별 왕복 운항 편수



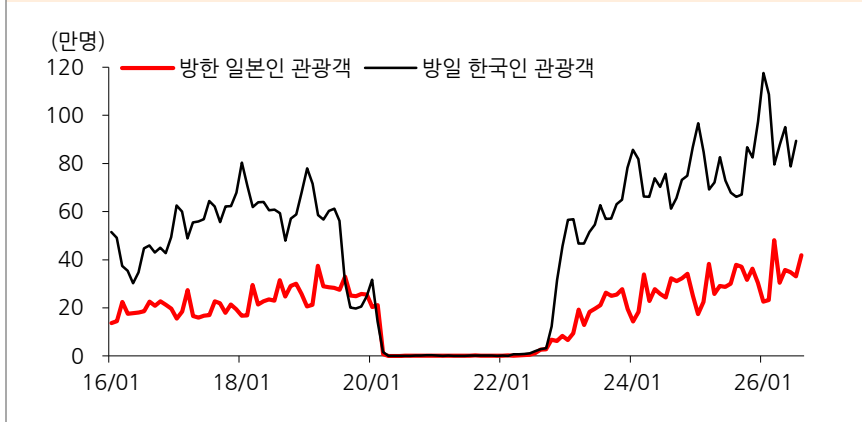
자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터



# 국제선 여객 수요의 구조적 성장 일본 노선 공급 확대

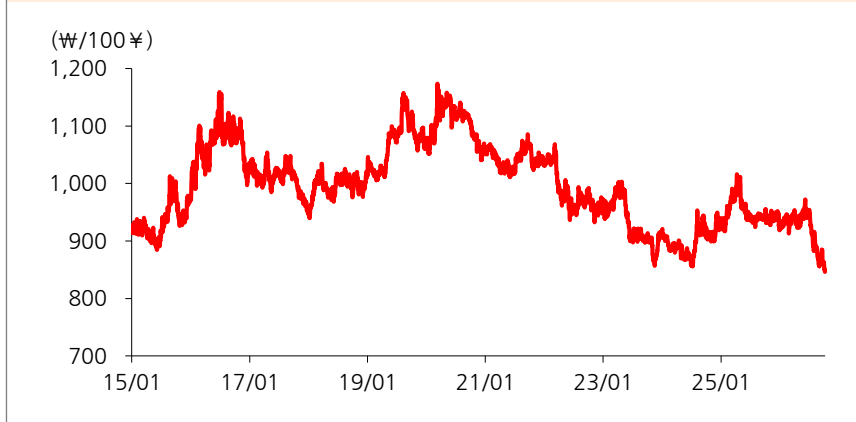
[한화리서치센터]

월별 방한 일본인 관광객 및 방일 한국인 관광객 추이



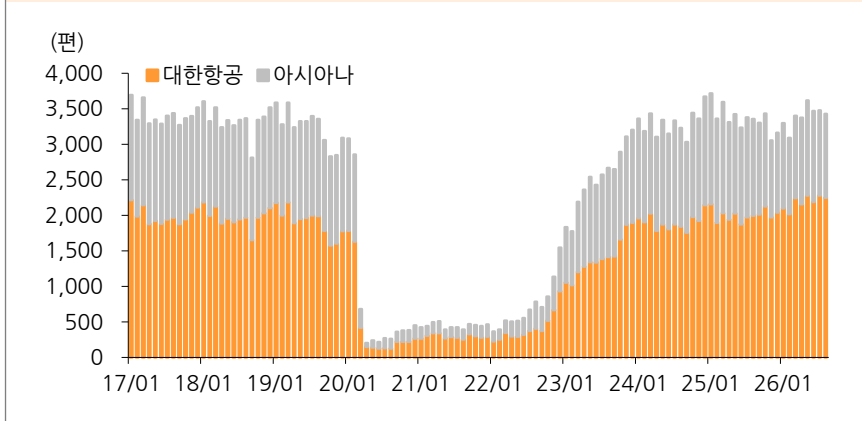
자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터

엔화 환율 추이



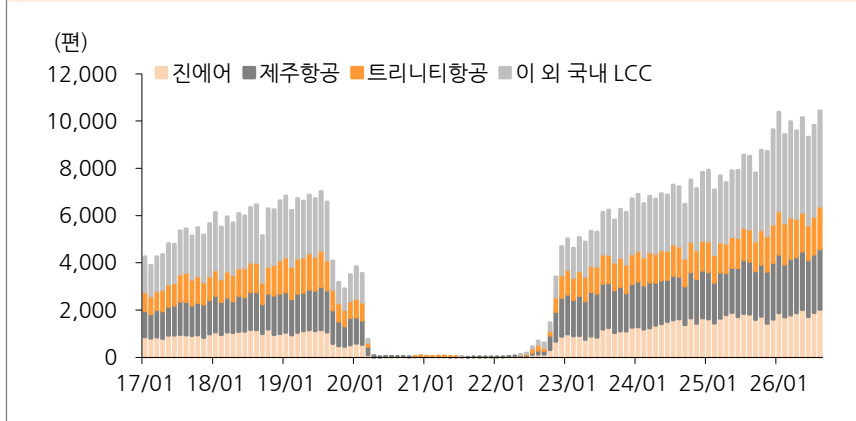
자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터

대한항공 및 아시아나항공 월별 일본 노선 공급 추이



자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터

국내 LCC 월별 일본 노선 공급 추이



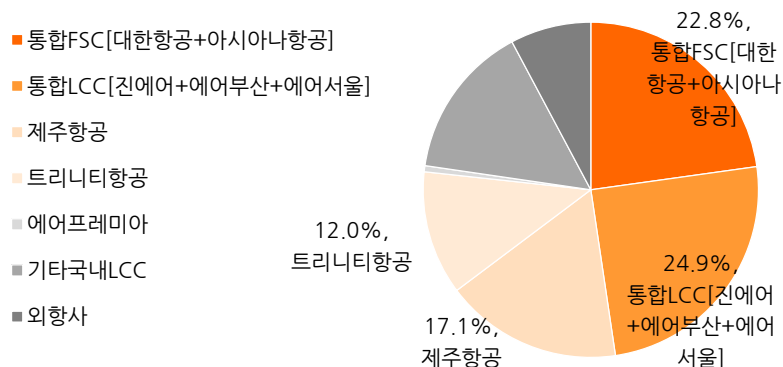
자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터



# 국제선 여객 수요의 구조적 성장 일본 노선 공급 확대

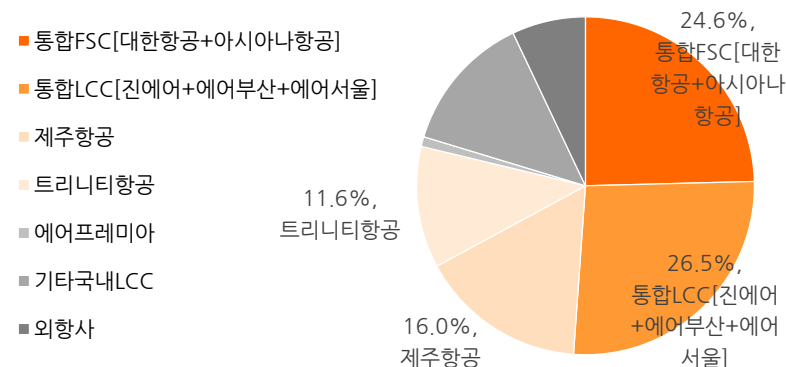
[한화리서치센터]

일본 노선 운항 편수 기준 항공사별 점유율(8월 기준)



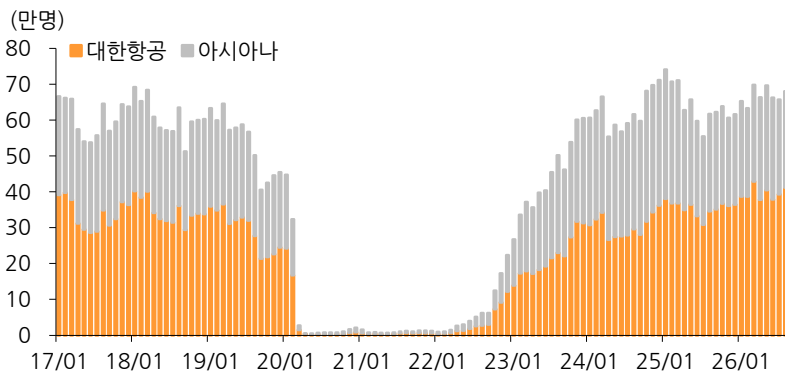
자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터

일본 노선 수송객 수 기준 항공사별 점유율(8월 기준)



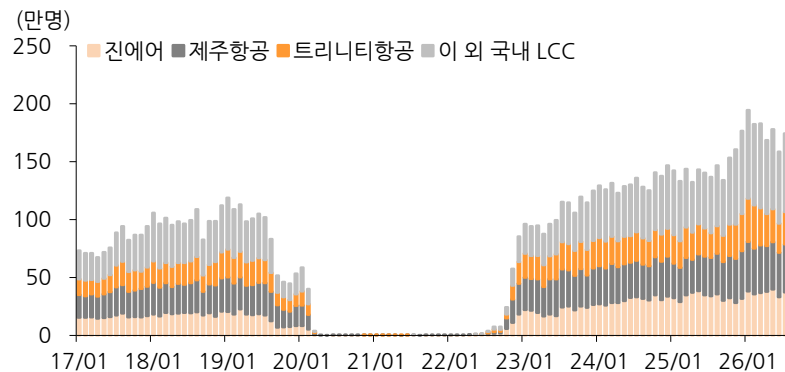
자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터

대한항공 및 아시아나항공 월별 일본 노선 수송 실적



자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터

국내 LCC 월별 일본 노선 수송 실적



자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터



# 국제선 여객 수요의 구조적 성장 일본 노선 공급 확대

[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: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

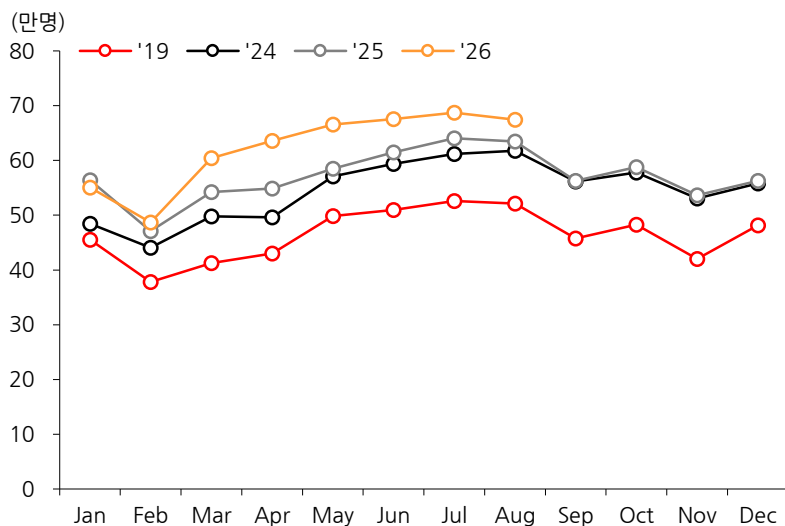


## 국제선 여객 수요의 구조적 성장 미주 노선 인/아웃 양방향 확대

[한화리서치센터]

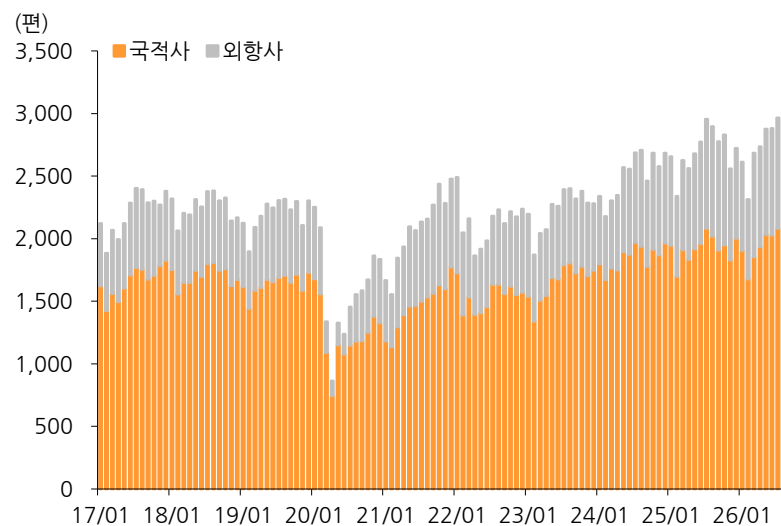
- ❖ 내국인 상용 수요 견조한 가운데, 미주 지역 국적의 방한 증가하며 미주 노선 수요 확대
  - 달러 대비 원화 약세 지속되며 미주 지역 국적의 한국 관광 수요 증가
  - 국적사 공급/수송 확대로도 확인 가능하나, 특히 외항사 공급/수송의 과거대비 가파른 성장
- ❖ 대한항공 미주 지역 관련 매출 가파른 확대
  - 노선별: 미주 노선 매출액 매분기 호조
  - 판매 지역별: 미주 지역에서 판매/인식된 매출액 매분기 호조 → 달러 매출 증가 및 전체 국제선 운임 상승 견인

미주 노선 이용객 추이



자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, 한화투자증권 리서치센터

미주 노선 월별 왕복 운항 편수

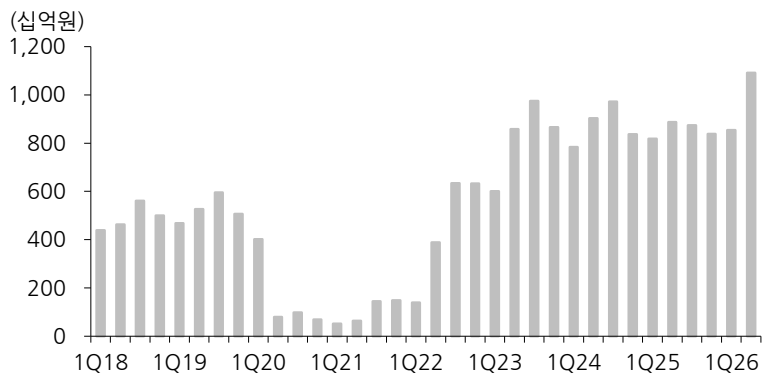


자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터



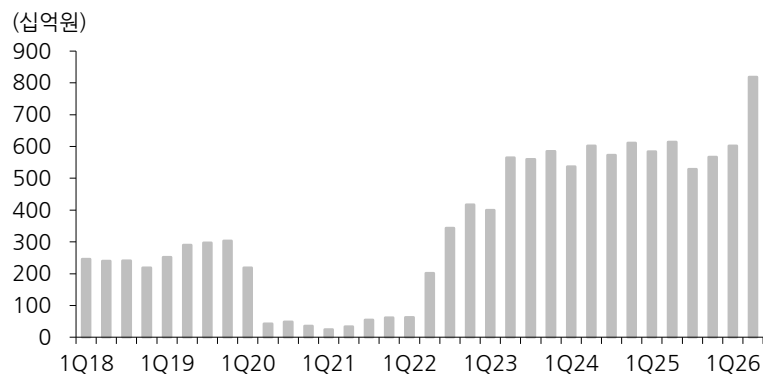
# 국제선 여객 수요의 구조적 성장 미주 노선 인/아웃 양방향 확대 [한화리서치센터]

대한항공 미주 노선 여객 매출액 추이



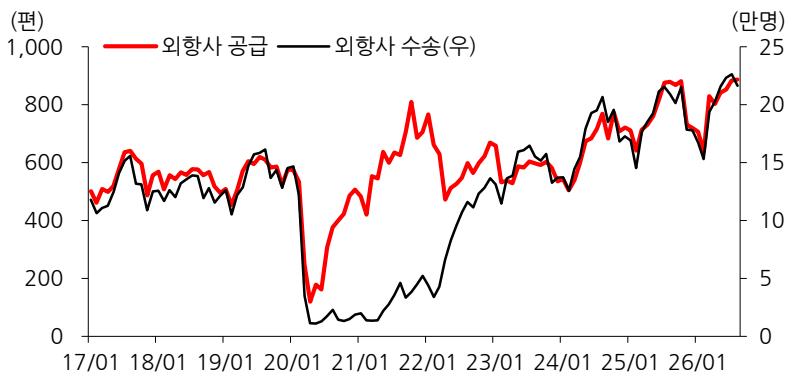
자료: 대한항공, 한화투자증권 리서치센터

대한항공 미주 지역 여객 매출액 추이



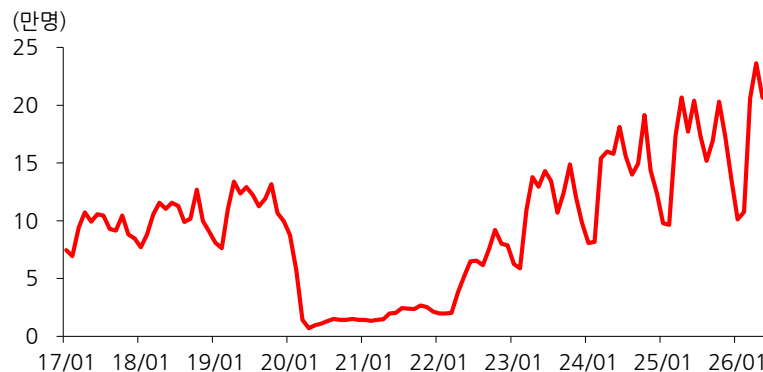
자료: 대한항공, 한화투자증권 리서치센터

미주 노선 외항사 월별 공급 및 이용객 추이



자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터

미주 지역 국적의 방한 입국객 월별 추이



자료: 한국관광통계, 한화투자증권 리서치센터

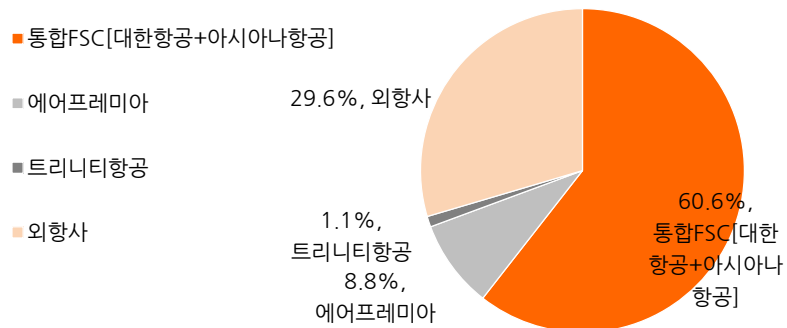


# 국제선 여객 수요의 구조적 성장

## 미주 노선 인/아웃 양방향 확대

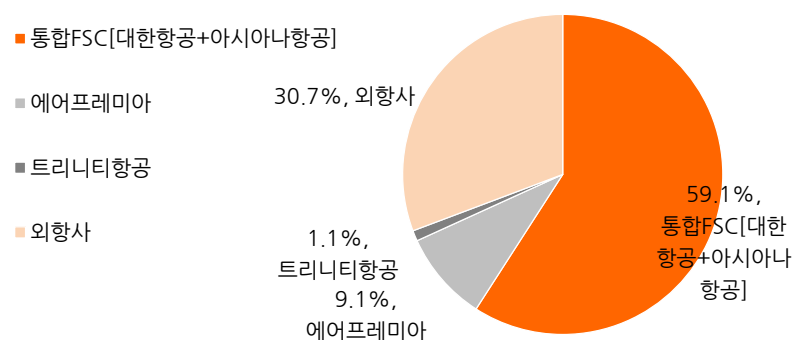
[한화리서치센터]

미주 노선 운항 편수 기준 항공사별 점유율(8월 기준)



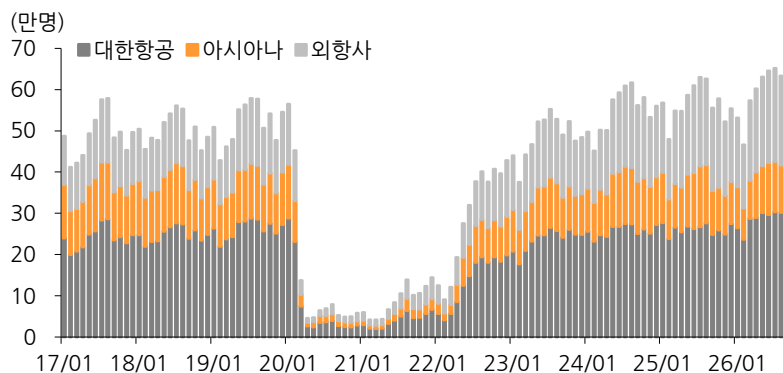
자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터

미주 노선 수송객 수 기준 항공사별 점유율(8월 기준)



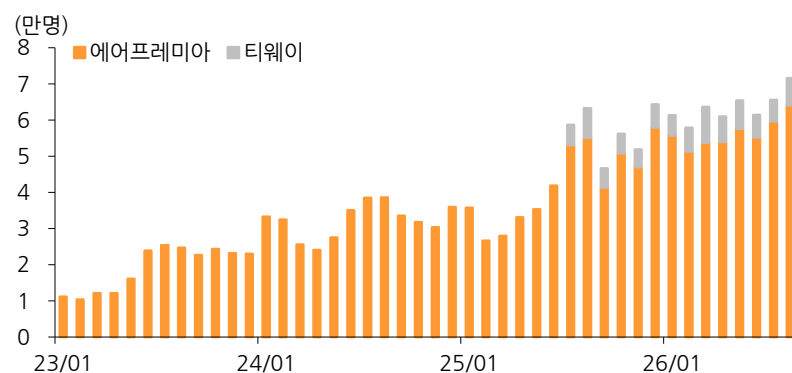
자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터

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



## II

# 산업 구조조정 본격화

통합 대한항공 그리고 LCC 구조조정

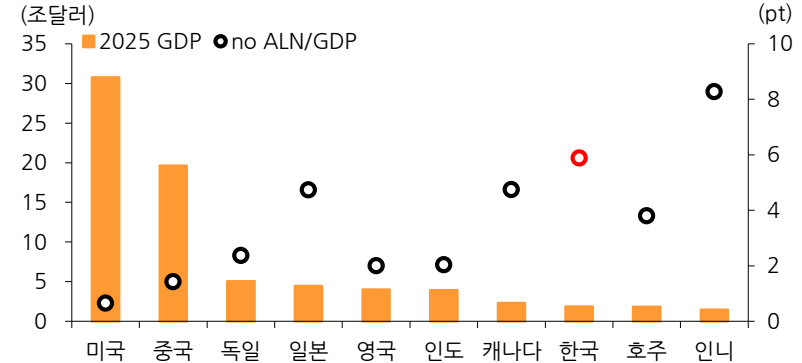


# 국내 항공산업 구조조정 필연적일 수밖에

[한화리서치센터]

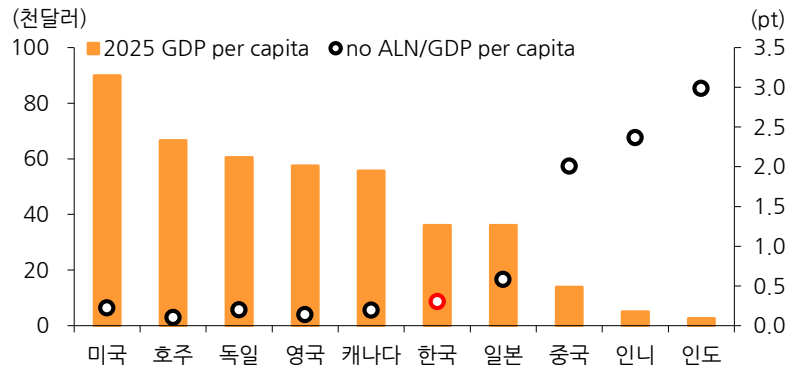
- ❖ 대한항공그룹 통합 이전 국내 FSC 및 LCC는 총 11개사
  - 대한항공, 아시아나항공, 진에어, 에어부산, 에어서울, 제주항공, 트리니티항공, 에어프레미아, 에어로케이, 이스타항공, 파라타항공
- ❖ 통합 이전 기준 G20 국가들과 비교시 국내 항공 시장은 공급 포화
  - GDP 1조달러 당 항공사 비율
    - : 평균 3.6pt vs 한국 5.9pt
  - 1인당 GDP 1천달러 당 항공사 비율
    - : 평균(중국/인니/인도 제외) 0.2pt vs 한국 0.3pt
  - 국토 면적 1만km<sup>2</sup> 당 항공사 비율
    - : 평균 0.1pt vs 한국 1.1pt
- ❖ 대한항공그룹의 통합 FSC 및 LCC 출범 이후 LCC 시장 추가적인 구조조정도 기대

주요 G20 국가 2025년 GDP 규모와 항공사 수



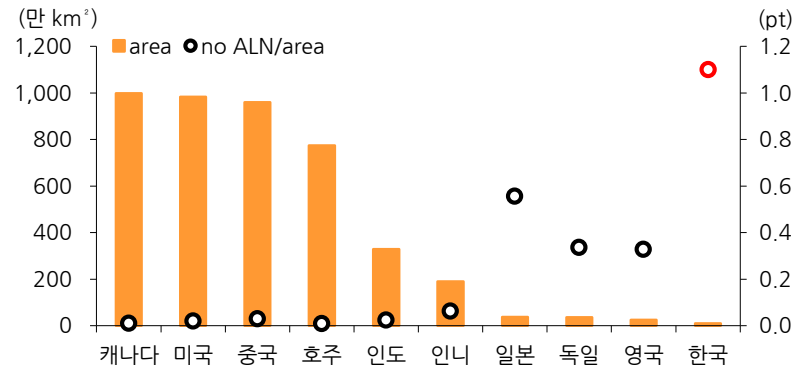
자료: IMF WEO, 한화투자증권 리서치센터

주요 G20 국가 2025년 1인당 GDP 규모와 항공사 수



자료: IMF WEO, World Bank, 한화투자증권 리서치센터

주요 G20 국가 국토 면적과 항공사 수



자료: CIA, 한화투자증권 리서치센터

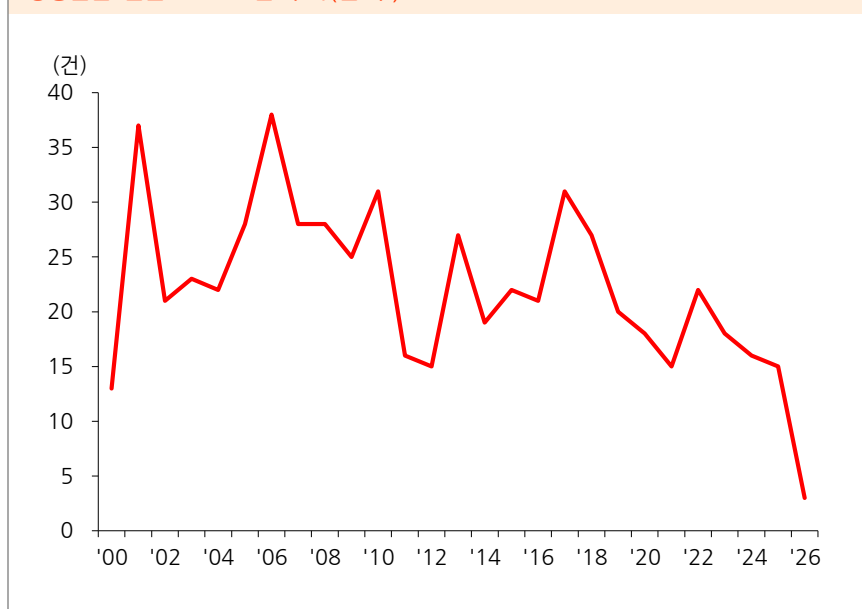


## 국내 항공산업 구조조정 필연적일 수밖에

[한화리서치센터]

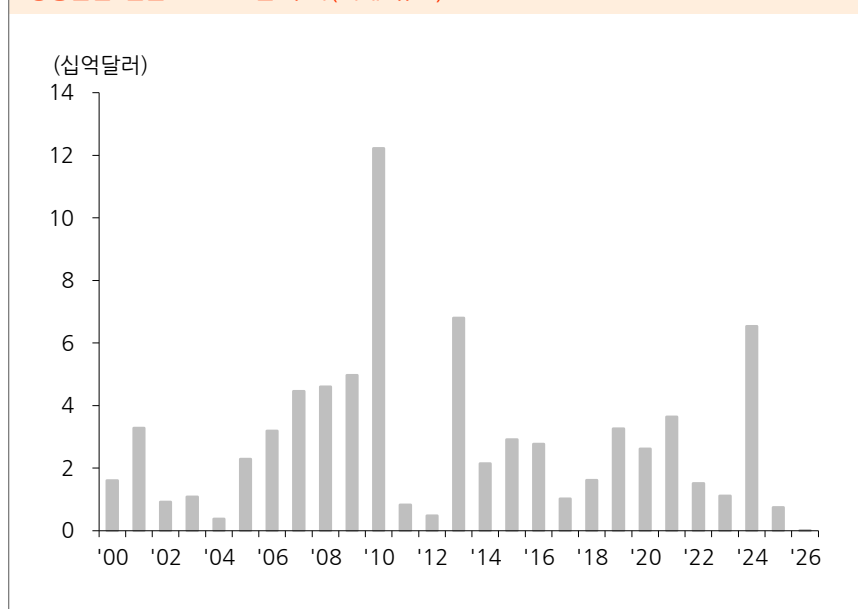
- ❖ 한국을 제외한 지역에서의 항공 업계 합종연횡 이벤트는 외부 변수에 의한 산업 위기 시마다 활발
- ❖ 2010년대까지 고유가파동/글로벌 금융 위기 등을 거치며 Air France-KLM, Delta Airlines-Northwest Airlines, Lufthansa-Swiss International Airlines, Lufthansa-Austrian Airlines, United Airlines-Continental Airlines, American Airlines-US Airways 등 합병 이벤트
- ❖ 팬데믹 이후에도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



## 통합 FSC 출범 아태지역 1위 Mega Carrier 탄생

[한화리서치센터]

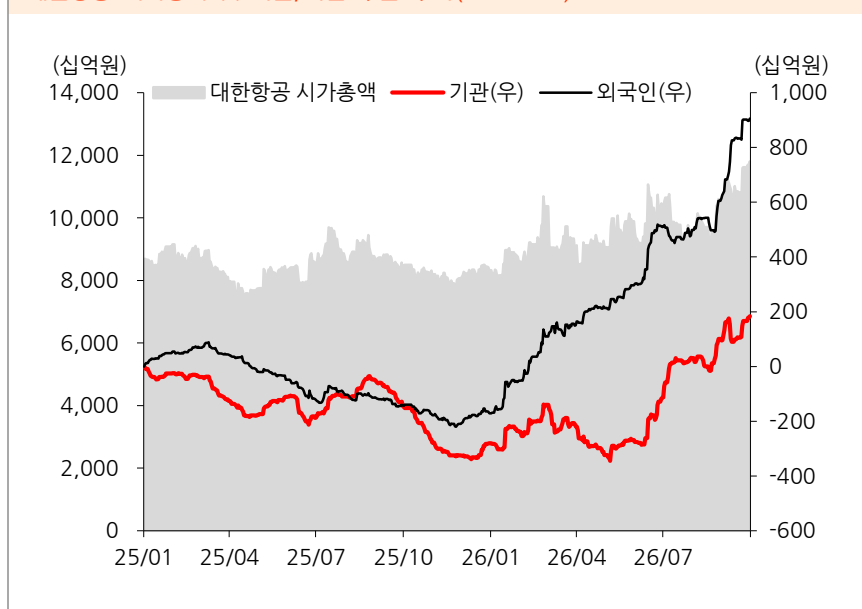
### ❖ 오는 12월 17일 통합 대한항공 출범 예상

- 아시아나항공 보통주 1주에 대한항공 신주 0.2736432주 발행/교부
- 신주 교부 비율 5.52%. 대한항공 보유 아시아나항공 지분(131,578,947주)은 신주 교부 대상에서 제외

### ❖ 글로벌 10위(여객 15위, 화물 5위) 항공사로 거듭나며, 아태지역 기준으로는 규모 1위의 Mega Carrier 탄생

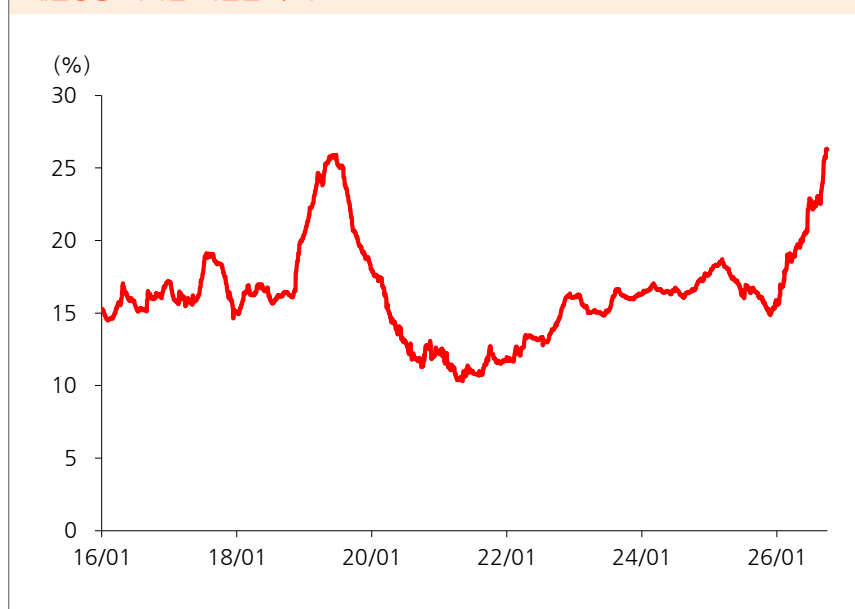
- 국내 투자자 입장에서는 2020년 11월 인수 결정 이후 약 6년의 시간이 소요되며 모멘텀이 소진된 이슈로 받아들여질 수 있음
- 그러나 외국인 투자자 입장에서는 글로벌 순위권에 들어가는 Mega Carrier 탄생을 가시권에 들어옴에 따라 꾸준한 매수로 대응
- 과거 Delta 등 서구권 FSC 합병 CASE 등으로 비춰보면 통합 대한항공의 '27년부터의 더욱 견조한 실적 기대' 有

대한항공 시가총액 및 기관/외인 수급 추이('25.1~)



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

대한항공 외국인 지분율 추이



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

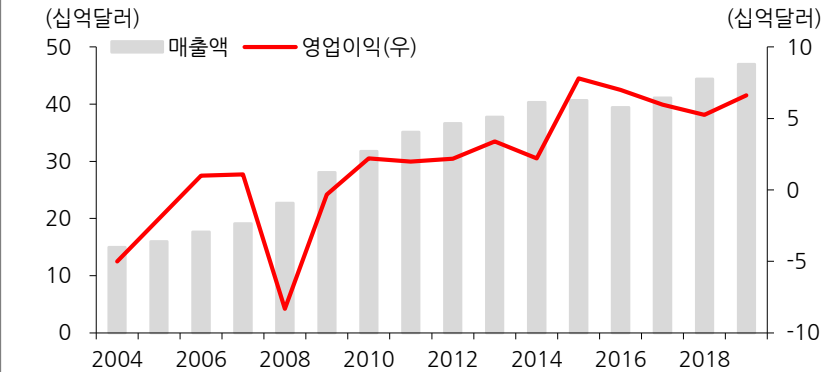


# 통합 FSC 출범 아태지역 1위 Mega Carrier 탄생

[한화리서치센터]

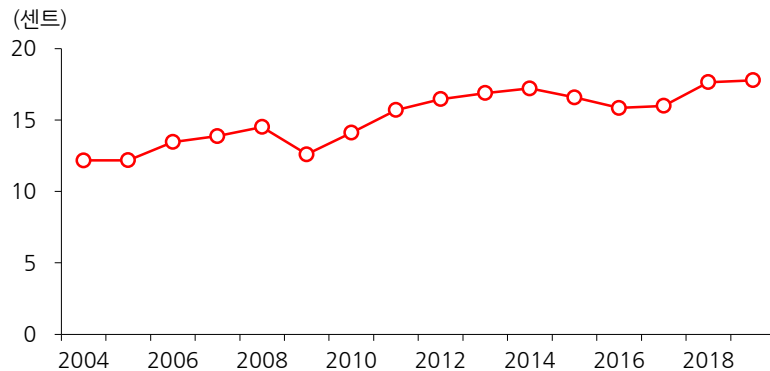
- ❖ Delta Airlines+Northwest Airlines '08년 합병 CASE
- ❖ 합병 직후 영업권 인식 및 PMI 일회성 비용 지출 & 유가 급등세 속 경기 침체에 따른 항공 여객 수요 부진 → Delta 대규모 적자
  - 73억달러의 비현금성 영업권 상각 인식
  - 11억달러의 일회성 PMI 비용 인식(스톡옵션 9.8억달러, 인력 감축 프로그램 1.1억달러, 시설 및 항공기 계약 관련 0.4억달러)
- ❖ 합병 당시 기대 시너지 효과는 매년 20억달러로 추정
  - 항공기재 운영 효율화 및 항로 다변화 통한 외형 확장 효과
  - 간접비 효율화
- ❖ 실제로 2011년까지 매년 20억달러 이상의 매출액 상승 기록 및 합병 이전 대비 개선된 영업이익률 기록

Delta Airlines 영업 실적 추이



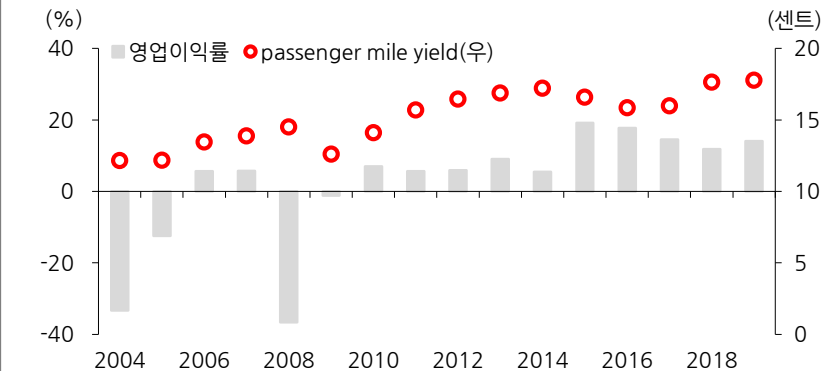
자료: Delta Airlines, 한화투자증권 리서치센터

Delta 여객 운임 추이



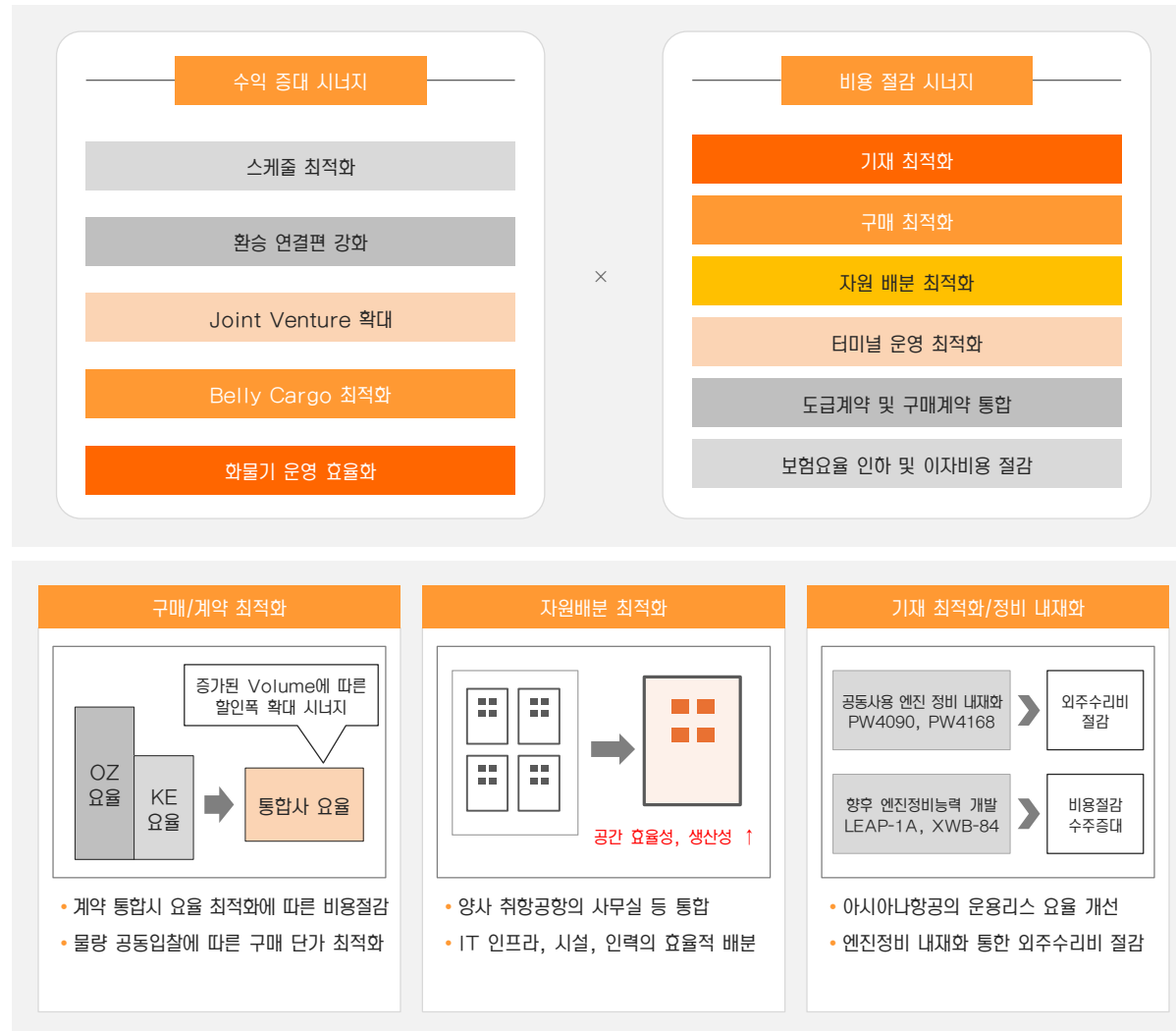
자료: Delta Airlines, 한화투자증권 리서치센터

Delta OPM vs Passenger mile yield



자료: Delta Airlines, 한화투자증권 리서치센터

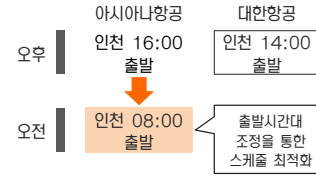
## 통합 대한항공 합병 시너지



자료: 대한항공, 한화투자증권 리서치센터

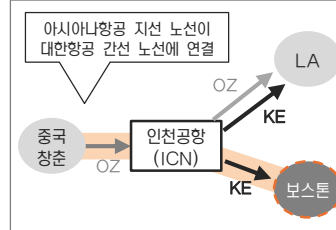
중복 노선 효율화

예시: 인천 - 싱가포르 노선



- 유사 시간대 항공 스케줄 분산 배치
- 고객의 여정 선택권 확대

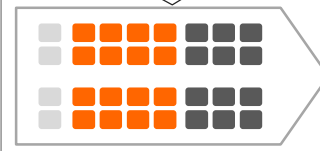
연결편 강화



- OZ 직선 노선 ↔ KE 간선 노선 연결
- 네트워크 결합으로 노선 확대
- 연결편 다양화 및 대기시간 최소화

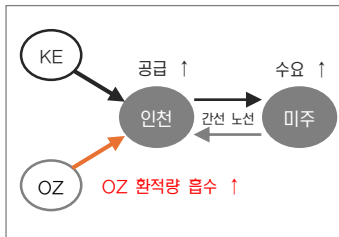
Joint Venture 확대

미국발 상용 고객 층대에 따른  
좌석 탑승률 개선



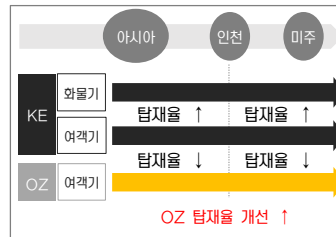
- J/V 판매망 내 OZ 운항편 편입
- 미주발 판매 확대 통한 수익성 개선

Belly Cargo 환적량 흡수



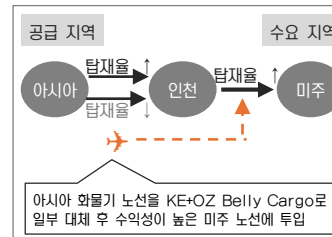
- OZ 직선 노선망의 환적화물 흡수
- KE 간선 노선 연결에 따른 시너지

Belly Cargo 최적화



- OZ Belly Cargo 노선을 KE 수준으로 개선
- 아시아발 → 미주 초과수요 흡수

화물기 운영 효율화



- 수익성 중심의 노선 효율화
- KE의 고단가 지역 운항에 집중

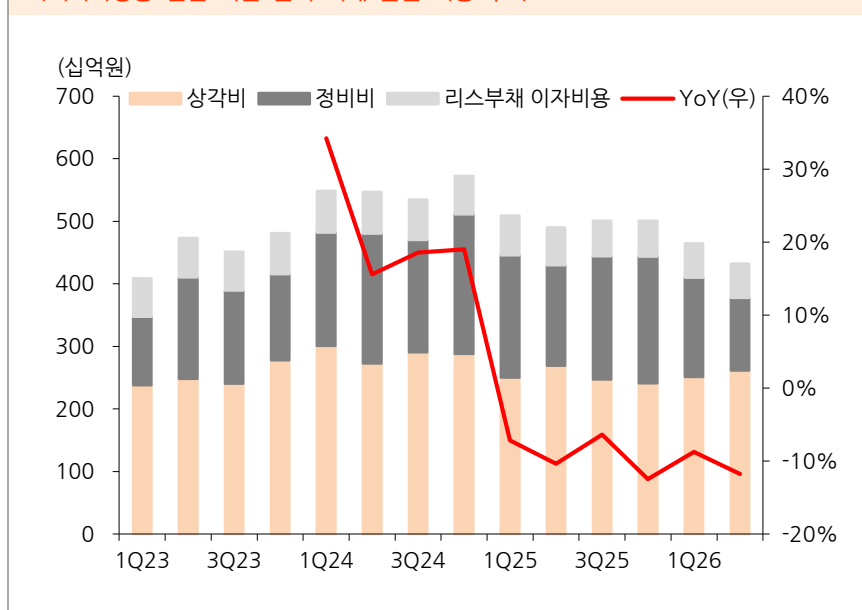


## 통합 FSC 출범 아시아나항공 숫자는 이미 좋아지는 중

[한화리서치센터]

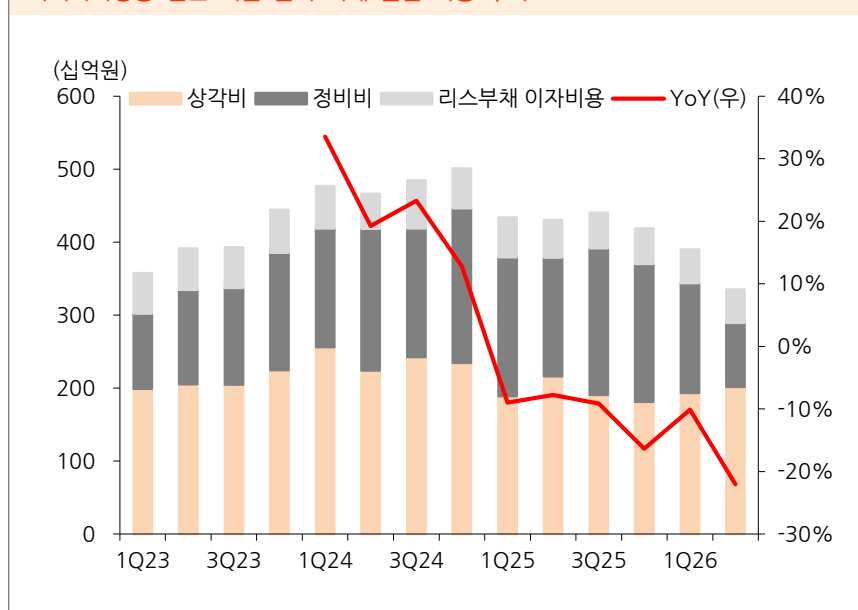
- ❖ 항공 사업의 대부분의 비용은 외부에서 조달해오는 비용
  - 계약 규모가 커질수록 단위 비용 절감 가능
  - 특히 기재 관련 비용(상각비, 정비비, 리스부채 이자비용 등)은 고정비성 성격이 강함
- ❖ 대표적인 적용 사례는 항공기 리스
  - 대한항공을 통해 5개사(대한항공/아시아나항공/진에어/에어부산/에어서울) 통합 리스 계약 체결시 계약 단가 절감
  - 상각비 및 리스이자비용 등 고정성 비용 절감 효과 기대
- ❖ 대한항공은 정비 역량을 보유, 27년에는 운북지구에 대규모 정비 공장 완공
  - 5개사 정비의 내재화시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

아시아나항공 연결 기준 분기 기재 관련 비용 추이



자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

아시아나항공 별도 기준 분기 기재 관련 비용 추이



자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

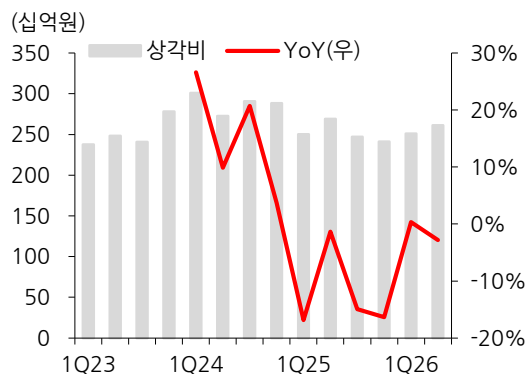


# 통합 FSC 출범 아시아나항공 숫자는 이미 좋아지는 중

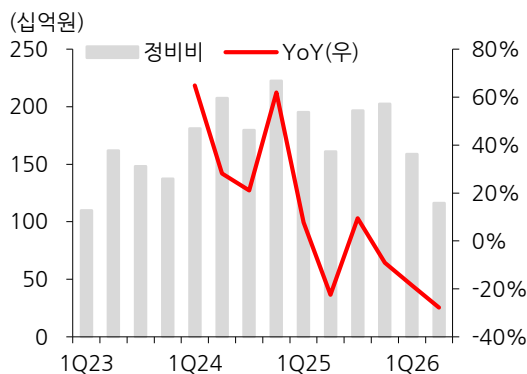
[한화리서치센터]

## 아시아나항공 기재 관련 비용 추이

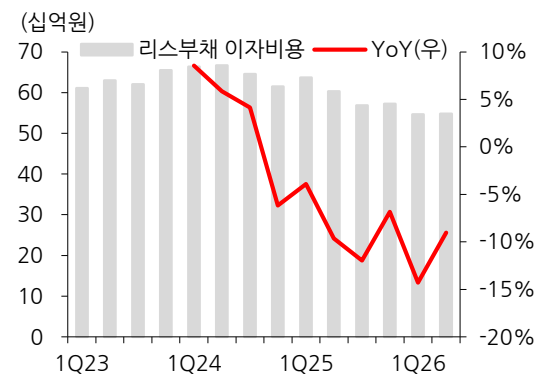
아시아나항공 연결 기준 분기 상각비 추이



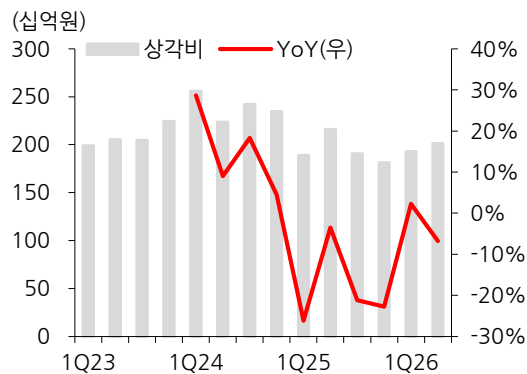
아시아나항공 연결 기준 분기 정비비 추이



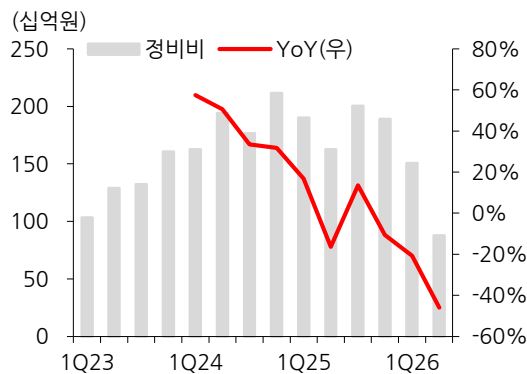
아시아나항공 연결 기준 분기 리스 이자비용 추이



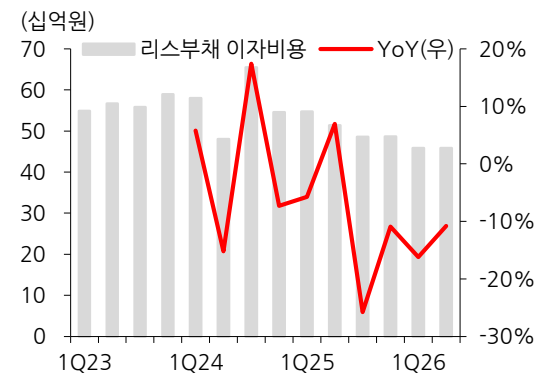
아시아나항공 별도 기준 분기 상각비 추이



아시아나항공 별도 기준 분기 정비비 추이



아시아나항공 별도 기준 분기 리스 이자비용 추이



자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

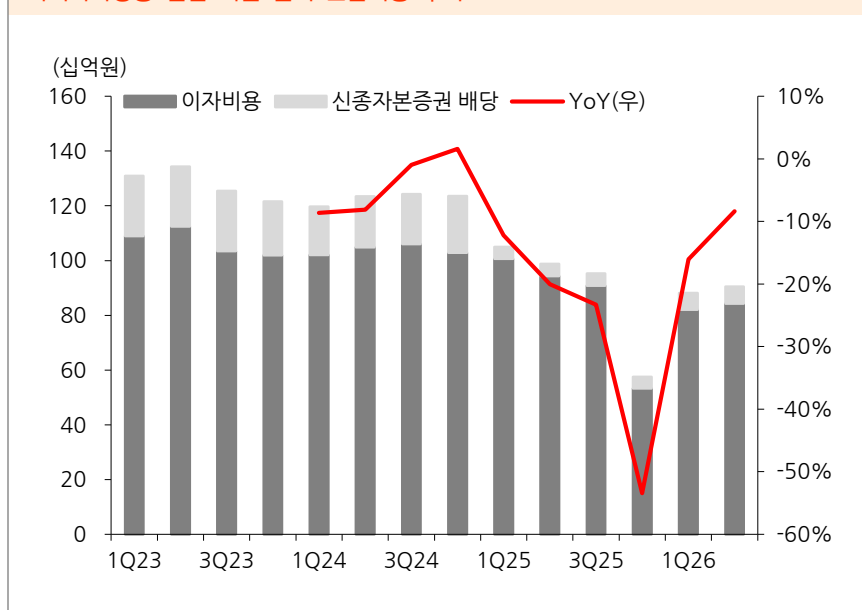


## 통합 FSC 출범 아시아나항공 숫자는 이미 좋아지는 중

[한화리서치센터]

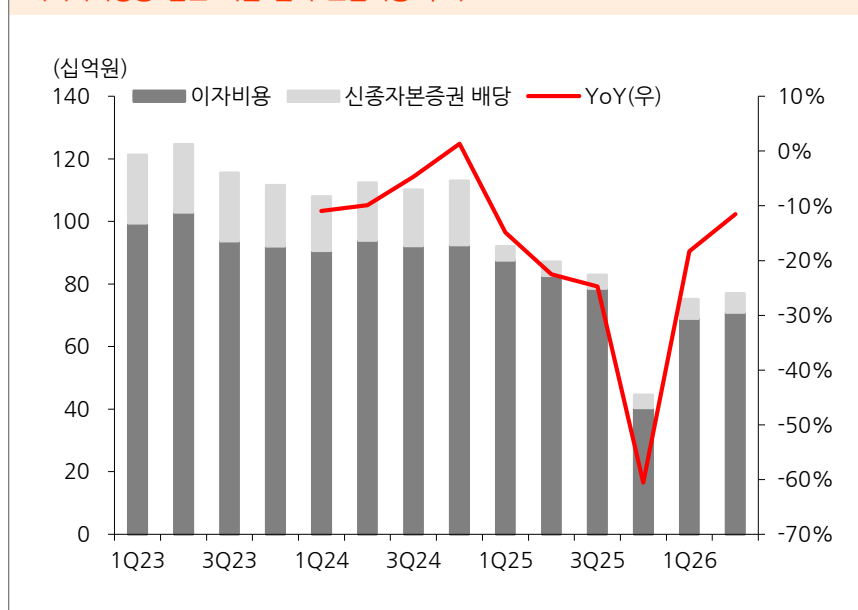
- ❖ 아시아나항공 이자비용 및 영구채 배당금 등 조달 비용 부담 급격한 완화 확인
  - 대한항공으로부터 납입 받은 유증 대금을 활용, 고금리 영구채 및 차입금 우선 상환
  - 대한항공 보유 아시아나 발행 영구채의 경우 낮은 금리의 신규 영구채로 차환
  - 2025 연간 연결 조달 비용 3,565억원, YoY -27%
  - 2025 연간 별도 조달 비용 3,067억원, YoY -31%
- ❖ 추후 모회사(대한항공)의 신용도를 활용한 리스부채 이자율 완화까지도 기대

아시아나항공 연결 기준 분기 조달비용 추이



자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

아시아나항공 별도 기준 분기 조달비용 추이



자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

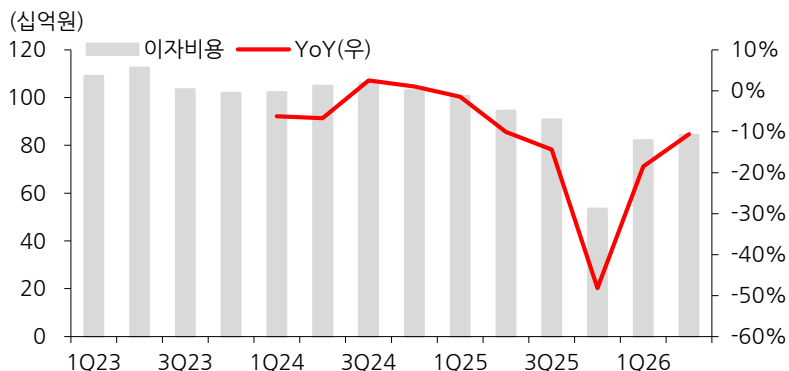


# 통합 FSC 출범 아시아나항공 숫자는 이미 좋아지는 중

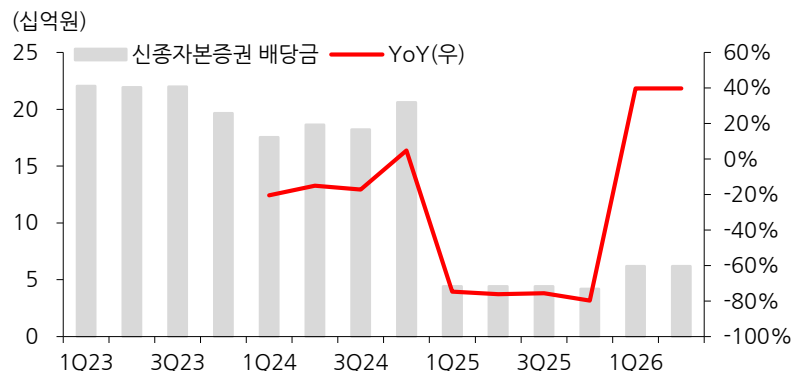
[한화리서치센터]

## 아시아나항공 조달비용 추이

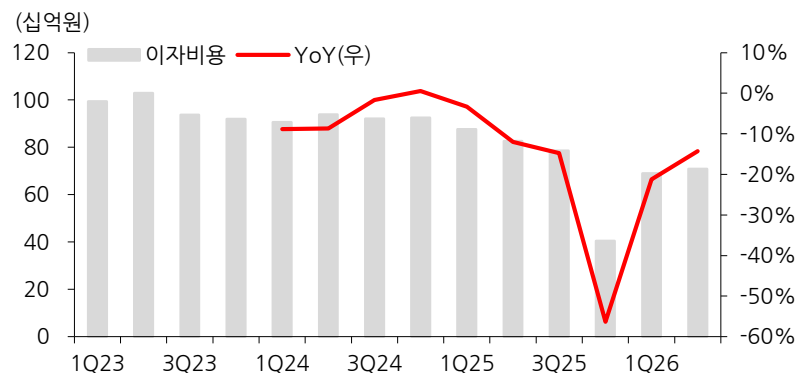
아시아나항공 연결 기준 분기 이자비용 추이



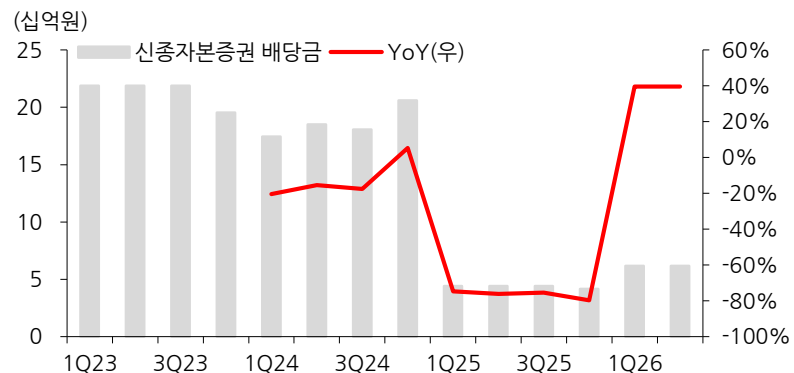
아시아나항공 연결 기준 분기 신종자본증권 배당금 추이



아시아나항공 별도 기준 분기 이자비용 추이



아시아나항공 별도 기준 분기 신종자본증권 배당금 추이



자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

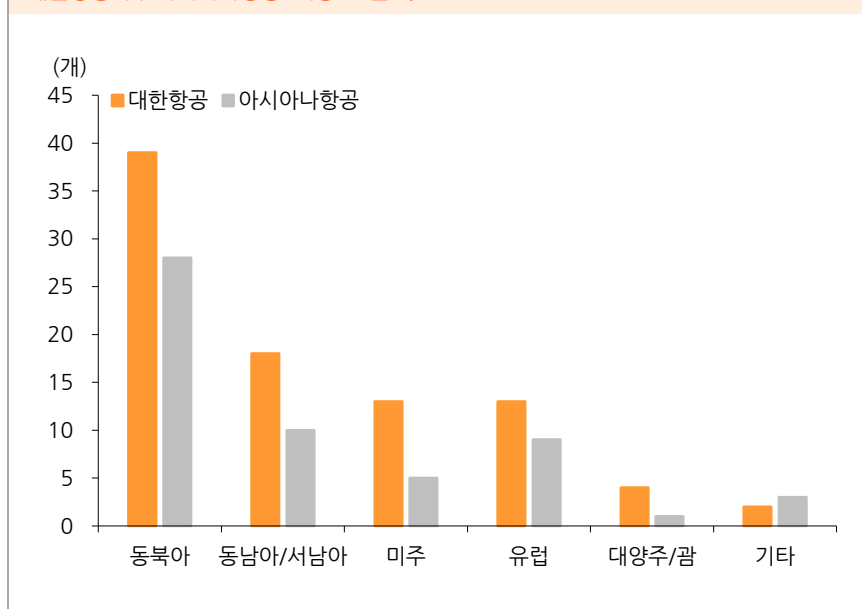


## 통합 FSC 출범 노선 효율화를 통한 여객 매출 증대

[한화리서치센터]

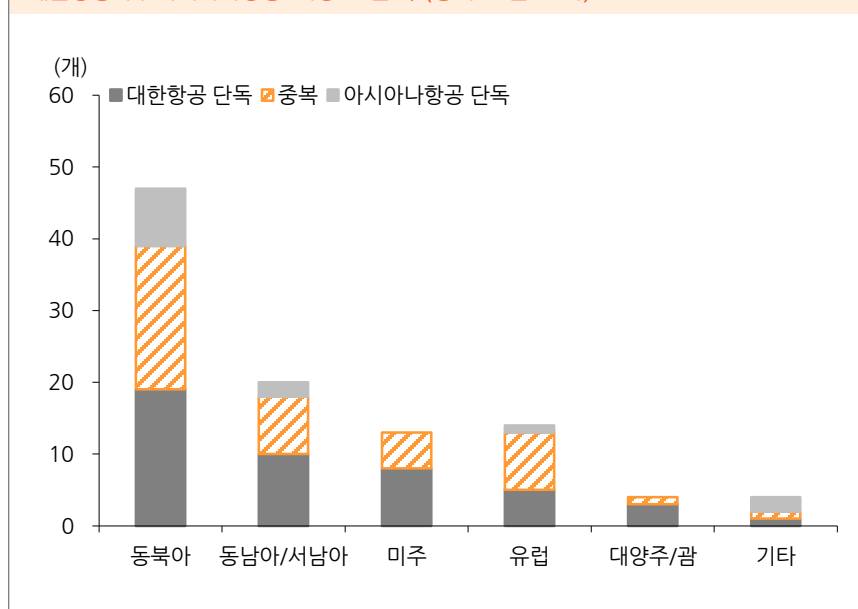
- ❖ 대한항공 및 아시아나항공의 중복 노선은 총 43개
  - 동북아 20, 동남아/서남아 8, 미주 5, 유럽 8, 대양주/괌 1, 기타 1
- ❖ 대한항공의 취항 노선이 아시아나항공 대비 대부분 지역에서 多
- ❖ FSC의 주력 노선인 장거리 특히 미주 노선의 경우 아시아나항공 취항 5개 노선 모두 중복 노선
  - 뉴욕/LA/샌프란시스코/시애틀 노선, 양사 간 출발 시간대 겹침 확인
  - OZ→KE 편명 변경 이후 효율적인 L/F 관리 등을 위한 시간대 조정 예상
  - 장거리 노선의 슬롯 다수 확보시 환승객의 연결성 증대 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  | -       | 10:00-11:00 | 월/화/수/목/금/토/일 | 14시간 0분  | A380-800   |
| 뉴욕 / 존 F. 케네디  | KE085  | KE  | -       | 19:30-21:00 | 월/화/수/목/금/토/일 | 14시간 30분 | B777-300ER |
| 뉴욕 / 존 F. 케네디  | OZ222  | OZ  | -       | 08:30-10:00 | 월/화/수/목/금/토/일 | 14시간 30분 | A350-900   |
| 뉴욕 / 존 F. 케네디  | OZ224  | OZ  | -       | 21:05-23:00 | 월/화/수/목/금/토/일 | 14시간 55분 | A380-800   |
| 델러스 / 포트워스     | KE031  | KE  | -       | 09:20-08:10 | 목/금/토/일       | 12시간 50분 | B787-9     |
| 델러스 / 포트워스     | KE5031 | KE  | 아메리칸항공  | 17:50-16:50 | 목/금/토/일       | 13시간 0분  | B777-200ER |
| 라스베이거스 / 해리 리드 | KE005  | KE  | -       | 21:00-16:20 | 월/화/수/목/금/토/일 | 11시간 20분 | B777-300ER |
| 로스앤젤레스         | KE017  | KE  | -       | 14:30-09:40 | 월/화/수/목/금/토/일 | 11시간 10분 | B747-8i    |
| 로스앤젤레스         | KE011  | KE  | -       | 19:40-14:50 | 월/화/수/목/금/토/일 | 11시간 10분 | B747-8i    |
| 로스앤젤레스         | OZ202  | OZ  | -       | 12:40-07:50 | 월/화/수/목/금/토/일 | 11시간 10분 | A380-800   |
| 로스앤젤레스         | OZ204  | OZ  | -       | 21:40-17:10 | 월/화/수/목/금/토/일 | 11시간 30분 | A350-900   |
| 밴쿠버            | KE071  | KE  | -       | 18:45-12:35 | 월/화/수/목/금/토/일 | 9시간 50분  | B787-10    |
| 밴쿠버            | KE075  | KE  | -       | 22:40-16:30 | 월/화/수/목/금/토/일 | 9시간 50분  | B787-10    |
| 보스턴            | KE091  | KE  | -       | 09:30-10:10 | 월/화/수/목/금/토/일 | 13시간 40분 | B777-300ER |
| 샌프란시스코         | KE023  | KE  | -       | 16:00-10:40 | 월/화/수/목/금/토/일 | 10시간 40분 | B787-10    |
| 샌프란시스코         | OZ212  | OZ  | -       | 21:00-15:30 | 월/화/수/목/금/토/일 | 10시간 30분 | A350-900   |
| 샌프란시스코         | OZ6614 | OZ  | 유나이티드항공 | 16:50-11:40 | 월/화/수/목/금/토/일 | 10시간 50분 | B787-9     |
| 샌프란시스코         | OZ6620 | OZ  | 유나이티드항공 | 11:30-06:10 | 월/화/수/목/금/토/일 | 10시간 40분 | B787-9     |
| 시애틀 / 터코마      | KE041  | KE  | -       | 16:40-10:40 | 월/화/수/목/금/토/일 | 10시간 0분  | B787-10    |
| 시애틀 / 터코마      | KE5019 | KE  | 델타항공    | 19:00-13:25 | 월/화/수/목/금/토/일 | 10시간 25분 | A350-900   |
| 시애틀 / 터코마      | OZ272  | OZ  | -       | 21:20-15:15 | 월/화/목/금/일     | 9시간 55분  | B777-200ER |
| 시카고 / 오헤어      | KE037  | KE  | -       | 10:40-09:30 | 월/화/수/목/금/토/일 | 12시간 50분 | B777-300ER |
| 애틀랜타 / 하츠필드잭슨  | KE035  | KE  | -       | 10:35-11:05 | 월/화/수/목/금/토/일 | 13시간 30분 | B777-300ER |
| 애틀랜타 / 하츠필드잭슨  | KE033  | KE  | -       | 08:45-09:35 | 월/화/수/목/금/토/일 | 13시간 50분 | B777-300ER |
| 애틀랜타 / 하츠필드잭슨  | KE5039 | KE  | 델타항공    | 16:25-17:00 | 월/화/수/목/금/토/일 | 13시간 35분 | A350-900   |
| 애틀랜타 / 하츠필드잭슨  | KE5035 | KE  | 델타항공    | 18:50-19:38 | 월/화/수/목/금/토/일 | 13시간 48분 | A350-900   |
| 워싱턴 / 덜레스      | KE093  | KE  | -       | 10:25-11:05 | 월/화/수/목/금/토/일 | 13시간 40분 | B777-300ER |
| 토론토 / 피어슨      | KE077  | KE  | -       | 09:35-09:55 | 월/화/수/목/금/토/일 | 13시간 20분 | A350-900   |
| 호놀룰루 / 하와이     | KE053  | KE  | -       | 21:05-10:55 | 월/화/수/목/금/토/일 | 8시간 50분  | B787-10    |
| 호놀룰루 / 하와이     | KE8053 | KE  | -       | 22:35-12:25 | 월/수/금/토/일     | 8시간 50분  | B787-9     |

자료: 대한항공, 아시아나항공, 한화투자증권 리서치센터

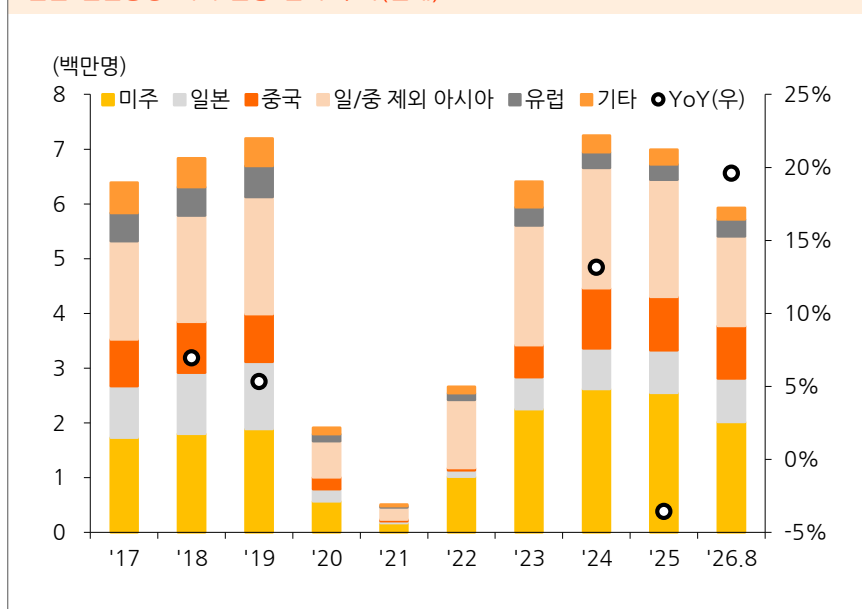


## 통합 FSC 출범 노선 효율화를 통한 여객 매출 증대

[한화리서치센터]

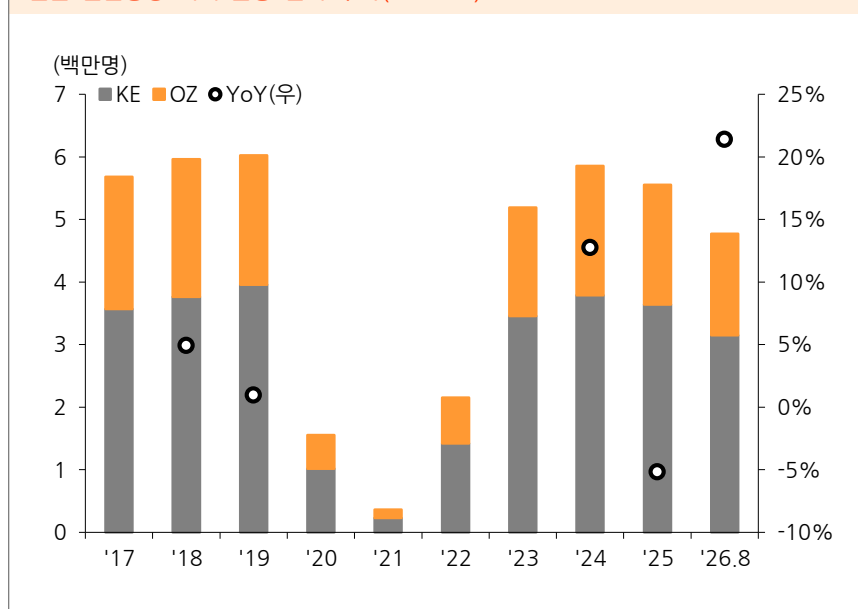
- ❖ 8월까지 누계 기준 인천공항 환승 승객은 592만명, 전년 같은 기간 대비 +20% 성장
  - 같은 기간 통합 FSC 이용 인천공항 환승 승객은 477만명(YoY +21%), 전체 환승 수요의 약 81%
- ❖ 중동 전쟁 및 미중 갈등으로 인천공항 환승 수요 증가
  - 올해 8월까지 누계 기준 지역별 여객 환승 실적은 미주 202만명(+13%), 일/중 제외 아시아 164만명(+9%), 일본 79만명(+40%), 중국 96만명(+36%), 유럽 31만명(+53%) 등
  - 중동 전쟁 여파, 인천공항에서의 유럽 ↔ 아시아 환승 수요 증가
  - 미중 갈등 심화, 인천공항에서의 미주 ↔ 중국 환승 수요 증가
- ❖ 향후 인천공항의 아태지역 환승 허브 입지 확대 전망 → 통합 FSC 여객 실적 탄력적 증가 기여 高

연간 인천공항 여객 환승 실적 추이(전체)



자료: 인천국제공항공사, 한화투자증권 리서치센터

연간 인천공항 여객 환승 실적 추이(KE+OZ)



자료: 인천국제공항공사, 한화투자증권 리서치센터

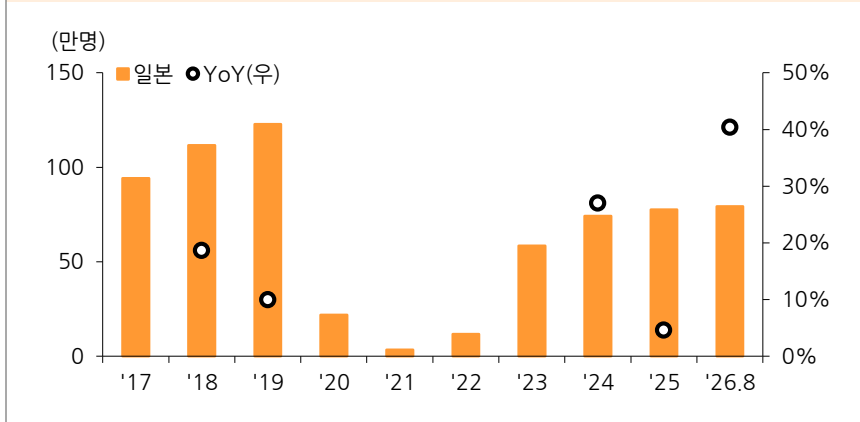




# 통합 FSC 출범 노선 효율화를 통한 여객 매출 증대

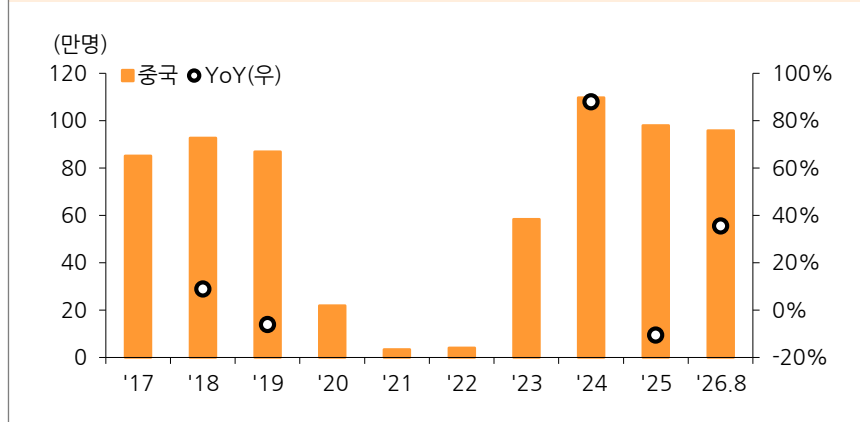
[한화리서치센터]

연간 인천공항 일본 노선 여객 환승 실적 추이



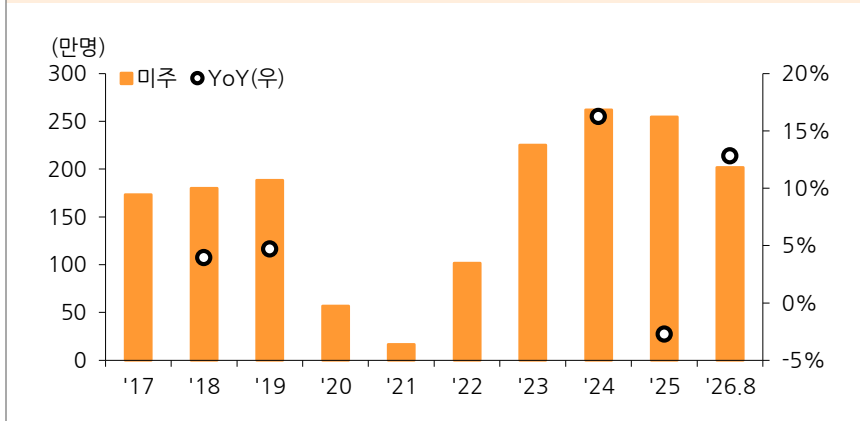
자료: 인천국제공항공사, 한화투자증권 리서치센터

연간 인천공항 중국 노선 여객 환승 실적 추이



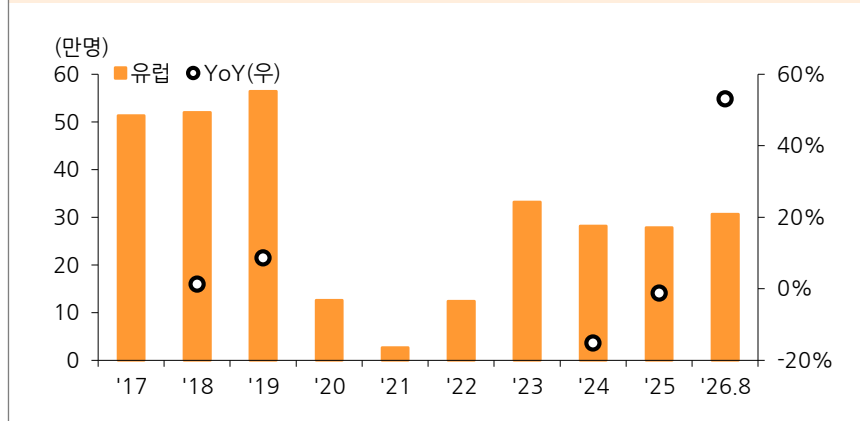
자료: 인천국제공항공사, 한화투자증권 리서치센터

연간 인천공항 미주 노선 여객 환승 실적 추이



자료: 인천국제공항공사, 한화투자증권 리서치센터

연간 인천공항 유럽 노선 여객 환승 실적 추이



자료: 인천국제공항공사, 한화투자증권 리서치센터



## 통합 FSC 출범 항공 화물 경쟁력 강화

[한화리서치센터]

### ❖ 견조한 글로벌 항공 화물 시장

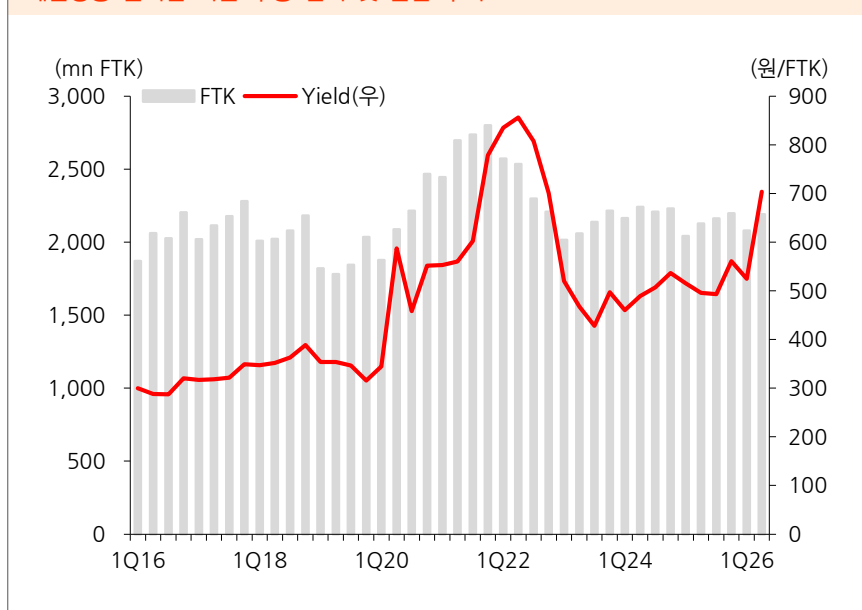
- IATA, 중동 전쟁 영향이 있었던 3월을 제외하면 올해 내내 강한 항공 화물 수요 확인 중
- 8월까지 누계 글로벌 항공 화물 수송량 YoY +4.6%, 특히 아시아 지역의 경우 YoY +7.5%

### ❖ 대한항공 2Q26 항공 화물 운임 703.4원 기록 (팬데믹 화물 대란 시기 초입과 유사한 수준)

- 글로벌 기업 AI 관련 투자 확대 및 K-뷰티 수출 호조 등 유효
- 8월까지 누계 기준, 항공을 통해 수출된 반도체 제조장비(HS 코드 8486) 수출 금액 YoY +33%, 수출 중량 YoY +44%
- 8월까지 누계 기준, 항공을 통해 수출된 화장품(HS 코드 3304) 수출 금액 YoY +27%, 수출 중량 YoY +44%

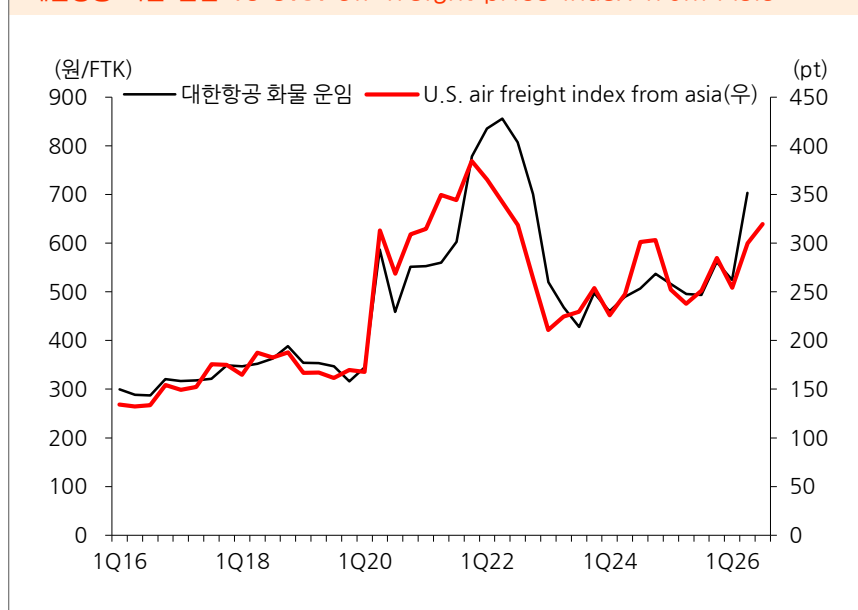
### ❖ 글로벌 항공기 시장 화물기 부족한 상황 지속 중. OZ 통합시 OZ 여객기 Belly Cargo를 활용한 화물 사업 효율성 증대 전망

대한항공 분기별 화물 수송 실적 및 운임 추이



자료: 대한항공, 한화투자증권 리서치센터

대한항공 화물 운임 vs U.S. air freight price index from Asia



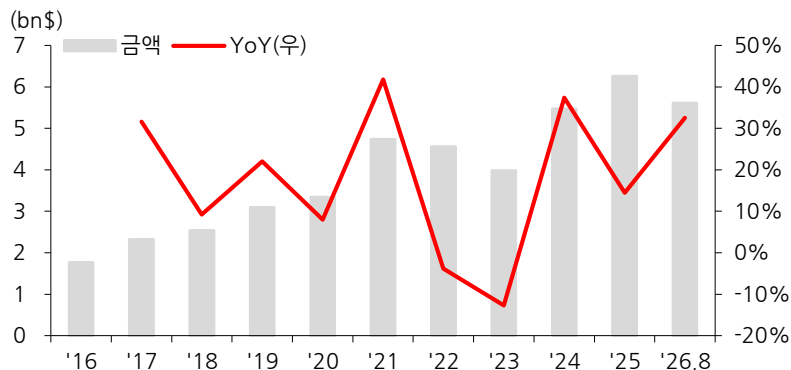
자료: 대한항공, U.S. Bureau of Labor Statistics, FRED, 한화투자증권 리서치센터



# 통합 FSC 출범 항공 화물 경쟁력 강화

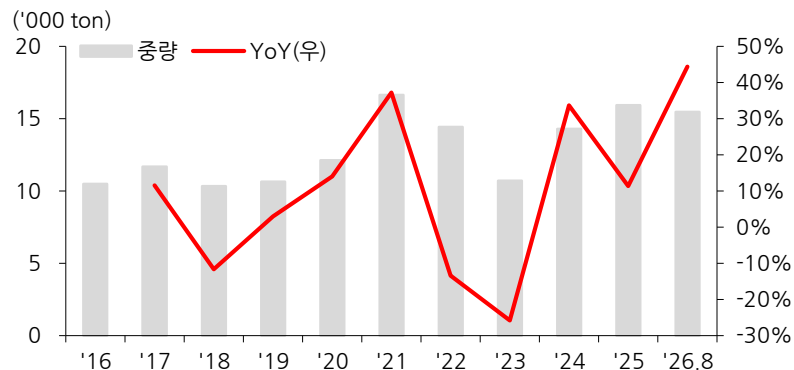
[한화리서치센터]

항공 화물 수송 반도체제조장비 수출 금액 추이



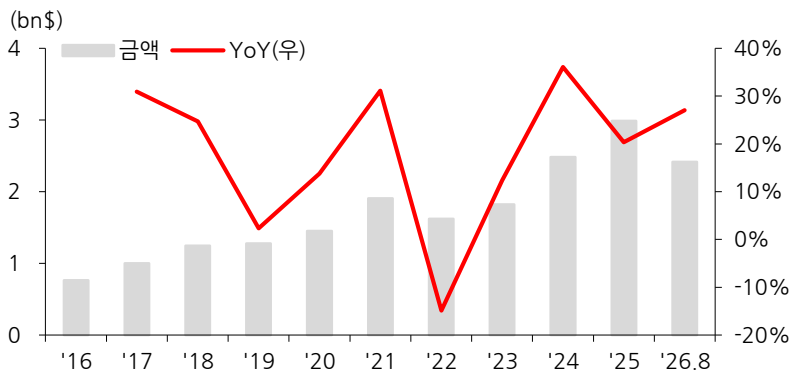
주: HS 코드 8486  
자료: KITA, 한화투자증권 리서치센터

항공 화물 수송 반도체제조장비 수출 중량 추이



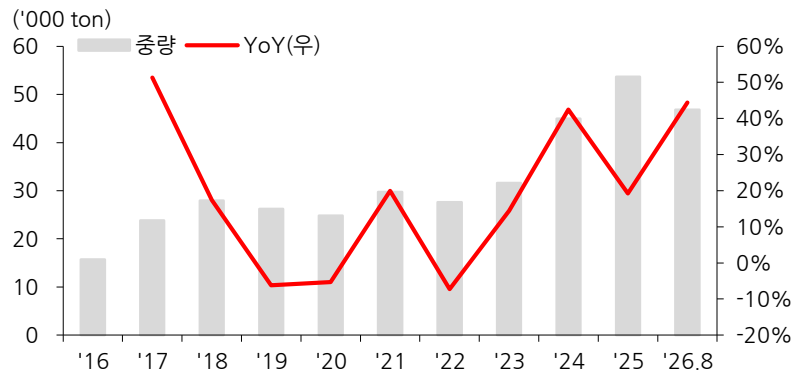
주: HS 코드 8486  
자료: KITA, 한화투자증권 리서치센터

항공 화물 수송 화장품 수출 금액 추이



주: HS 코드 3304  
자료: KITA, 한화투자증권 리서치센터

항공 화물 수송 화장품 수출 중량 추이



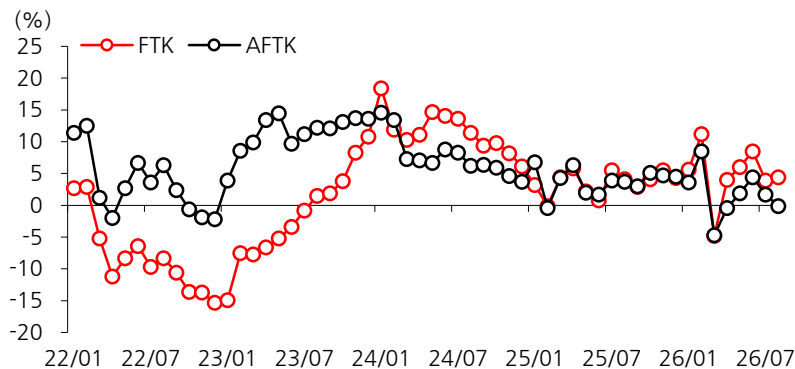
주: HS 코드 3304  
자료: KITA, 한화투자증권 리서치센터



# 통합 FSC 출범 항공 화물 경쟁력 강화

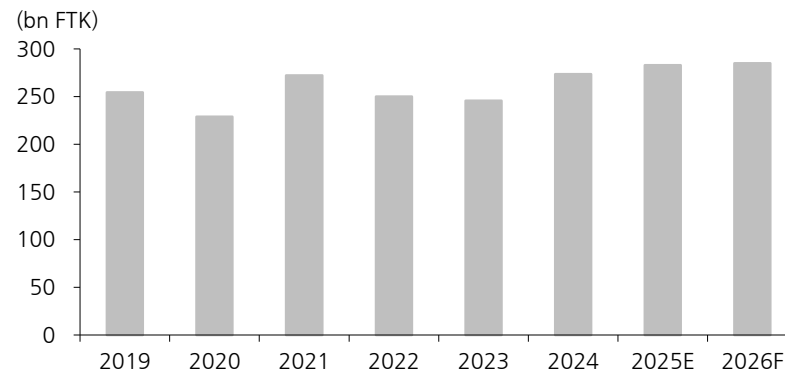
[한화리서치센터]

글로벌 항공화물 FTK 및 AFTK 월별 전년비 증감률



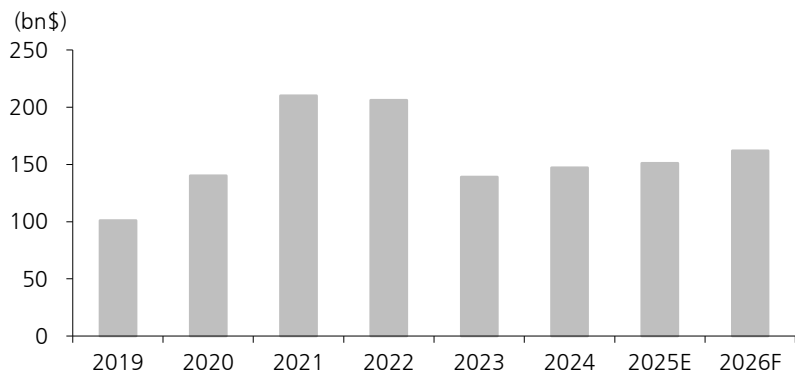
자료: IATA, 한화투자증권 리서치센터

글로벌 항공화물 FTK 연간 추이



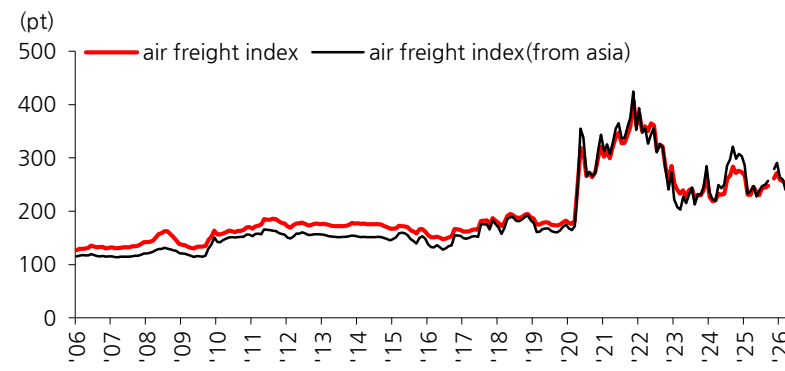
자료: IATA, 한화투자증권 리서치센터

글로벌 항공사 연간 화물 매출액 추이 및 전망



자료: IATA, 한화투자증권 리서치센터

U.S. air freight price index



자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, FRED, 한화투자증권 리서치센터



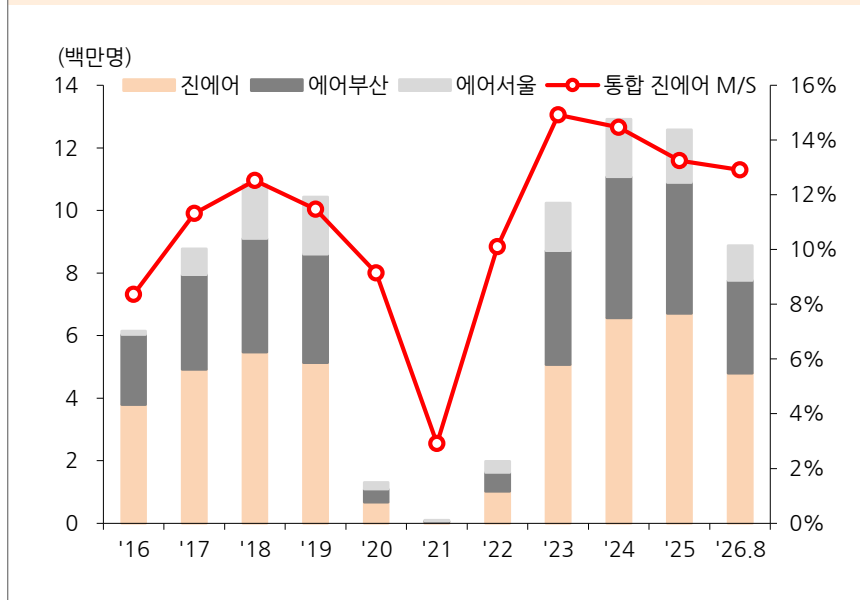
## 통합 진에어 출범 02보다 커질 LI

[한화리서치센터]

❖ 통합 FSC 출범 이후, 내년 3월 진에어+에어부산+에어서울의 통합 진에어 출범 예정

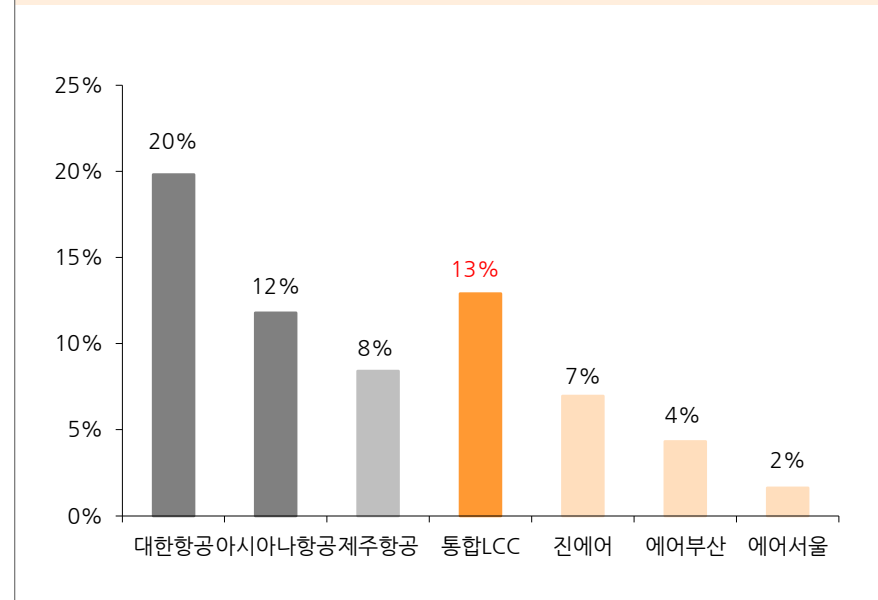
- 진에어:에어부산=1:0.2862684, 진에어:에어서울=1:0.7501939 신주 교부
- '25년 기준 국제선 수송객 단순 합산시, 3사 점유율은 13.2%로 아시아나항공 실적 소폭 상회
- 3사 보유 기재 합산시 총 60대 (참고: 아시아나항공 보유 기재 66대)
- 진에어는 보유 중대형기 B777-200 반납 예정이며, 10월부터 A321-200 기종 노선 투입. 해당 A321-200(A321ceo) 기종은 아시아나항공으로부터 인도받은 기종 (에어부산 및 에어서울 기종은 전부 에어버스 생산 기종)
- 3분기 중 대한항공 및 아시아나항공으로부터 소형기 임차. A321neo 10대(대한항공), B737-900 3대(대한항공), A321ceo 1대(대한항공). 지난해, 조원태 회장은 A321neo 기종을 통합 LCC 주력 기종으로 활용하겠다고 밝힘

통합 진에어 연간 국제선 수송 실적 추이



자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, 한화투자증권 리서치센터

'26년 8월 누계 기준 주요 국내 항공사 국제선 점유율



자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, 한화투자증권 리서치센터



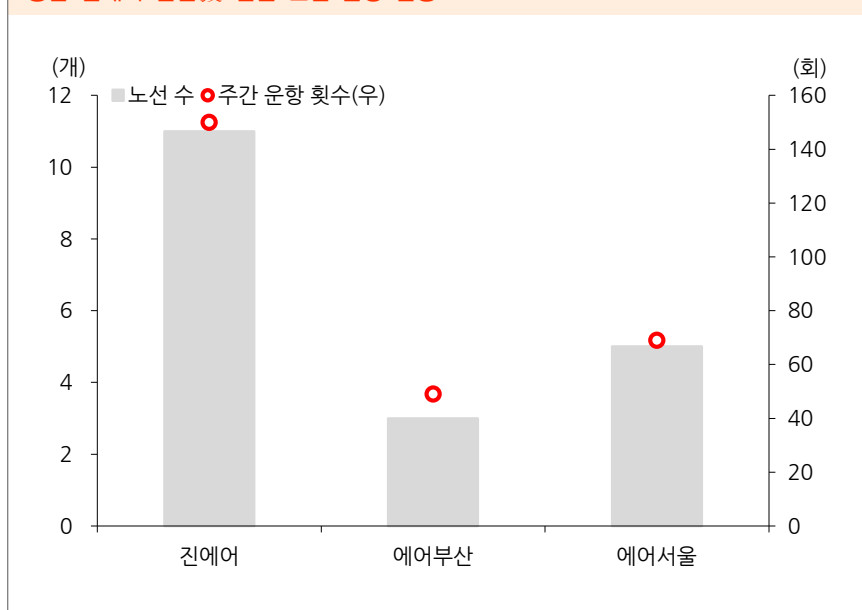
## 통합 진에어 출범 02보다 커질 JJ

[한화리서치센터]

### ❖ 에어버스 소형기 중심의 인천+김해 듀얼 허브 및 근거리 국제선 확대 전략

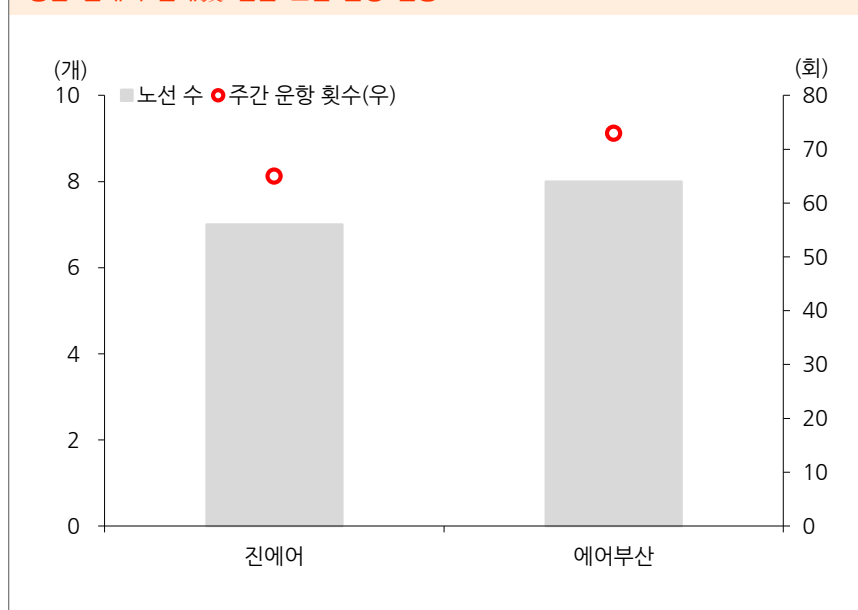
- 통합 3사 합산 기준 운항 국제선 노선은 총 73개, 주당 659편(중복 노선 제거 전, 단순 합산. 10월 3주차 기준)
- 인천發 일본 노선은 총 12개 노선, 주당 268회 운항. 김해發 일본 노선은 총 11개 노선, 주당 138회 운항
- 에어부산의 거점 공항인 김해 공항을 제2의 허브 공항으로 활용, 지방發 일본/중국/동남아 등 중단거리 국제선 확대
- A321 13대 등 소형기 대거 도입하며 에어버스 중심의 기단 구성 통해 비용 효율화 추구

통합 진에어 인천發 일본 노선 운항 현황



주: 10월 3주차 기준  
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

통합 진에어 김해發 일본 노선 운항 현황



주: 10월 3주차 기준  
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터





# 통합 진에어 출범 02보다 커질 L

[한화리서치센터]

| 대한항공그룹 항공사 보유 기재 |       |              |            |            |      |       |          |            |            |
|------------------|-------|--------------|------------|------------|------|-------|----------|------------|------------|
| 항공사              | 구분    | 기종           | 2026.03.31 | 2026.06.30 | 항공사  | 구분    | 기종       | 2026.03.31 | 2026.06.30 |
| 대한항공             | 중대형기  | B747-8i      | 4          | 4          | 진에어  | 중대형기  | B777-200 | 3          | 3          |
|                  |       | B777         | 32         | 30         |      |       | 소계       | 3          | 3          |
|                  |       | B787-9       | 14         | 14         |      | 소형기   | B737-800 | 19         | 19         |
|                  |       | B787-10      | 15         | 16         |      |       | B737-900 | 3          | 3          |
|                  |       | A380         | 5          | 5          |      |       | B737-8   | 7          | 7          |
|                  |       | A350         | 3          | 3          |      |       | A321-200 | 0          | 1          |
|                  |       | A330         | 18         | 17         |      |       | 소계       | 29         | 30         |
|                  |       | 소계           | 91         | 89         |      | 여객기 계 |          | 32         | 33         |
|                  | 소형기   | B737-800/900 | 17         | 17         | 에어부산 | 총계    |          | 32         | 33         |
|                  |       | B737-8       | 6          | 6          |      | 소형기   | A320CEO  | 5          | 5          |
|                  |       | A321NEO      | 19         | 20         |      |       | A321CEO  | 8          | 8          |
|                  |       | A220         | 10         | 10         |      |       | A321NEO  | 8          | 8          |
|                  |       | 소계           | 52         | 53         |      |       | 소계       | 21         | 21         |
|                  | 여객기 계 |              | 143        | 142        |      | 여객기 계 |          | 21         | 21         |
| 대한항공             | 화물기   | B747F        | 4          | 4          | 에어서울 | 총계    |          | 21         | 21         |
|                  |       | B747-8F      | 7          | 7          |      | 소형기   | A321     | 6          | 6          |
|                  |       | B777F        | 12         | 12         |      |       | 소계       | 6          | 6          |
|                  | 화물기 계 |              | 23         | 23         |      | 여객기 계 |          | 6          | 6          |
|                  | 총계    |              | 166        | 165        |      | 총계    |          | 6          | 6          |
| 아시아나항공           | 소형기   | A320/321     | 11         | 10         |      | 소형기   | A321NEO  | 13         | 13         |
|                  |       | A321NEO      | 13         | 13         |      |       | 소계       | 24         | 23         |
|                  |       | 소계           | 24         | 23         |      | 중대형기  | A330     | 14         | 14         |
|                  | 중대형기  | A330         | 14         | 14         |      |       | B777     | 9          | 8          |
|                  |       | B777         | 9          | 8          |      |       | A350     | 15         | 15         |
|                  |       | A350         | 15         | 15         |      |       | A380     | 6          | 6          |
|                  |       | A380         | 6          | 6          |      |       | 소계       | 44         | 43         |
|                  |       | 소계           | 44         | 43         |      | 여객기 계 |          | 68         | 66         |
|                  | 여객기 계 |              | 68         | 66         |      | 총계    |          | 68         | 66         |
|                  | 총계    |              | 68         | 66         |      |       |          |            |            |

자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터



# 통합 진에어 출범 02보다 커질 N

[한화리서치센터]

| 통합 진에어 인천發 국제선 운항 현황 |    |    |             |               |          |      |     |       |           |               |          |
|----------------------|----|----|-------------|---------------|----------|------|-----|-------|-----------|---------------|----------|
| 항공사                  | 지역 | 국가 | 도시          | 운항 요일         | 주간 운항 횟수 | 항공사  | 지역  | 국가    | 도착지       | 운항 요일         | 주간 운항 횟수 |
| 진에어                  | 일본 | 일본 | 후쿠오카        | 월/화/수/목/금/토/일 | 34       | 진에어  | 중화권 | 대만    | 타이중       | 월/화/수/목/금/토/일 | 14       |
|                      | 일본 | 일본 | 오사카/간사이     | 월/화/수/목/금/토/일 | 28       |      | 중화권 | 중국    | 칭다오       | 월/화/수/목/금/토/일 | 14       |
|                      | 일본 | 일본 | 도쿄/나리타      | 월/화/수/목/금/토/일 | 25       |      | 중화권 | 대만    | 타이베이/타오위안 | 월/화/수/목/금/토/일 | 7        |
|                      | 일본 | 일본 | 나고야         | 월/화/수/목/금/토/일 | 14       |      | 중화권 | 중국    | 옌타이       | 월/화/수/목/금/토/일 | 7        |
|                      | 일본 | 일본 | 삿포로         | 월/화/수/목/금/토/일 | 7        |      | 중화권 | 중국    | 이창        | 월/목/금/일       | 4        |
|                      | 일본 | 일본 | 이시가키지마      | 월/화/수/목/금/토/일 | 7        |      | 중화권 | 중국    | 구이린       | 수/토           | 2        |
|                      | 일본 | 일본 | 기타큐슈        | 월/화/수/목/금/토/일 | 7        | 에어부산 | 중화권 | 홍콩    | 홍콩        |               | -        |
|                      | 일본 | 일본 | 오кина와      | 월/화/수/목/금/토/일 | 7        | 에어서울 | 중화권 | 중국    | 장자제       | 화/목/토         | 3        |
|                      | 일본 | 일본 | 미야코지마/시모지시마 | 월/화/수/목/금/토/일 | 7        | 진에어  | 동남아 | 태국    | 치앙마이      | 월/화/수/목/금/토/일 | 7        |
|                      | 일본 | 일본 | 다카마쓰        | 월/화/수/목/금/토/일 | 7        |      | 동남아 | 베트남   | 푸꾸옥       | 월/화/수/목/금/토/일 | 7        |
| 에어부산                 | 일본 | 일본 | 고베          | 월/화/수/목/금/토/일 | 7        |      | 동남아 | 필리핀   | 클락        | 수/목/토/일       | 4        |
|                      | 일본 | 일본 | 오사카/간사이     | 월/화/수/목/금/토/일 | 21       |      | 동남아 | 베트남   | 나트랑       | 월/수/목/일       | 4        |
|                      | 일본 | 일본 | 후쿠오카        | 월/화/수/목/금/토/일 | 14       |      | 동남아 | 말레이시아 | 코타키나발루    |               | -        |
| 에어서울                 | 일본 | 일본 | 도쿄/나리타      | 월/화/수/목/금/토/일 | 14       |      | 동남아 | 태국    | 방콕        |               | -        |
|                      | 일본 | 일본 | 오사카/간사이     | 월/화/수/목/금/토/일 | 21       |      | 동남아 | 필리핀   | 세부        |               | -        |
|                      | 일본 | 일본 | 도쿄/나리타      | 월/화/수/목/금/토/일 | 21       |      | 동남아 | 베트남   | 다낭        |               | -        |
|                      | 일본 | 일본 | 후쿠오카        | 월/화/수/목/금/토/일 | 15       |      | 동남아 | 태국    | 푸켓        |               | -        |
|                      | 일본 | 일본 | 다카마쓰        | 월/화/수/목/금/토/일 | 7        |      | 동남아 | 필리핀   | 보홀        |               | -        |
|                      | 일본 | 일본 | 돗토리/요나고     | 월/수/목/금/일     | 5        | 에어부산 | 동남아 | 베트남   | 나트랑       | 월/화/수/목/금/토/일 | 7        |
|                      |    |    |             |               |          |      | 동남아 | 태국    | 치앙마이      | 수/목/토/일       | 4        |
|                      |    |    |             |               |          | 에어서울 | 동남아 | 베트남   | 나트랑       | 월/화/수/목/금/토/일 | 7        |
|                      |    |    |             |               |          |      | 동남아 | 베트남   | 다낭        | 월/화/수/목/금/토/일 | 7        |

주: 10월 3주차 기준  
 자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터



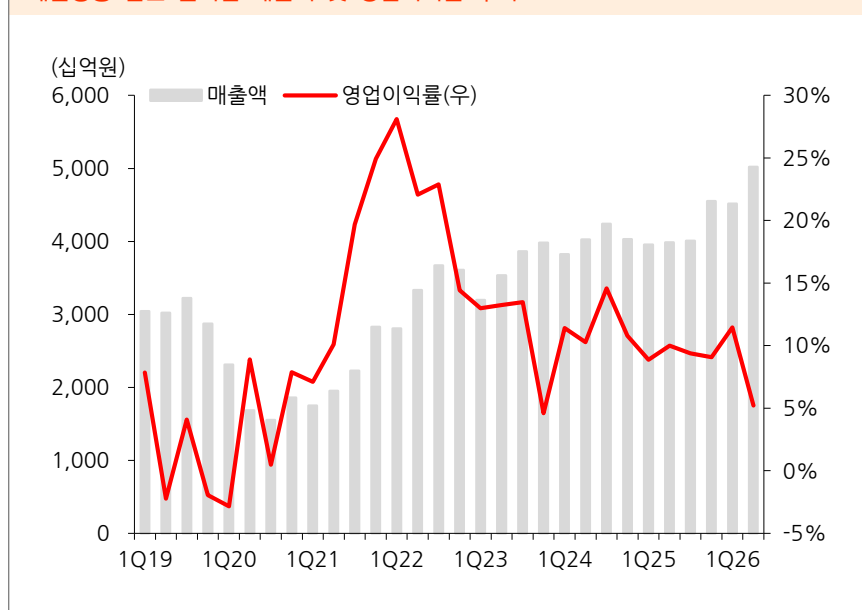
## 통합 진에어 출범 다만, 당장의 실적보다는...

[한화리서치센터]

❖ 통합 대한항공 사례로 비추어 보면, 통합 진에어의 당장의 실적은 다소 부진할 전망

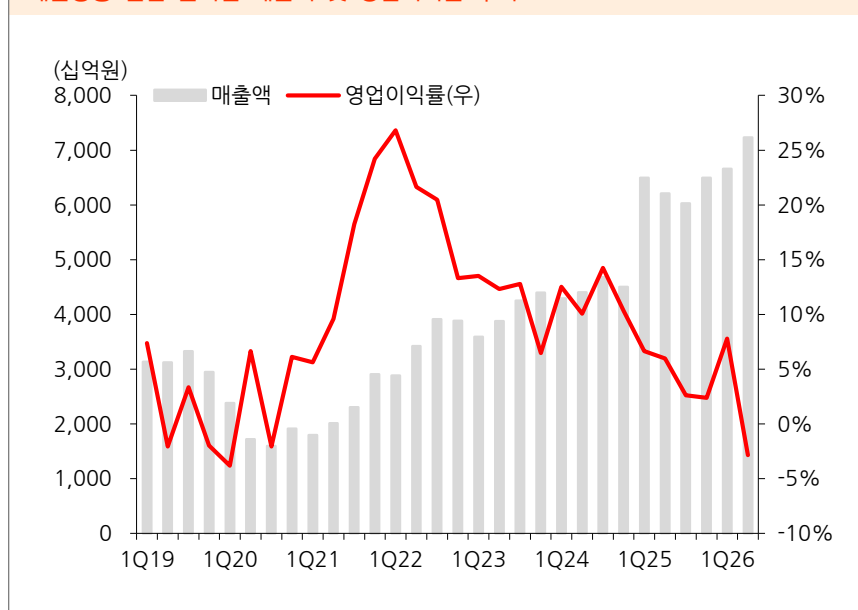
- 대한항공의 경우 매크로 영향도 있었으나 본격 통합을 준비하면서 '25년 상대적으로 부진한 영업이익을 기록
- 통합 관련 비용 반영된 영향
- 통합 진에어의 경우 인원이나 규모가 통합 FSC 대비 상대적으로 작아 통합 관련 비용 부담도 크진 않겠으나 당장의 영업실적에 긍정적인 영향을 주지는 않을 전망

대한항공 별도 분기별 매출액 및 영업이익률 추이



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

대한항공 연결 분기별 매출액 및 영업이익률 추이



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터



# 통합 진에어 출범 다만, 당장의 실적보다는...

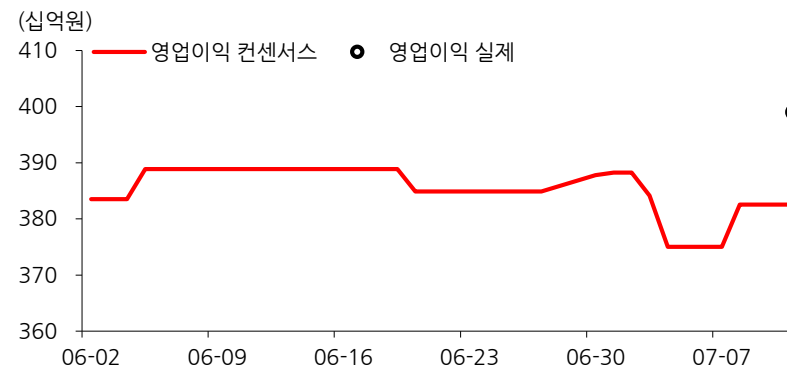
[한화리서치센터]

## 대한항공 '25 분기 별도 실적 및 컨센서스

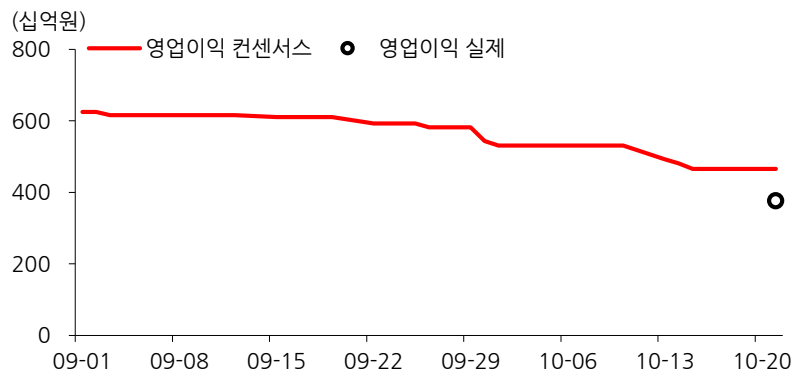
### 1Q25



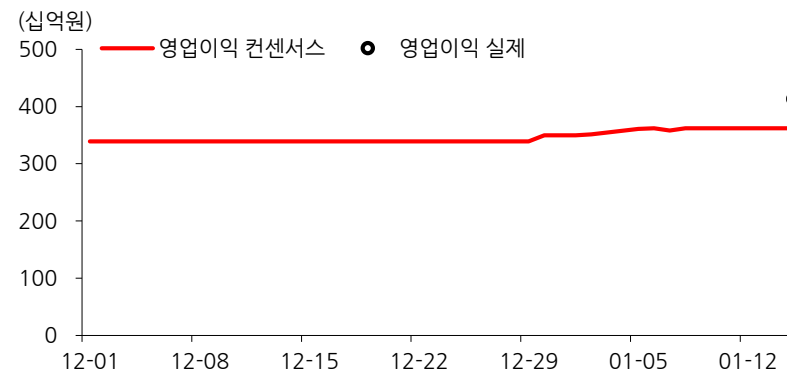
### 2Q25



### 3Q25



### 4Q25



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

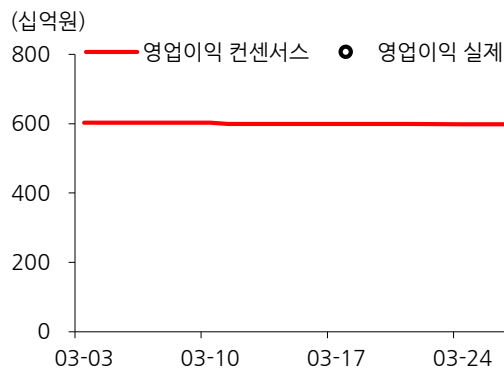


# 통합 진에어 출범 다만, 당장의 실적보다는...

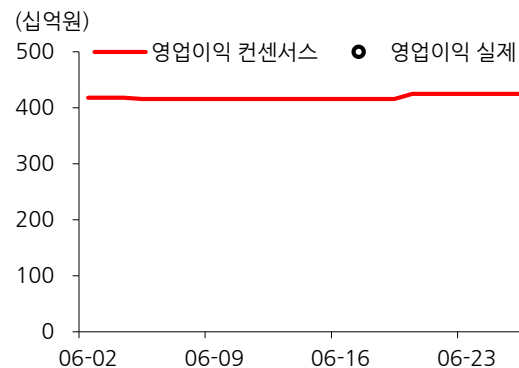
[한화리서치센터]

## 대한항공 '25 분기 연결 실적 및 컨센서스

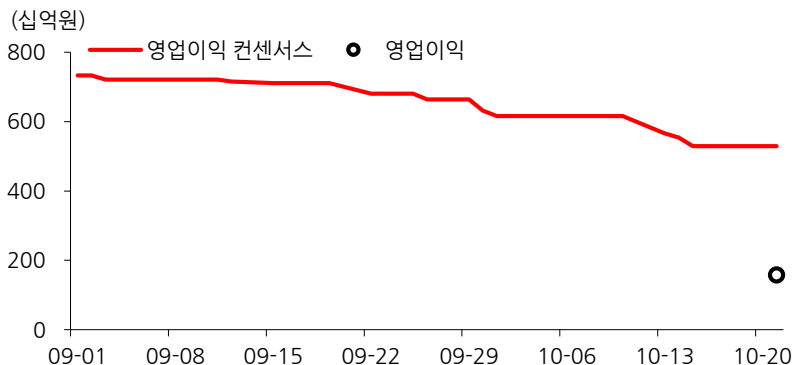
### 1Q25



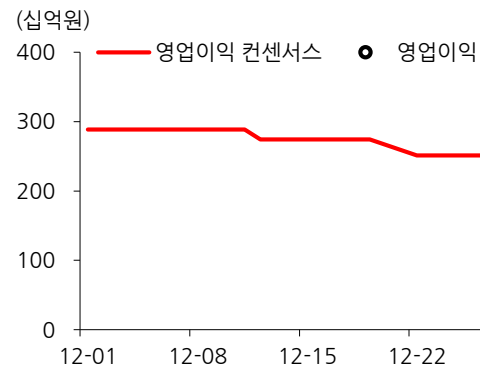
### 2Q25



### 3Q25



### 4Q25



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

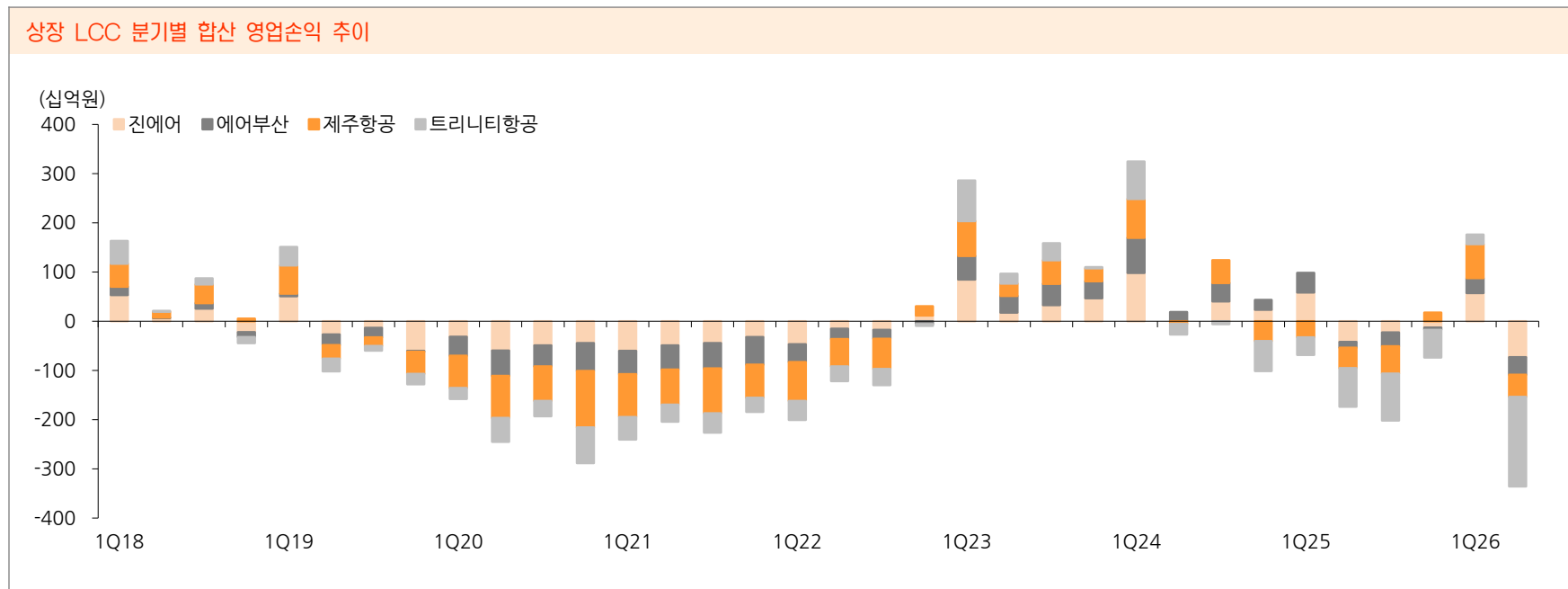




## 그리고 끝나지 않은 LCC 구조조정 어제 오늘 일이 아닌 실적 부진 [한화리서치센터]

### ❖ 국내 대부분의 상장 LCC 지난해 부진한 실적을 기록

- '25년: 강한 중단거리 여객 수요 불구, 지속적인 공급 경쟁 심화로 운임 하락 및 팬데믹 기간 미뤄졌던 비용 단가 인플레이션 반영 탓
- 1H26: 1분기 일본 중심 강한 여객 수요 나타나며 호실적 기록했으나 중동 전쟁 여파로 유가 및 환율 동반 상승의 비우호적 영업환경 탓에 2분기 대규모 적자 기록
- 제주항공: '24년 말 사고 이후 일시적인 수요 부진 경험. 다만 노선 및 비용 효율적 경영 통해 유일하게 4Q25 영업이익의 턴어라운드 성공했으며, 마찬가지로 1H26 반기 누적 영업이익도 유일하게 흑자 기록
- 트리니티항공: 장거리 노선 진출 등으로 '24년부터 시작된 실적 부진 갈수록 심화



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터



## 그리고 끝나지 않은 LCC 구조조정 어제 오늘 일이 아닌 실적 부진 [한화리서치센터]

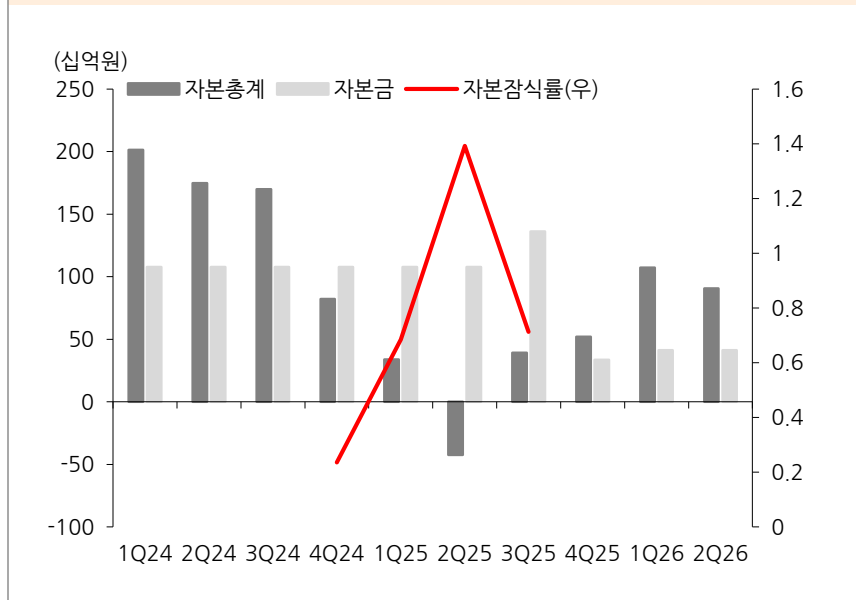
### ❖ 트리니티항공의 지속되는 적자

- 2Q24부터 4Q25까지 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 <-> 트리니티항공의 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 트리니티항공의 저가 전략과 miss match

### ❖ 지속된 영업적자는 재무 리스크로 연결

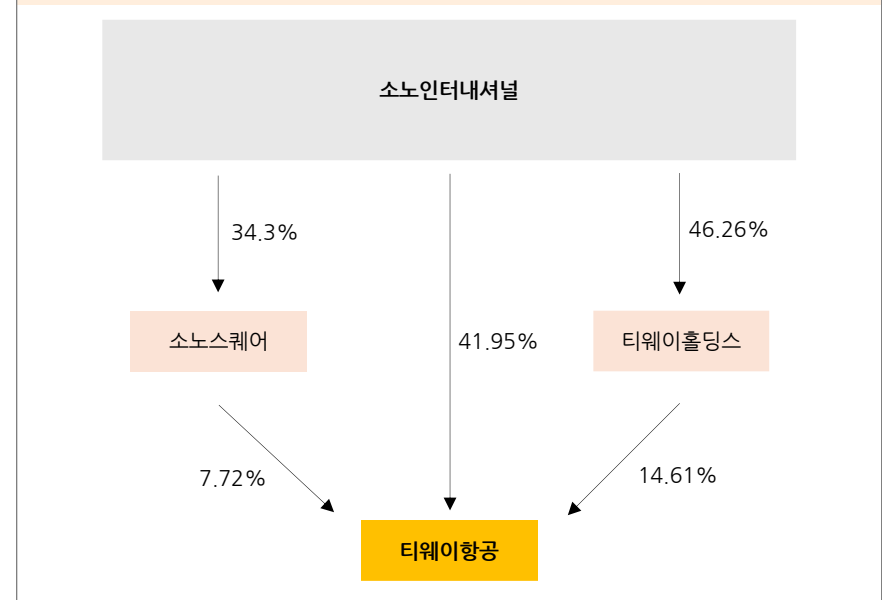
- '25년 8월, 유상증자(1,100억원) + 무상감자 + 영구전환사채발행(400억원) + 신주인수권부사채발행(500억원) 등으로 자금 수혈
- '26년 3월, 약 700억원 규모의 유상증자 한차례 더 단행
- 소노그룹의 꾸준한 자금 수혈 이뤄지고 있으나 매크로 변동성 확대되는 시기, 이전부터 지속되어 온 영업 적자 상황은 다소 부정적

티웨이항공 자본 및 자본금 추이



자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

티웨이항공 지분 구조



자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

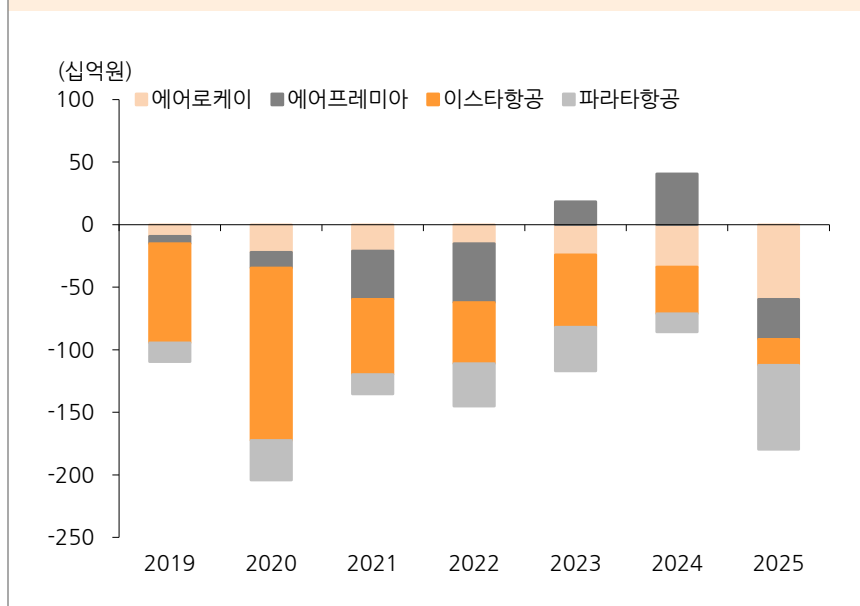


# 그리고 끝나지 않은 LCC 구조조정 어제 오늘 일이 아닌 실적 부진 [한화리서치센터]

## ❖ 비상장 LCC 지속되는 적자 → 만연한 재무리스크

- 에어로케이/이스타항공/파라타항공 등 비상장 LCC 영업적자 일상화('19년부터 '24년까지 영업 적자 지속)
- 에어프레미아 유일하게 '23-'24 영업 흑자 기록했으나 '25 적자 전환. '25년 말 완전 자본잠식 → '26년 중 무상감자 및 1100억원대 유상증자 실시
- 파라타항공 '26년 상반기 기준 자본총계 -790억원으로 완전 자본잠식
- 에어로케이항공홀딩스 지분 대명화학 그룹 내 디에이피→어센틱브랜즈홀딩스 이전. 에어로케이 적자 지속이 디에이피 부담으로 작용한 탓
- '26년 유가 및 환율 급변동으로, 비상장 LCC 대부분 상반기 영업 실적도 부진했을 것으로 추정

비상장 LCC 분기별 합산 영업손익 추이



자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

비상장 LCC 자본 잠식 현황

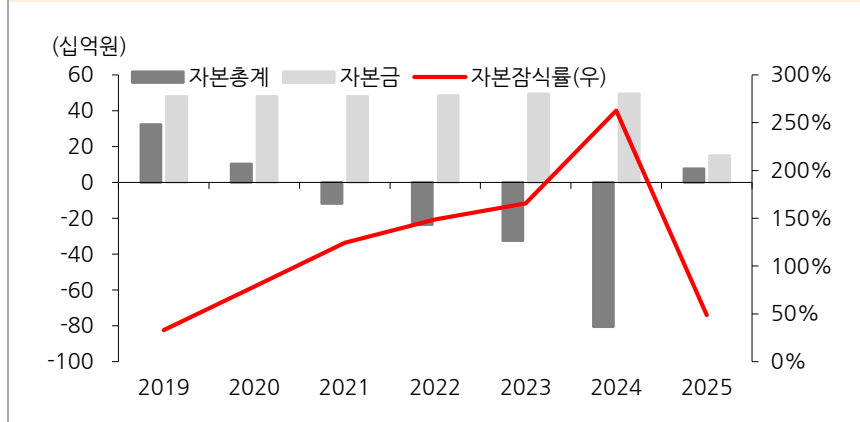
|               | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   | 2023   | 2024   | 2025   |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>에어로케이</b>  |        |        |        |        |        |        |        |
| 자본총계          | 32.3   | 10.3   | -11.8  | -23.6  | -32.5  | -80.5  | 7.7    |
| 자본금           | 48.0   | 48.0   | 48.0   | 48.5   | 49.5   | 49.5   | 15.0   |
| 자본잠식률         | 32.9%  | 78.5%  | 124.5% | 148.7% | 165.5% | 262.5% | 48.8%  |
| <b>에어프레미아</b> |        |        |        |        |        |        |        |
| 자본총계          | 40.7   | 28.7   | 15.3   | 48.6   | 26.2   | 27.3   | -47.1  |
| 자본금           | 19.9   | 20.0   | 62.4   | 146.8  | 146.8  | 146.8  | 146.8  |
| 자본잠식률         | -      | -      | 75.4%  | 66.9%  | 82.1%  | 81.4%  | 132.0% |
| <b>이스타항공</b>  |        |        |        |        |        |        |        |
| 자본총계          | -63.2  | -347.4 | -40.2  | -46.4  | 9.8    | -14.9  | 43.4   |
| 자본금           | 48.6   | 48.6   | 70.0   | 113.7  | 15.0   | 15.0   | 19.2   |
| 자본잠식률         | 230.2% | 815.3% | 157.4% | 140.9% | 34.6%  | 199.4% | -      |
| <b>파라타항공</b>  |        |        |        |        |        |        |        |
| 자본총계          | 20.8   | -5.2   | 3.1    | -21.5  | -54.2  | 4.8    | 3.1    |
| 자본금           | 40.9   | 41.4   | 13.5   | 15.8   | 15.8   | 22.5   | 30.0   |
| 자본잠식률         | 49.2%  | 112.5% | 77.1%  | 235.6% | 442.2% | 78.8%  | 89.6%  |

자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터



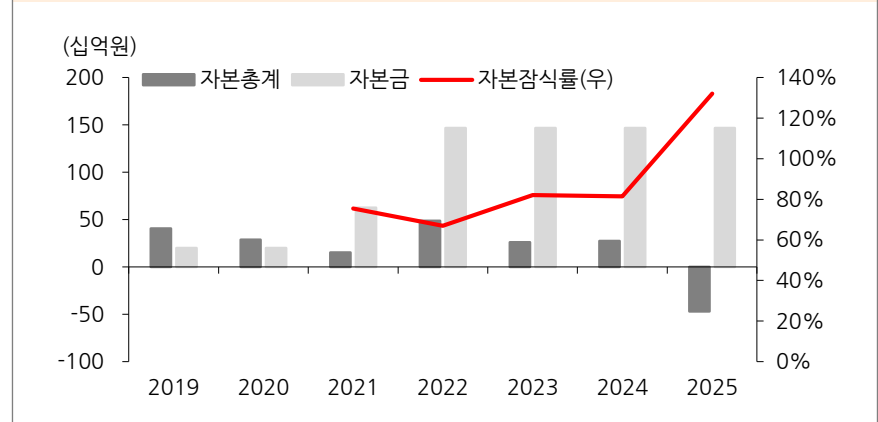
# 그리고 끝나지 않은 LCC 구조조정 어제 오늘 일이 아닌 실적 부진 [한화리서치센터]

에어로케이 자본 및 자본금 추이



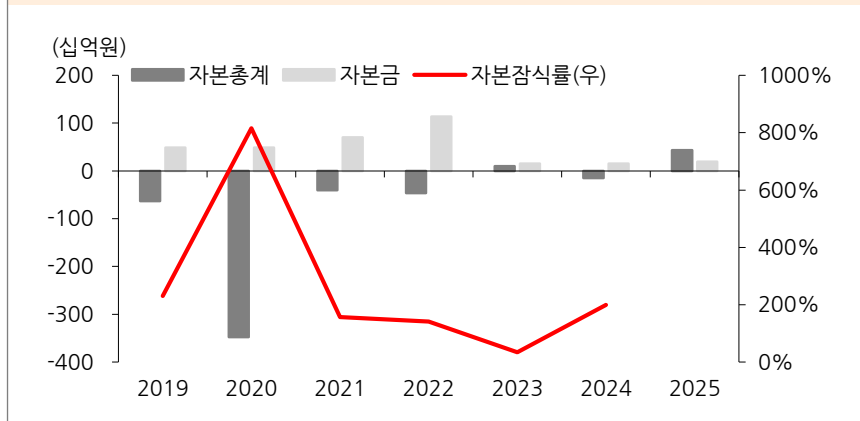
자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

에어프레미아 자본 및 자본금 추이



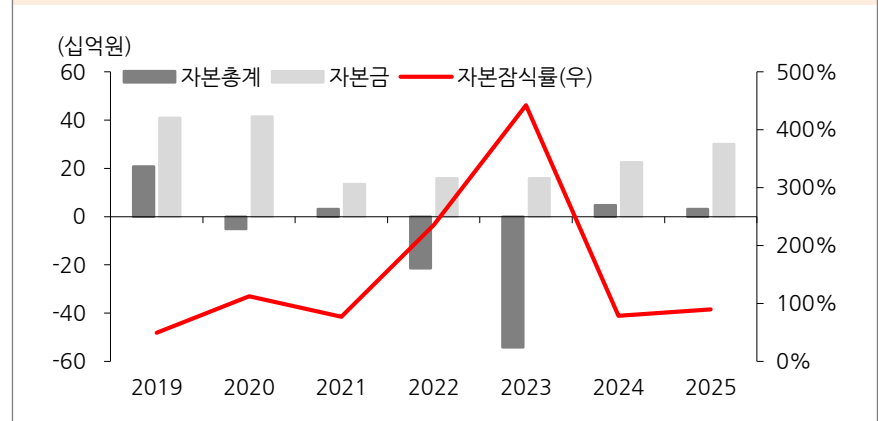
자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

이스타항공 자본 및 자본금 추이



자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

파라다항공 자본 및 자본금 추이



자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

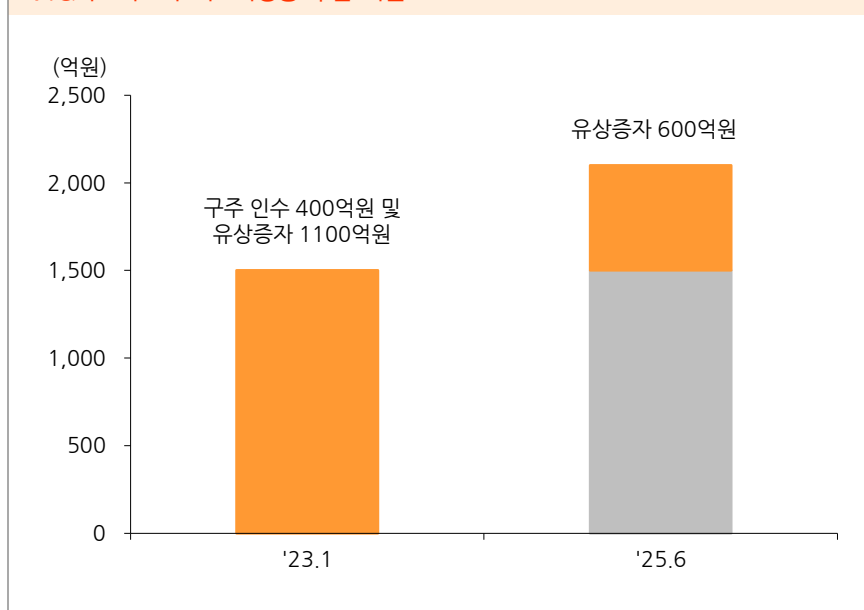


## 그리고 끝나지 않은 LCC 구조조정 이스타항공 + 에어프레미아 ? [한화리서치센터]

### ❖ 이스타 항공 소유주 VIG파트너스의 에어프레미아 인수 추진

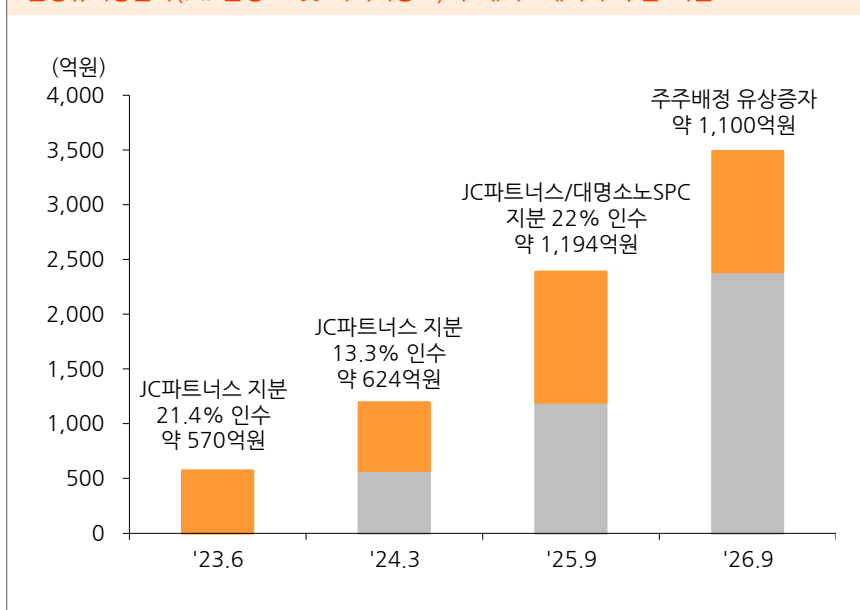
- 에어프레미아, 9월 1100억원 규모 유증으로 완전자본잠식 일부 해소되나 향후 자본 확충 이벤트 1-2차례 더 필요할 것. 이는 실 소유주인 김정규 회장 경영 공백 상황을 감안할 때 부담으로 작용할 전망
- VIG파트너스는 통합 진에어 출범 이후 LCC 시장 재편을 대비, 몸집을 키워 엑시팅하는 전략을 가져가는 것으로 추정
- 양측의 매각 사유와 매입 니즈가 확고하기 때문에 인수 가격만 맞다면 가까운 시일 내 에어프레미아 손바뀜 전망
- 중단거리 노선의 이스타항공 + 미주 장거리 노선의 에어프레미아 결합시 환승 시너지 및 비용 절감 등을 기대한 인수 추진으로 추정
- 다만 기존 중단거리에서 장거리로 확장한 트리니티항공의 경우 아직까지 환승 시너지는 확인되지 않고 있으며 비용은 오히려 확대되며 지속적인 자본 확충 要. 시장에서도 트리니티항공의 부진을 지켜봤기 때문에 이스타+에어프레미아 통매각까지 시간 소요 전망

VIG파트너스의 이스타항공 투입 자금



자료: 언론 보도 취합, 한화투자증권 리서치센터

김정규회장일가(AP홀딩스 및 타이어뱅크)의 에어프레미아 투입 자금



자료: 언론 보도 취합, 한화투자증권 리서치센터





## 그리고 끝나지 않은 LCC 구조조정 당분간 승자는 제주항공

[한화리서치센터]

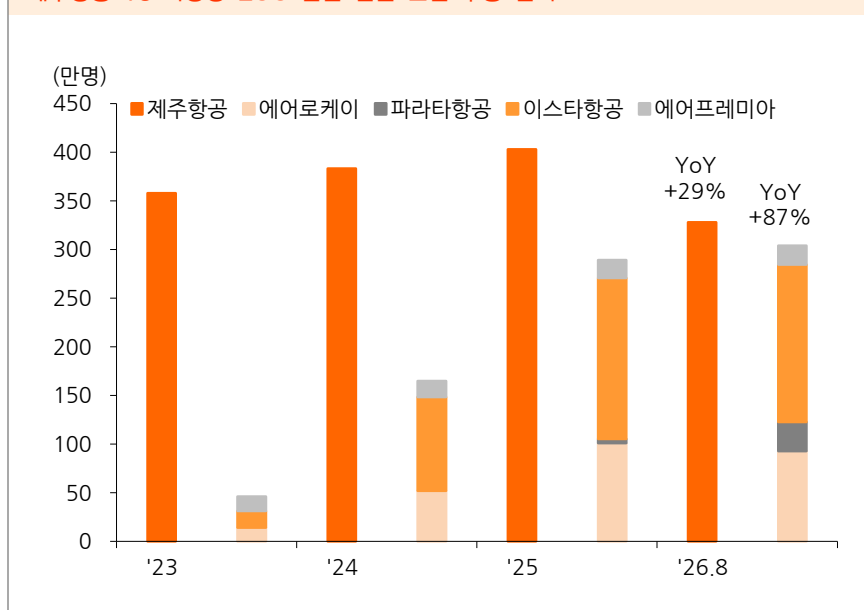
### ❖ 일본 노선은 전체 국제선 노선 가운데 가장 수요가 좋은 노선 → 1Q26 LCC 호실적의 원동력

- 강한 수요로 국내 지방發 주요 대도시는 물론, 지방 소도시 신규 취항 등 공급 확대
- 에어로케이는 청주發 일본 12개 노선, 주당 99회 운영. 주요 대도시 외 이바라키/마쓰야마/오비히로 등 지방 소도시까지 취항
- 이스타항공은 김해發 일본 5개 노선, 주당 51회 운영. 에어프레미아는 오는 12월부터 인천-삿포로 노선 신규 취항

### ❖ 제주항공의 궁극적인 일본 노선 독식 예상

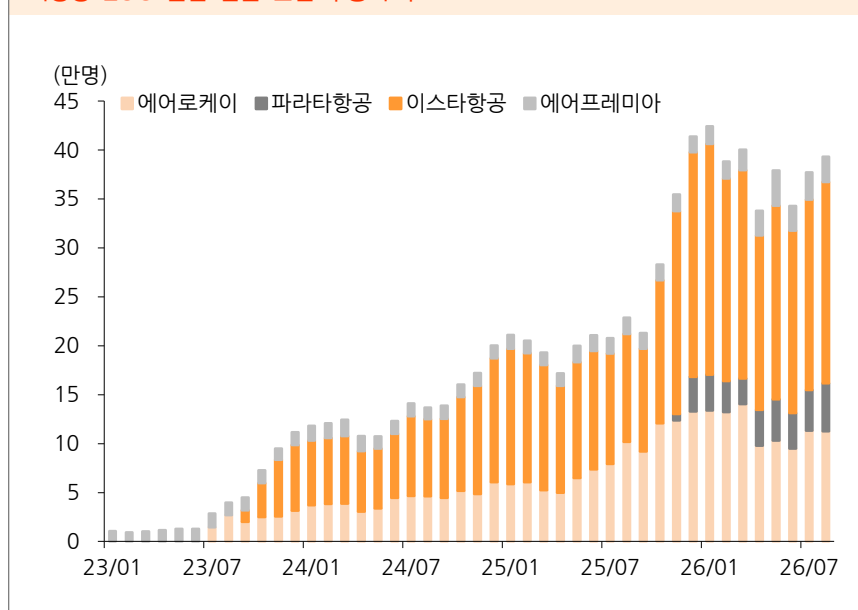
- 내년에도 일본 노선 수요는 강할 전망. 공급 경쟁 여전할 수 있으나 본업에만 집중할 수 있는 제주항공의 M/S 확대 전망
- 통합 진에어의 경우 내년 한 해 내/외부 통합 등 본업 외 신경 써야할 부분 多
- 비상장 LCC의 경우 이스타+에어프레미아 통합, 파라타항공 재무 건전성 확보 및 미주 노선 진출, 에어로케이 재무 건전성 확보 등 일본 노선 경쟁에만 집중하긴 어려울 전망

제주항공 vs 비상장 LCC 연간 일본 노선 수송 실적



자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터

비상장 LCC 월별 일본 노선 수송객 수



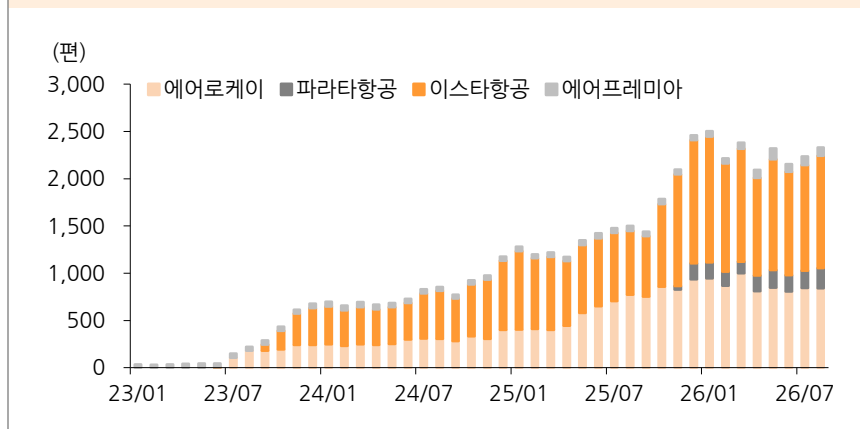
자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터



# 그리고 끝나지 않은 LCC 구조조정 당분간 승자는 제주항공

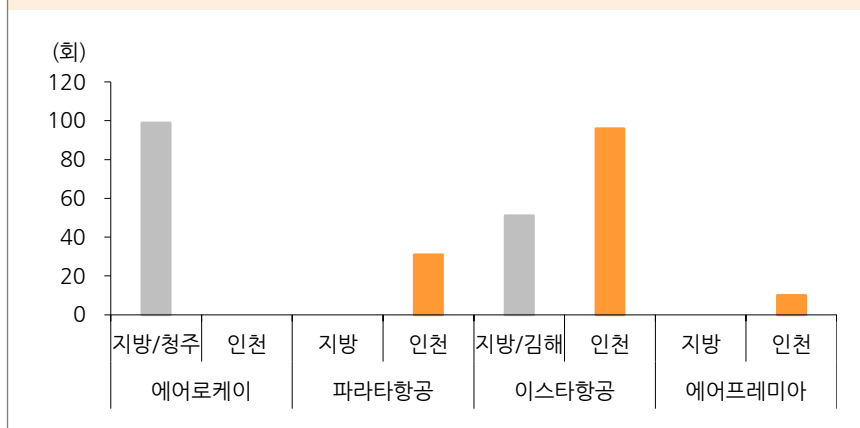
[한화리서치센터]

비상장 LCC 월별 일본 노선 운항 추이



자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터

비상장 LCC 일본 노선 운항 현황



주: 10월 3주차 기준

자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

비상장 LCC 일본 노선 운항 현황

| 항공사    | 출발지 | 도착지     | 현재 운항요일       | 현재 주 운항횟수<br>(26년 10월 3주차 기준) |
|--------|-----|---------|---------------|-------------------------------|
| 에어로케이  | 청주  | 오사카/간사이 | 월/화/수/목/금/토/일 | 21                            |
|        | 청주  | 도쿄/나리타  | 월/화/수/목/금/토/일 | 20                            |
|        | 청주  | 후쿠오카    | 월/화/수/목/금/토/일 | 12                            |
|        | 청주  | 기타큐슈    | 월/화/수/목/금/토/일 | 10                            |
|        | 청주  | 삿포로     | 월/화/수/목/금/토/일 | 7                             |
|        | 청주  | 나고야     | 월/화/수/목/금/토/일 | 7                             |
|        | 청주  | 오기나와    | 월/화/수/목/금/토/일 | 7                             |
|        | 청주  | 히로시마    | 월/수/목/금/일     | 5                             |
|        | 청주  | 구마모토    | 수/목/토/일       | 4                             |
|        | 청주  | 이바라키    | 화/목/토         | 3                             |
|        | 청주  | 마쓰야마    | 수/금/일         | 3                             |
|        | 청주  | 오비히로    |               | -                             |
| 파라타항공  | 인천  | 오사카/간사이 | 월/화/수/목/금/토/일 | 12                            |
|        | 인천  | 도쿄/나리타  | 월/화/수/목/금/토/일 | 12                            |
|        | 인천  | 삿포로     | 월/화/수/목/금/토/일 | 7                             |
| 이스타항공  | 인천  | 도쿄/나리타  | 월/화/수/목/금/토/일 | 35                            |
|        | 인천  | 후쿠오카    | 월/화/수/목/금/토/일 | 28                            |
|        | 인천  | 오사카/간사이 | 월/화/수/목/금/토/일 | 14                            |
|        | 인천  | 삿포로     | 월/화/수/목/금/토/일 | 8                             |
|        | 인천  | 오기나와    | 월/화/수/목/금/토/일 | 8                             |
|        | 인천  | 도쿠시마    | 화/목/토         | 3                             |
|        | 인천  | 가고시마    |               | -                             |
|        | 김해  | 후쿠오카    | 월/화/수/목/금/토/일 | 19                            |
|        | 김해  | 오사카/간사이 | 월/화/수/목/금/토/일 | 14                            |
|        | 김해  | 삿포로     | 월/화/수/목/금/토/일 | 7                             |
| 에어프레미아 | 인천  | 구마모토    | 월/화/수/목/금/토/일 | 7                             |
|        | 인천  | 오기나와    | 화/목/토/일       | 4                             |
|        | 인천  | 도쿄/나리타  | 월/화/수/목/금/토/일 | 10                            |
|        | 인천  | 삿포로     |               | -                             |

주: 10월 3주차 기준

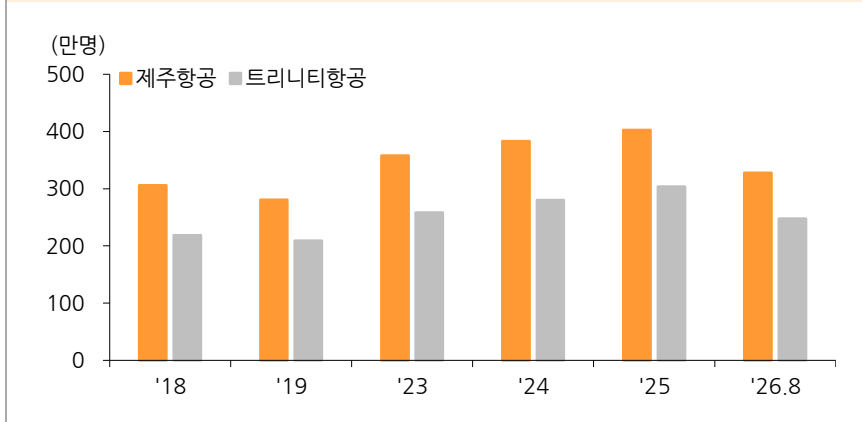
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터



# 그리고 끝나지 않은 LCC 구조조정 당분간 승자는 제주항공

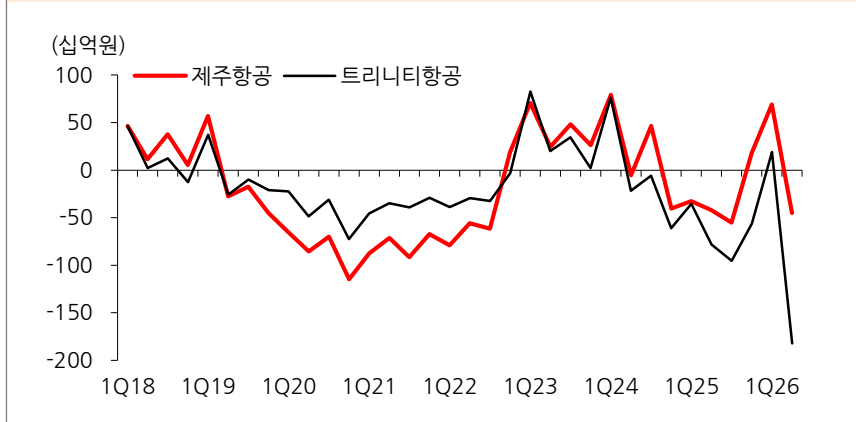
[한화리서치센터]

제주항공 vs 트리니티항공 연간 일본 노선 수송 실적 비교



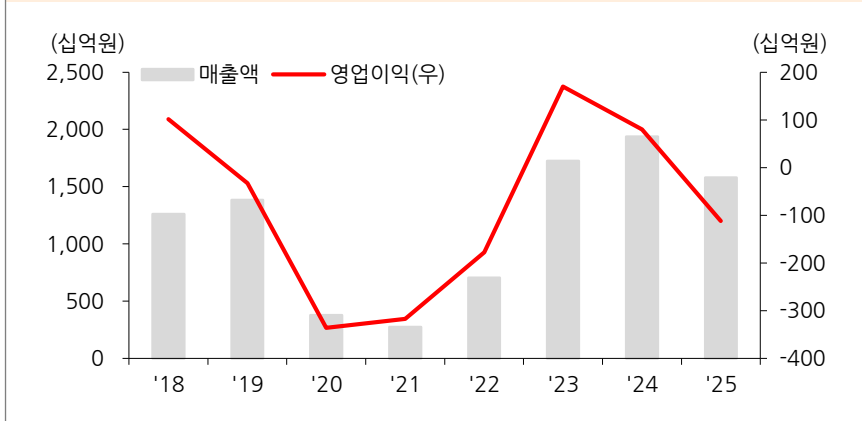
자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터

제주항공 vs 트리니티항공 분기 영업손익 비교



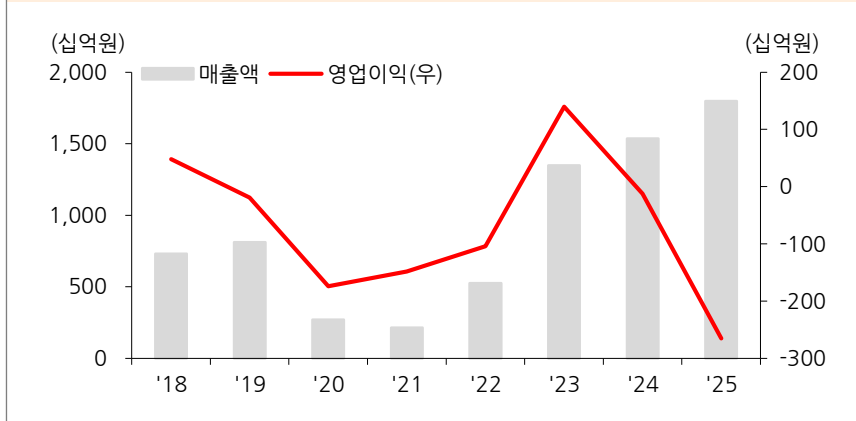
자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

제주항공 연간 매출액 및 영업이익 추이



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

트리니티항공 연간 매출액 및 영업이익 추이



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

Memo.

본 페이지는 편집상 공백 페이지입니다

Horizontal lines for memo writing.





# III

투자전략: 실적으로  
확인하는 호시절

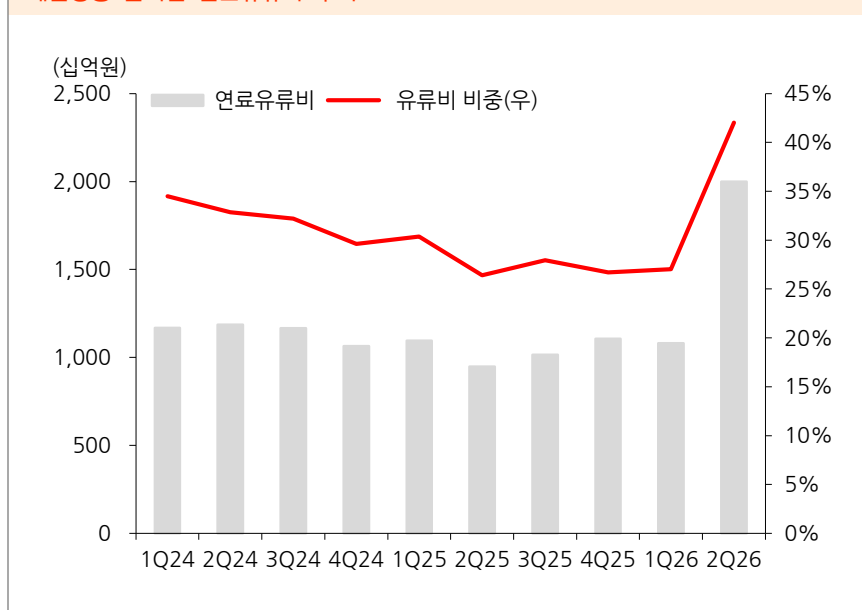
대한항공, 그리고 제주항공



## 하반기 유류비 부담 완화 전망 2Q26보다 개선된 유가 그리고 환율 [한화리서치센터]

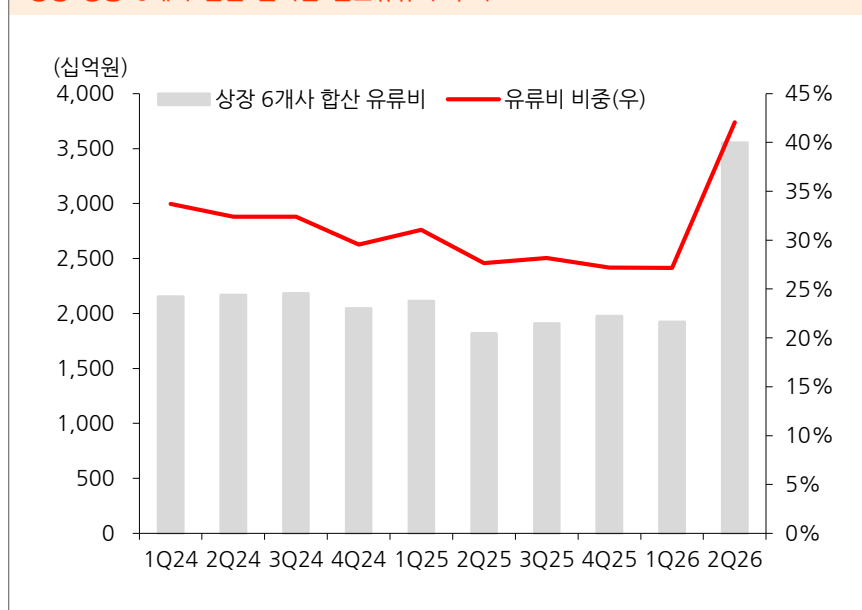
- ❖ 통상 항공사 연료유류비의 전체 영업비용 차지 비중은 30%
  - '25년 대한항공 27.8%, 아시아나항공 29.1%, 진에어 28.3%, 에어부산 26.9%, 제주항공 29.2%, 트리니티항공 31.9%
  - '25년 전반적인 유가 수준 하락 및 연료효율성 증대된 신기재 도입 등으로 유류비 비중 축소: '24년 31.6% > '25년 28.9%
- ❖ 고유가 및 고환율로 2Q26 유류비 비중 40% 돌파
  - 2Q26 분기 평균 항공유 가격은 배럴당 160.4달러 (1mth lagging 기준 182.9달러)
  - 2Q26 분기 평균 환율은 1달러 = 1,501.9원
  - 고유가 및 고환율로 유류비 확대 → 대한항공(별도) 제외 모든 항공사 영업 적자 기록

대한항공 분기별 연료유류비 추이



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

상장 항공 6개사 합산 분기별 연료유류비 추이



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

| 상장 항공 6개사 분기 재무 실적 및 연료유류비 추이 |        |         |         |         |         |         |         |         |         | (단위: 십억원, %) |         |
|-------------------------------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------------|---------|
|                               |        | 1Q24    | 2Q24    | 3Q24    | 4Q24    | 1Q25    | 2Q25    | 3Q25    | 4Q25    | 1Q26         | 2Q26    |
| 대한항공                          | 매출액    | 3,822.5 | 4,023.7 | 4,240.8 | 4,029.6 | 3,955.9 | 3,985.9 | 4,008.5 | 4,551.5 | 4,515.1      | 5,020.0 |
|                               | 영업비용   | 3,386.5 | 3,610.3 | 3,622.2 | 3,594.3 | 3,605.0 | 3,587.0 | 3,632.2 | 4,138.4 | 3,998.2      | 4,758.1 |
|                               | 연료유류비  | 1,168.2 | 1,186.0 | 1,166.2 | 1,064.5 | 1,094.8 | 947.8   | 1,015.5 | 1,105.1 | 1,081.2      | 1,999.1 |
|                               | 유류비 비중 | 34.5%   | 32.8%   | 32.2%   | 29.6%   | 30.4%   | 26.4%   | 28.0%   | 26.7%   | 27.0%        | 42.0%   |
|                               | 영업이익   | 436.1   | 413.4   | 618.6   | 435.3   | 350.9   | 399.0   | 376.3   | 413.1   | 516.9        | 261.9   |
| 아시아나항공                        | 매출액    | 1,633.0 | 1,735.5 | 1,879.6 | 1,811.1 | 1,743.0 | 1,675.6 | 1,464.3 | 1,314.1 | 1,363.5      | 1,547.0 |
|                               | 영업비용   | 1,664.2 | 1,766.7 | 1,750.7 | 1,835.3 | 1,750.9 | 1,641.5 | 1,640.0 | 1,507.0 | 1,464.8      | 1,842.2 |
|                               | 연료유류비  | 545.9   | 561.3   | 565.8   | 547.6   | 560.3   | 494.8   | 443.6   | 401.2   | 375.9        | 785.4   |
|                               | 유류비 비중 | 32.8%   | 31.8%   | 32.3%   | 29.8%   | 32.0%   | 30.1%   | 27.0%   | 26.6%   | 25.7%        | 42.6%   |
|                               | 영업이익   | -31.2   | -31.2   | 128.9   | -24.2   | -7.9    | 34.0    | -175.7  | -192.9  | -101.3       | -295.2  |
| 진에어                           | 매출액    | 430.3   | 308.2   | 364.6   | 358.2   | 417.9   | 306.1   | 304.3   | 352.8   | 423.0        | 360.3   |
|                               | 영업비용   | 331.8   | 307.3   | 324.4   | 334.7   | 359.6   | 348.4   | 326.9   | 365.5   | 365.4        | 433.4   |
|                               | 연료유류비  | 113.4   | 98.1    | 106.9   | 102.5   | 112.5   | 85.0    | 97.9    | 101.5   | 103.3        | 170.3   |
|                               | 유류비 비중 | 34.2%   | 31.9%   | 32.9%   | 30.6%   | 31.3%   | 24.4%   | 30.0%   | 27.8%   | 28.3%        | 39.3%   |
|                               | 영업이익   | 98.5    | 0.9     | 40.2    | 23.6    | 58.3    | -42.3   | -22.5   | -12.6   | 57.6         | -73.1   |
| 에어부산                          | 매출액    | 272.2   | 235.4   | 250.2   | 248.9   | 249.6   | 171.4   | 176.3   | 235.4   | 257.7        | 235.3   |
|                               | 영업비용   | 201.3   | 217.3   | 212.7   | 229.2   | 209.4   | 182.5   | 204.8   | 240.4   | 227.3        | 270.8   |
|                               | 연료유류비  | 59.2    | 63.1    | 64.8    | 60.9    | 60.7    | 44.5    | 53.9    | 66.1    | 61.2         | 111.1   |
|                               | 유류비 비중 | 29.4%   | 29.0%   | 30.5%   | 26.6%   | 29.0%   | 24.4%   | 26.3%   | 27.5%   | 26.9%        | 41.0%   |
|                               | 영업이익   | 70.9    | 18.1    | 37.5    | 19.8    | 40.2    | -11.1   | -28.5   | -5.0    | 30.4         | -35.5   |
| 제주항공                          | 매출액    | 539.2   | 427.9   | 460.2   | 429.0   | 365.1   | 315.4   | 370.4   | 449.1   | 498.2        | 441.7   |
|                               | 영업비용   | 464.2   | 437.4   | 420.7   | 473.9   | 400.8   | 360.4   | 430.3   | 434.6   | 433.8        | 494.2   |
|                               | 연료유류비  | 148.7   | 143.7   | 142.5   | 129.7   | 124.2   | 102.5   | 124.4   | 123.3   | 122.4        | 200.7   |
|                               | 유류비 비중 | 32.0%   | 32.9%   | 33.9%   | 27.4%   | 31.0%   | 28.4%   | 28.9%   | 28.4%   | 28.2%        | 40.6%   |
|                               | 영업이익   | 75.1    | -9.5    | 39.5    | -45.0   | -35.7   | -45.0   | -59.9   | 14.5    | 64.4         | -52.4   |
| 트리니티항공                        | 매출액    | 423.0   | 326.0   | 395.0   | 393.3   | 446.8   | 378.0   | 449.9   | 524.1   | 612.2        | 469.8   |
|                               | 영업비용   | 347.8   | 348.0   | 402.2   | 454.1   | 483.5   | 457.0   | 546.4   | 581.0   | 592.3        | 652.4   |
|                               | 연료유류비  | 119.7   | 115.5   | 135.9   | 140.5   | 161.6   | 144.5   | 174.3   | 180.2   | 180.0        | 287.5   |
|                               | 유류비 비중 | 34.4%   | 33.2%   | 33.8%   | 30.9%   | 33.4%   | 31.6%   | 31.9%   | 31.0%   | 30.4%        | 44.1%   |
|                               | 영업이익   | 75.3    | -22.0   | -7.2    | -60.9   | -36.7   | -79.0   | -96.6   | -57.0   | 20.0         | -182.6  |

주: 기업별 별도 재무제표 기준

자료: 각 사, 전자공시시스템, 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



## 하반기 유류비 부담 완화 전망 2Q26보다 개선된 유가 그리고 환율 [한화리서치센터]

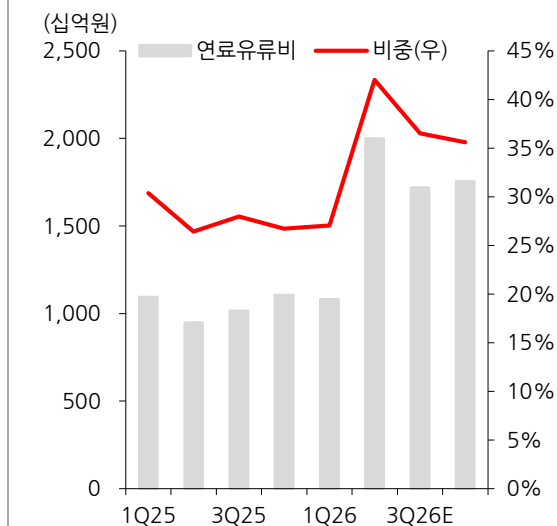
### ❖ 3Q26 유가 및 환율 모두 2Q26대비 우호적

- 항공유 분기 평균 가격 2Q26 \$160.4 → 3Q26 \$157.5  
(1mth lagging 기준 2Q26 \$182.9 → 3Q26 \$158.5)
- 1달러 환율 분기 평균 2Q26 1,501.9원 → 3Q26 1,474.8원

### ❖ 유가 및 환율 부담 완화에 따라 3Q26 주요 항공사 유류비 부담도 QoQ 크게 완화 추정

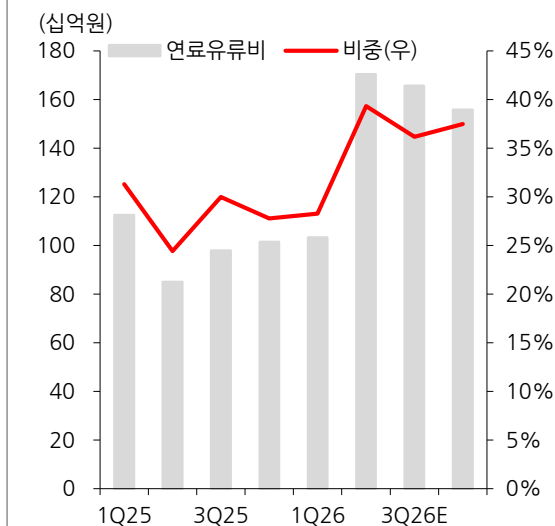
- 대한항공 1조 7,197억원, 영업비용 37%
- 진에어 1,656억원, 영업비용 36%
- 제주항공 1,993억원, 영업비용 38%

대한항공 3Q26 연료유류비 추정



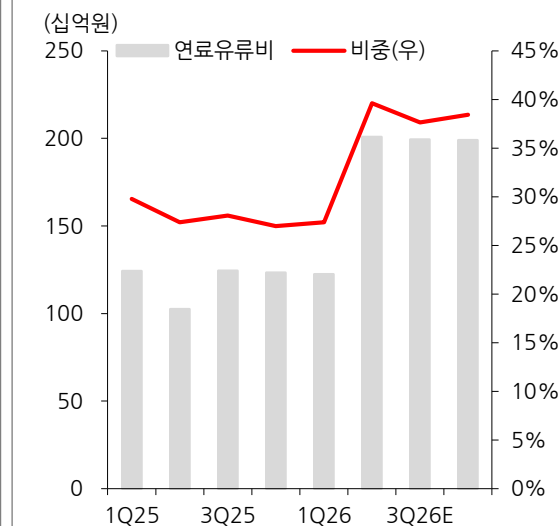
주: 대한항공 별도 재무제표 기준  
자료: 전자공시시스템, 대한항공, 한화투자증권 리서치센터 추정

진에어 3Q26 연료유류비 추정



자료: 전자공시시스템, 진에어, 한화투자증권 리서치센터 추정

제주항공 3Q26 연료유류비 추정



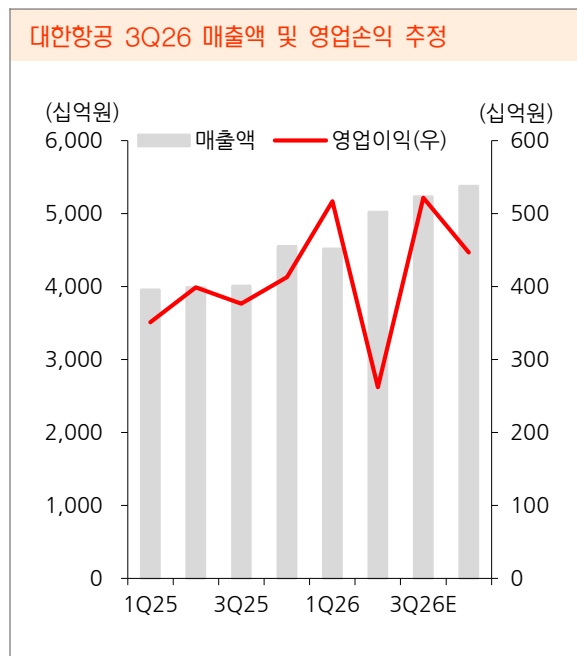
주: 제주항공 별도 재무제표 기준  
자료: 전자공시시스템, 제주항공, 한화투자증권 리서치센터 추정



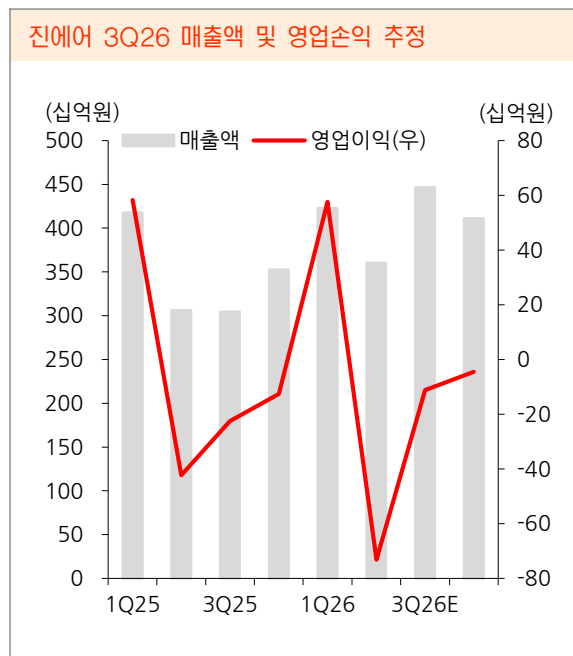
## 3Q26 예상을 상회할 실적 매출 성장 및 비용 축소 시너지 확인

[한화리서치센터]

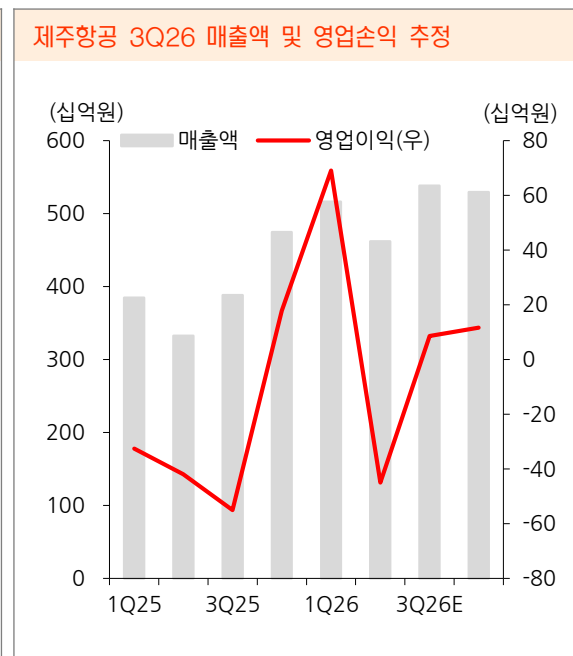
- ❖ 상대적으로 우호적이었던 영업환경 덕에 3Q26 고른 호실적 기대
  - 유가 및 환율 부담 완화에 따른 영업비용 QoQ 축소
  - 여름 성수기 및 9월 추석 연휴 등으로 국제선 여객 전 노선 고른 호조
  - FSC 화물 사업은 여름 휴가 영향 물동량 QoQ 소폭 축소, 다만 IT/화장품 중심의 강한 시황 유지되며 견조한 운임 재확인
- ❖ 대한항공 및 제주항공 영업이익 컨센서스 상회 추정
  - 대한항공: 매출액 5조 2,349억원, 영업이익 5,215억원 추정
  - 진에어: 매출액 4,466억원, 영업손실 -111억원 추정
  - 제주항공: 매출액 5,380억원, 영업이익 86억원 추정



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



자료: 전자공시시스템, 진에어, 한화투자증권 리서치센터 추정



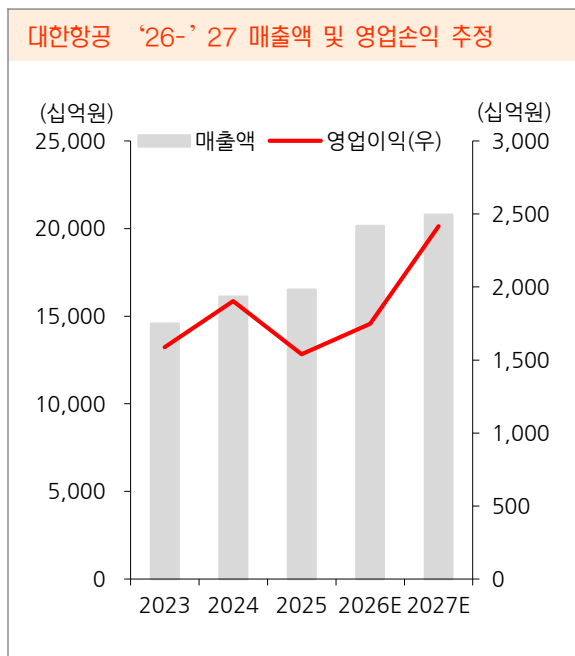
자료: 전자공시시스템, 제주항공, 한화투자증권 리서치센터 추정



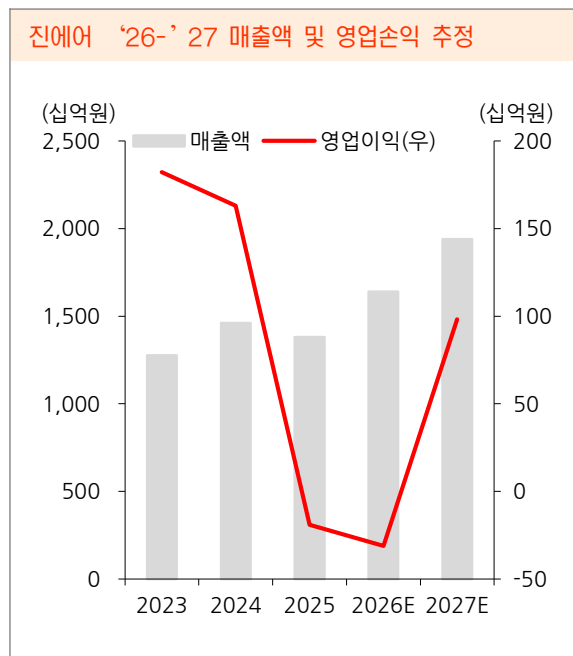
## 2027, 크게 다르지 않을 것 매출 성장에 따른 이익 레버리지

[한화리서치센터]

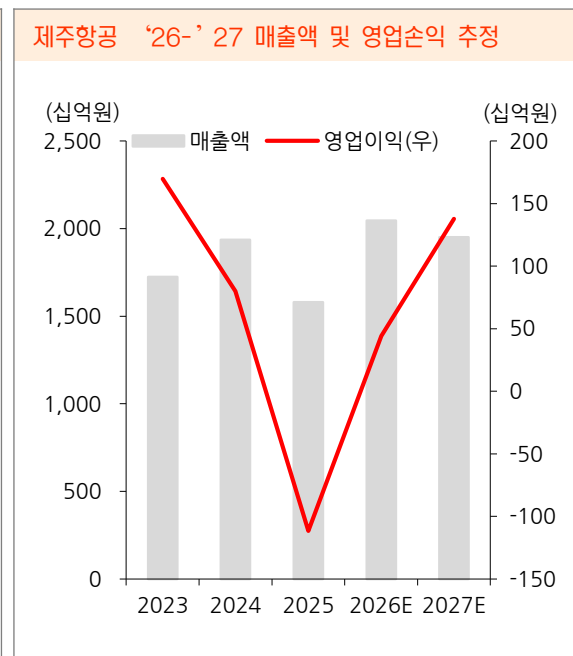
- ❖ '27년, 매출 성장 및 비용 축소에 따른 영업이익 레버리지 본격화 전망
  - 견조한 인바운드 및 아웃바운드 수요는 국제선 여객 수요의 구조적 성장으로 연결
  - 매출 성장하는 가운데, 유가 및 환율 안정화로 비용 부담 YoY 축소
  - 대한항공은 통합 시너지가 매출 성장 및 비용 축소로 확인될 전망
  - 제주항공은 일본 노선 확대 및 지속된 비용 절감 노력이 영업이익 성장으로 연결될 전망



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



자료: 전자공시시스템, 진에어, 한화투자증권 리서치센터 추정



자료: 전자공시시스템, 제주항공, 한화투자증권 리서치센터 추정

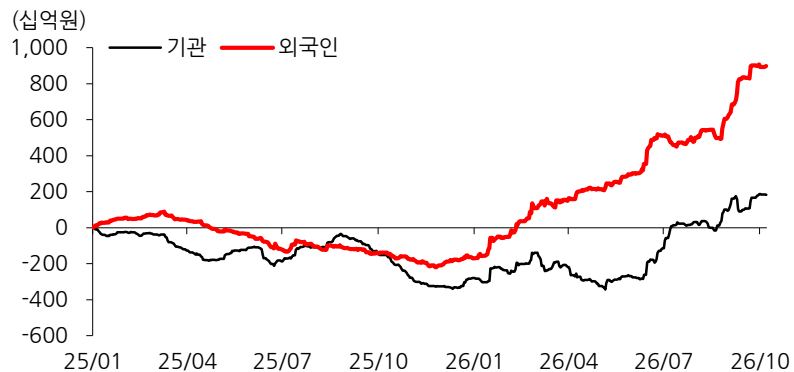


## 항공 투자전략 3Q26 호실적이 본격 주가 반등의 트리거

[한화리서치센터]

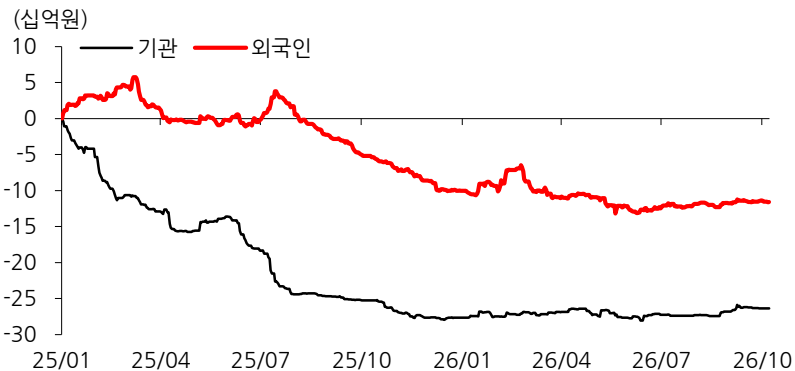
- ❖ '26, 중동 전쟁에 따른 실적 부진 및 非 IT 섹터 소외
  - 1Q26 견조한 여객 수요에 따른 호실적으로 일시적 훈풍
  - 2Q26 중동 전쟁에 따른 고유가 고환율 및 내국인 아웃바운드 정체로 실적 부진, 주가 약세
  - 3Q26 환율 및 유가 안정화 수혜주. 대한항공은 통합 기대감이 외국인 투자자 사이에서 커지며 주가도 강세
- ❖ 3Q26 실적 서프라이즈가 본격 반등의 시작
  - 대한항공은 업종 내 이미 상대적으로 좋은 주가 흐름. 통합 시너지 '27 실적부터 본격 확인되면서 주가 강세 지속 전망
  - 제주항공 3Q26 실적 서프라이즈 시작으로 주가 반등 기대. 외부 변수와 무관하게 견조했던 국제선 여객 수요와 3Q26 호실적은 '27 실적 성장 확산 및 주가 반등 트리거로 작용할 전망

대한항공 '25년~ 외인 및 기관 수급



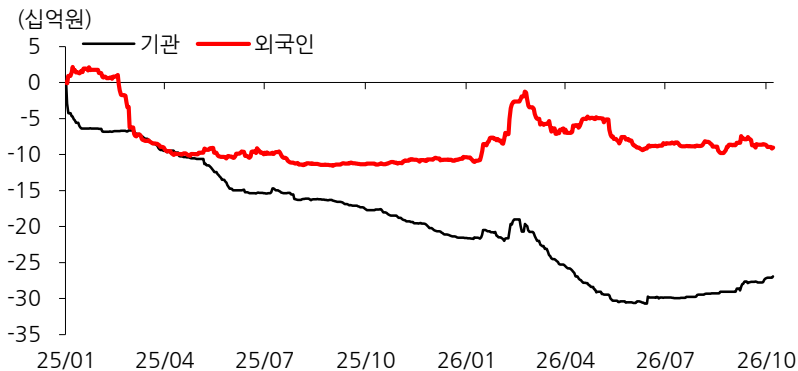
자료: Quanti Wise, 한화투자증권 리서치센터

제주항공 '25년~ 외인 및 기관 수급



자료: Quanti Wise, 한화투자증권 리서치센터

진에어 '25년~ 외인 및 기관 수급



자료: Quanti Wise, 한화투자증권 리서치센터

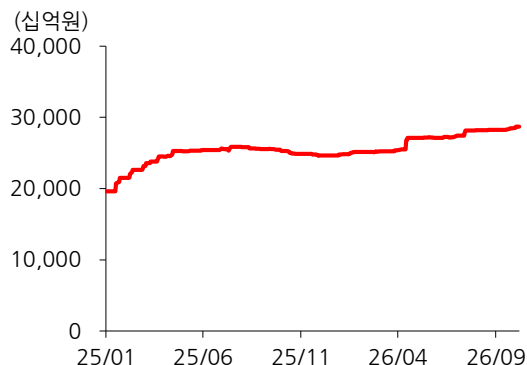


# 항공 투자전략 3Q26 호실적이 본격 주가 반등의 트리거

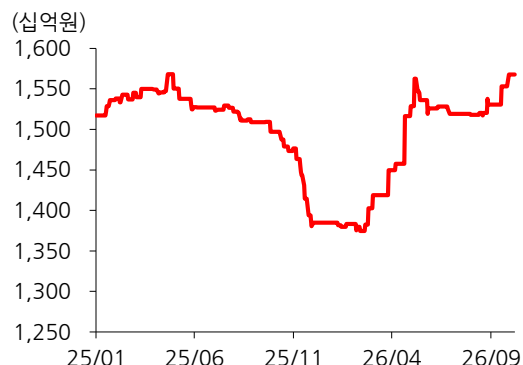
[한화리서치센터]

## 항공 '26년 컨센서스 추이

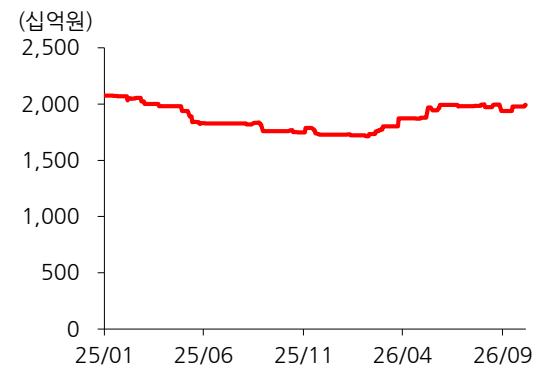
대한항공 매출액 컨센서스 추이



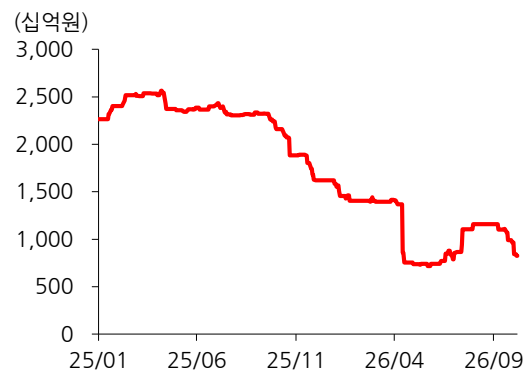
진에어 매출액 컨센서스 추이



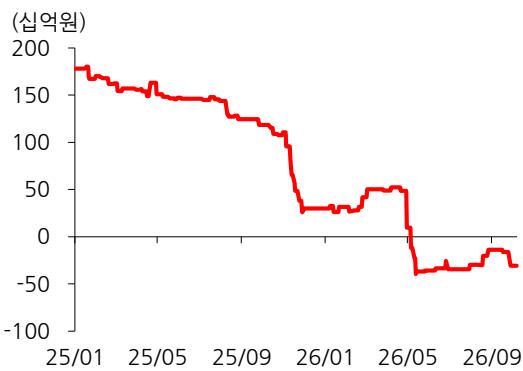
제주항공 매출액 컨센서스 추이



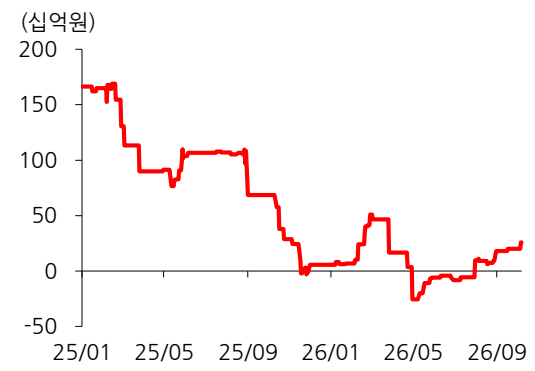
대한항공 영업이익 컨센서스 추이



진에어 영업이익 컨센서스 추이



제주항공 영업이익 컨센서스 추이



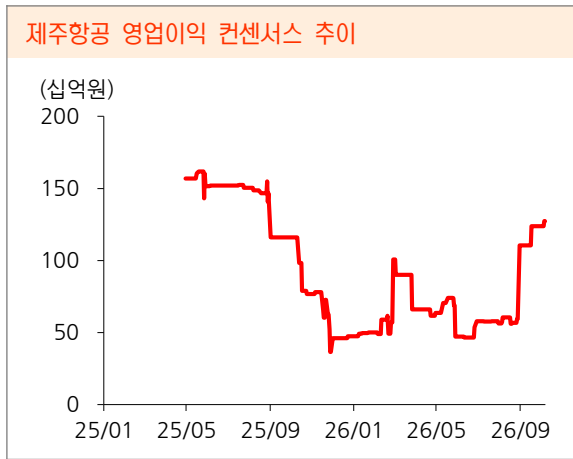
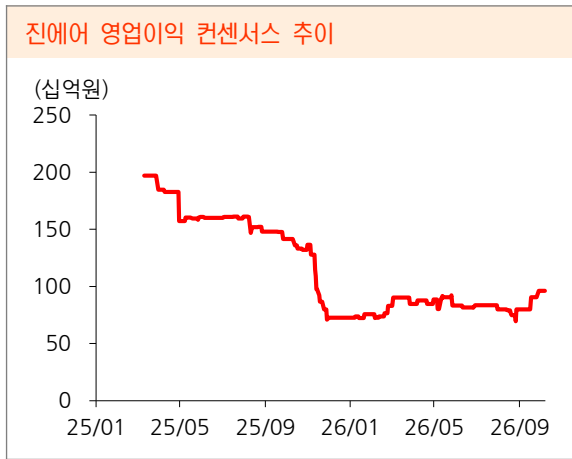
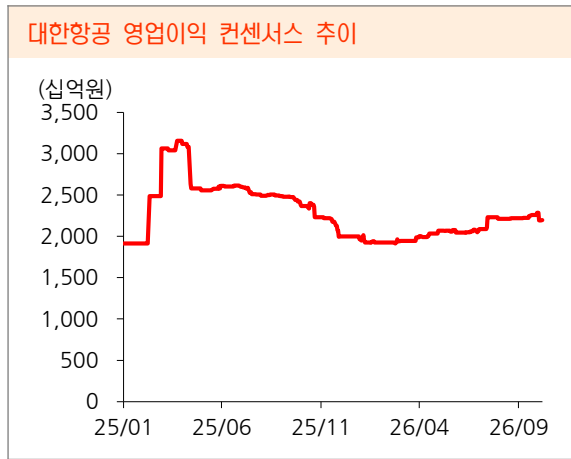
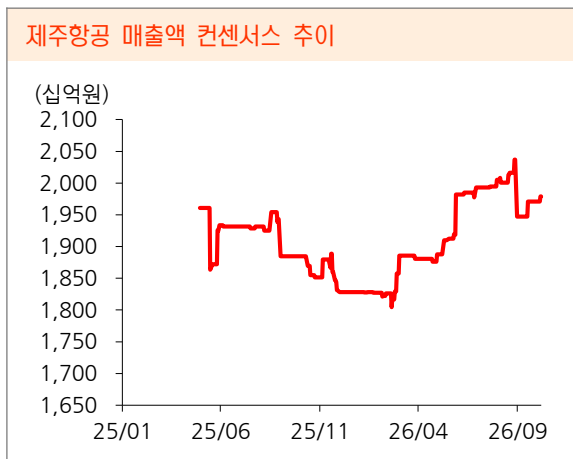
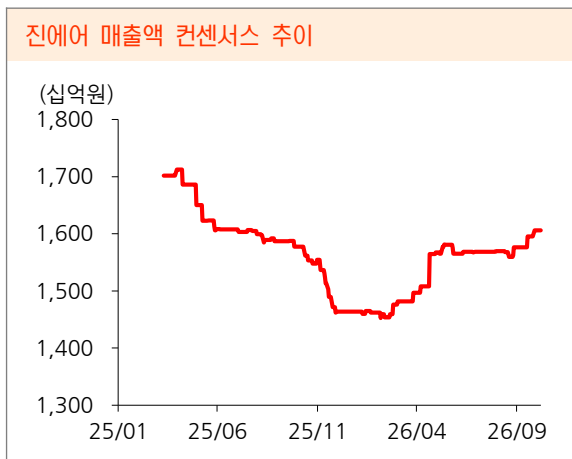
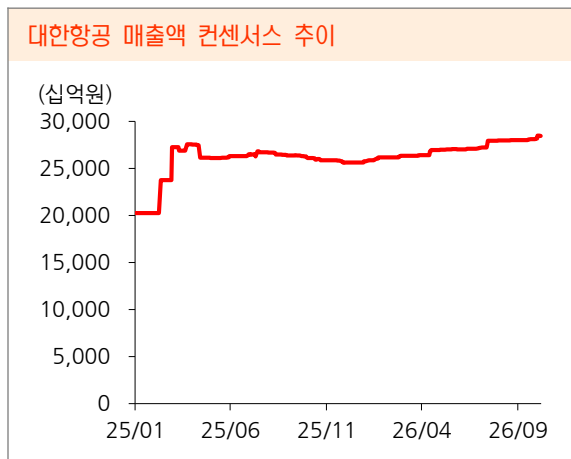
주: 10/7일 기준  
자료: Quanti Wise, 한화투자증권 리서치센터



# 항공 투자전략 3Q26 호실적이 본격 주가 반등의 트리거

[한화리서치센터]

## 항공 '27년 컨센서스 추이



주: 10/7일 기준  
자료: Quanti Wise, 한화투자증권 리서치센터



# IV

## 기업분석

대한항공 | 진에어 | 제주항공



# 대한항공 (003490) 이제 겨우 시작일 뿐

[한화리서치센터]

## Buy (유지)

목표주가(상향): 43,000원

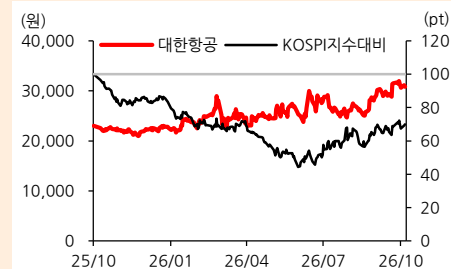
### Stock Data

현재 주가(10/8) 30,700원  
 상승여력 ▲ 40.1%  
 시가총액 113,044억원  
 발행주식수 368,221천주  
 52주 최고가 / 최저가 32,000 / 21,000원  
 90일 일평균 거래대금 757.89억원  
 외국인 지분율 26.3%

### 주주 구성

한진칼 (외 29인) 30.3%  
 국민연금공단 (외 1인) 8.1%  
 대한항공우리사주 (외 1인) 2.3%

### Stock Price



## 3Q26 별도 어닝 서프라이즈 추정. 견조한 여객 화물 + 유류비 down 효과

- 여객, 여름 성수기 맞아 전 노선 호조. 외국인 인바운드 확대 최대 수혜
- 화물, 여름 휴가 등으로 조업일수 감소한 영향 있으나 여전히 견조한 운임 유지
- 2분기 대비 QoQ 유가 및 환율 모두 부담 완화되며 OPM 회복 추정
- 4분기도 견조한 여객 및 화물 시장 예상

## 업종 내 Top Pick. 투자 의견 Buy, 목표주가 43,000원 상향

- 통합 대한항공 출범 이후의 글로벌 경쟁력에 대한 외국인 투자자 관심 高 → 수급이 주가를 끌어올리는 중
- 아시아나항공은 이미 지난해부터 여러가지 비용적인 측면에서 개선되는 모습을 보여주고 있는 상황(조달비용 및 기재 관련 비용 등)
- 유가 및 환율 안정화에 따른 수혜주로 부각될 수 있다는 점도 주가 상승 흐름 장기화에 기여
- 12 fwd P/B 목표 배수 1.5배 부여. 글로벌 주요 FSC 모두 P/B 1.5배 이상에서 거래
- 투자 의견 Buy 유지, 목표주가 43,000원 상향

| 재무정보      | 2023   | 2024   | 2025   | 2026E  | 2027E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액       | 16,112 | 17,871 | 25,226 | 28,730 | 29,808 |
| 영업이익      | 1,790  | 2,110  | 1,114  | 926    | 2,339  |
| EBITDA    | 3,513  | 3,906  | 3,969  | 4,132  | 6,051  |
| 지배주주순이익   | 1,061  | 1,317  | 780    | -413   | 437    |
| EPS       | 2,879  | 3,575  | 2,115  | -1,124 | 1,183  |
| 순차입금      | 4,736  | 12,566 | 16,961 | 18,989 | 18,378 |
| PER       | 8.3    | 8.6    | 14.5   | -27.3  | 26.0   |
| PBR       | 0.9    | 1.1    | 1.0    | 1.1    | 1.1    |
| EV/EBITDA | 3.9    | 6.1    | 7.1    | 7.3    | 4.9    |
| 배당수익률(%)  | 3.1    | 2.4    | 2.4    | 2.4    | 2.4    |
| ROE       | 11.5   | 13.2   | 7.3    | -3.9   | 4.2    |

자료: 한화투자증권 리서치센터



# 대한항공 (003490) 이제 겨우 시작일 뿐

[한화리서치센터]

| 대한항공 별도 기준 분기 및 연간 실적 추정 |               |               |               |               |              |              |              |              |              |              |              |              |
|--------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                          | 2024          | 2025          | 2026E         | 2027E         | 1Q25         | 2Q25         | 3Q25         | 4Q25         | 1Q26         | 2Q26         | 3Q26E        | 4Q26E        |
| <b>매출액</b>               | <b>16,117</b> | <b>16,502</b> | <b>20,142</b> | <b>20,794</b> | <b>3,956</b> | <b>3,986</b> | <b>4,009</b> | <b>4,552</b> | <b>4,515</b> | <b>5,020</b> | <b>5,232</b> | <b>5,375</b> |
| 국내선                      | 473           | 470           | 526           | 526           | 99           | 121          | 122          | 128          | 103          | 120          | 146          | 156          |
| ASK(mn)                  | 2,712         | 2,910         | 2,865         | 2,894         | 614          | 703          | 749          | 844          | 646          | 610          | 756          | 852          |
| RPK(mn)                  | 2,355         | 2,459         | 2,445         | 2,484         | 516          | 621          | 638          | 684          | 546          | 531          | 643          | 725          |
| L/F(%)                   | 86.8%         | 84.5%         | 85.3%         | 85.9%         | 84.0%        | 88.3%        | 85.2%        | 81.0%        | 84.5%        | 87.0%        | 85.0%        | 85.0%        |
| Yield(원/RPK)             | 201           | 191           | 215           | 212           | 192          | 195          | 192          | 187          | 189          | 227          | 227          | 216          |
| 국제선                      | 9,306         | 9,374         | 10,937        | 11,109        | 2,337        | 2,275        | 2,299        | 2,464        | 2,510        | 2,727        | 2,881        | 2,818        |
| ASK(mn)                  | 88,343        | 89,480        | 91,890        | 93,727        | 22,174       | 21,584       | 22,615       | 23,107       | 22,110       | 22,686       | 23,293       | 23,800       |
| RPK(mn)                  | 74,310        | 75,551        | 79,816        | 78,951        | 18,836       | 18,353       | 18,999       | 19,363       | 19,560       | 19,761       | 20,265       | 20,230       |
| L/F(%)                   | 84.1%         | 84.4%         | 86.9%         | 84.2%         | 84.9%        | 85.0%        | 84.0%        | 83.8%        | 88.5%        | 87.1%        | 87.0%        | 85.0%        |
| Yield(원/RPK)             | 125           | 124           | 137           | 141           | 124          | 124          | 121          | 127          | 128          | 138          | 142          | 139          |
| <b>화물</b>                | <b>4,412</b>  | <b>4,409</b>  | <b>5,855</b>  | <b>6,306</b>  | <b>1,054</b> | <b>1,055</b> | <b>1,067</b> | <b>1,233</b> | <b>1,091</b> | <b>1,542</b> | <b>1,515</b> | <b>1,708</b> |
| AFTK(mn)                 | 12,131        | 11,995        | 12,227        | 12,349        | 2,896        | 2,944        | 3,034        | 3,121        | 2,961        | 3,076        | 3,007        | 3,183        |
| FTK(mn)                  | 8,846         | 8,530         | 8,760         | 8,894         | 2,043        | 2,128        | 2,162        | 2,197        | 2,079        | 2,192        | 2,165        | 2,324        |
| L/F(%)                   | 72.9%         | 71.1%         | 71.6%         | 72.0%         | 70.5%        | 72.3%        | 71.3%        | 70.4%        | 70.2%        | 71.3%        | 72.0%        | 73.0%        |
| Yield(원/FTK)             | 499           | 517           | 668           | 709           | 516          | 496          | 493          | 561          | 525          | 703          | 700          | 735          |
| 기타                       | 1,926         | 2,248         | 2,824         | 2,852         | 467          | 534          | 521          | 727          | 811          | 630          | 690          | 693          |
| <b>영업비용</b>              | <b>14,213</b> | <b>14,963</b> | <b>18,395</b> | <b>18,377</b> | <b>3,605</b> | <b>3,587</b> | <b>3,632</b> | <b>4,138</b> | <b>3,998</b> | <b>4,758</b> | <b>4,710</b> | <b>4,928</b> |
| 연료유류비                    | 4,585         | 4,163         | 6,554         | 5,381         | 1,095        | 948          | 1,016        | 1,105        | 1,081        | 1,999        | 1,720        | 1,754        |
| 항공유단가(\$/bbl)            | 95.4          | 86.5          | 149.5         | 125.2         | 90.2         | 81.3         | 86.5         | 87.9         | 122.5        | 160.4        | 152.1        | 162.9        |
| 사용량(kbbbl)               | 31,666        | 30,610        | 30,470        | 31,820        | 7,881        | 7,777        | 8,105        | 6,847        | 7,414        | 7,493        | 7,667        | 7,896        |
| 상각비                      | 1,613         | 1,982         | 2,299         | 2,756         | 463          | 466          | 521          | 532          | 532          | 539          | 589          | 639          |
| 정비비                      | 427           | 593           | 602           | 622           | 180          | 143          | 145          | 124          | 160          | 143          | 155          | 144          |
| 인건비                      | 2,922         | 3,115         | 3,007         | 3,379         | 721          | 780          | 689          | 926          | 714          | 734          | 781          | 778          |
| 기타                       | 4,667         | 5,109         | 5,932         | 6,238         | 1,147        | 1,251        | 1,261        | 1,451        | 1,511        | 1,343        | 1,465        | 1,613        |
| <b>영업이익</b>              | <b>1,903</b>  | <b>1,539</b>  | <b>1,747</b>  | <b>2,417</b>  | <b>351</b>   | <b>399</b>   | <b>376</b>   | <b>413</b>   | <b>517</b>   | <b>262</b>   | <b>522</b>   | <b>447</b>   |
| OPM(%)                   | 11.8%         | 9.3%          | 8.7%          | 11.6%         | 8.9%         | 10.0%        | 9.4%         | 9.1%         | 11.4%        | 5.2%         | 10.0%        | 8.3%         |
| <b>EBITDA</b>            | <b>3,516</b>  | <b>3,521</b>  | <b>4,047</b>  | <b>5,174</b>  | <b>813</b>   | <b>865</b>   | <b>898</b>   | <b>945</b>   | <b>1,049</b> | <b>801</b>   | <b>1,111</b> | <b>1,086</b> |
| EBITDAM(%)               | 21.8%         | 21.3%         | 20.1%         | 24.9%         | 20.6%        | 21.7%        | 22.4%        | 20.8%        | 23.2%        | 16.0%        | 21.2%        | 20.2%        |

자료: 대한항공, 한화투자증권 리서치센터 추정



# 대한항공 (003490) 이제 겨우 시작일 뿐

[한화리서치센터]

| 대한항공 연결 기준 분기 및 연간 실적 추정 |        |        |        |        |       |       |       |       |       |       |       |       |
|--------------------------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                          | 2024   | 2025   | 2026E  | 2027E  | 1Q25  | 2Q25  | 3Q25  | 4Q25  | 1Q26  | 2Q26  | 3Q26E | 4Q26E |
| 매출액                      | 17,871 | 25,226 | 28,730 | 29,808 | 6,492 | 6,211 | 6,027 | 6,496 | 6,658 | 7,230 | 7,458 | 7,384 |
| 항공운송                     | 17,629 | 24,960 | 28,468 | 29,277 | 6,445 | 6,161 | 5,963 | 6,391 | 6,541 | 7,191 | 7,412 | 7,324 |
| KAL                      | 15,524 | 15,722 | 19,228 | 19,746 | 3,821 | 3,823 | 3,834 | 4,243 | 4,263 | 4,810 | 5,011 | 5,144 |
| OZ+PUS+ASV               |        | 7,319  | 6,952  | 6,910  | 2,083 | 1,914 | 1,701 | 1,621 | 1,710 | 1,854 | 1,787 | 1,601 |
| LJ                       | 1,461  | 1,381  | 1,641  | 1,940  | 418   | 306   | 304   | 353   | 423   | 360   | 447   | 411   |
| 기타                       | 644    | 537    | 647    | 681    | 124   | 118   | 123   | 173   | 145   | 167   | 167   | 168   |
| 항공우주                     | 593    | 780    | 915    | 1,048  | 135   | 162   | 174   | 308   | 252   | 210   | 221   | 232   |
| 호텔                       | 183    | 199    | 213    | 214    | 48    | 50    | 49    | 52    | 57    | 54    | 50    | 53    |
| 기타                       | 231    | 421    | 377    | 369    | 85    | 89    | 99    | 147   | 101   | 92    | 92    | 92    |
| 연결조정                     | -765   | -1,134 | -1,243 | -1,100 | -221  | -252  | -258  | -403  | -293  | -317  | -317  | -317  |
| 영업비용                     | 15,761 | 24,112 | 27,804 | 27,469 | 6,061 | 5,841 | 5,869 | 6,341 | 6,141 | 7,437 | 7,115 | 7,111 |
| KAL 별도                   | 14,213 | 14,963 | 18,395 | 18,377 | 3,605 | 3,587 | 3,632 | 4,138 | 3,998 | 4,758 | 4,710 | 4,928 |
| OZ 연결                    |        | 7,612  | 7,557  | 7,069  | 2,019 | 1,894 | 1,879 | 1,820 | 1,733 | 2,200 | 1,902 | 1,722 |
| LJ 별도                    | 1,295  | 1,400  | 1,672  | 1,842  | 360   | 348   | 327   | 365   | 365   | 433   | 458   | 416   |
| 기타법인인 및 조정               | 253    | 137    | 180    | 181    | 77    | 11    | 31    | 17    | 44    | 45    | 45    | 45    |
| 영업이익                     | 2,110  | 1,114  | 926    | 2,339  | 431   | 370   | 158   | 155   | 517.4 | -207  | 343   | 273   |
| OPM(%)                   | 11.8%  | 4.4%   | 3.2%   | 7.8%   | 6.6%  | 6.0%  | 2.6%  | 2.4%  | 7.8%  | -2.9% | 4.6%  | 3.7%  |
| EBITDA                   | 3,906  | 3,969  | 4,132  | 6,051  | 1,152 | 1,042 | 886   | 888   | 1,261 | 560   | 1,166 | 1,146 |
| EBITDAM(%)               | 21.9%  | 15.7%  | 14.4%  | 20.3%  | 17.8% | 16.8% | 14.7% | 13.7% | 18.9% | 7.7%  | 15.6% | 15.5% |

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 | 28,730 | 29,808 |
| 매출총이익     | 3,261  | 3,758  | 3,675  | 4,623  | 6,101  |
| 영업이익      | 1,790  | 2,110  | 1,114  | 926    | 2,339  |
| EBITDA    | 3,513  | 3,906  | 3,969  | 4,132  | 6,051  |
| 순이자손익     | -224   | -226   | -550   | -637   | -645   |
| 외화관련손익    | -38    | -394   | -35    | -1,577 | -1,446 |
| 지분법손익     | 0      | 0      | 13     | 10     | 0      |
| 세전계속사업손익  | 1,576  | 1,836  | 823    | -901   | 638    |
| 당기순이익     | 1,129  | 1,382  | 647    | -726   | 474    |
| 지배주주순이익   | 1,061  | 1,317  | 780    | -413   | 437    |
| 증가율(%)    |        |        |        |        |        |
| 매출액       | 14.3   | 10.9   | 41.2   | 13.9   | 3.8    |
| 영업이익      | -36.8  | 17.9   | -47.2  | -16.9  | 152.7  |
| EBITDA    | -21.6  | 11.2   | 1.6    | 4.1    | 46.4   |
| 순이익       | -34.7  | 22.4   | -53.2  | 적전     | 흑전     |
| 이익률(%)    |        |        |        |        |        |
| 매출총이익률    | 20.2   | 21.0   | 14.6   | 16.1   | 20.5   |
| 영업이익률     | 11.1   | 11.8   | 4.4    | 3.2    | 7.8    |
| EBITDA이익률 | 21.8   | 21.9   | 15.7   | 14.4   | 20.3   |
| 세전이익률     | 9.8    | 10.3   | 3.3    | -3.1   | 2.1    |
| 순이익률      | 7.0    | 7.7    | 2.6    | -2.5   | 1.6    |

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

| 12월 결산  | 2023   | 2024   | 2025   | 2026E  | 2027E  |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산    | 8,595  | 11,617 | 9,709  | 10,783 | 10,894 |
| 현금성자산   | 6,238  | 6,902  | 5,569  | 6,305  | 6,316  |
| 매출채권    | 1,138  | 1,590  | 1,576  | 1,930  | 1,963  |
| 재고자산    | 854    | 1,171  | 1,449  | 1,620  | 1,648  |
| 비유동자산   | 21,797 | 35,395 | 40,697 | 42,786 | 42,862 |
| 투자자산    | 2,800  | 3,943  | 4,767  | 5,335  | 5,512  |
| 유형자산    | 18,175 | 28,374 | 32,944 | 34,575 | 34,582 |
| 무형자산    | 824    | 3,077  | 2,986  | 2,876  | 2,768  |
| 자산총계    | 30,392 | 47,012 | 50,406 | 53,569 | 53,756 |
| 유동부채    | 9,410  | 16,973 | 15,081 | 16,368 | 14,896 |
| 매입채무    | 1,814  | 3,465  | 3,435  | 3,801  | 3,867  |
| 유동성이자부채 | 3,758  | 7,276  | 5,689  | 6,145  | 4,345  |
| 비유동부채   | 11,167 | 19,075 | 23,866 | 26,688 | 28,188 |
| 비유동이자부채 | 7,217  | 12,193 | 16,841 | 19,149 | 20,349 |
| 부채총계    | 20,577 | 36,049 | 38,947 | 43,057 | 43,084 |
| 자본금     | 1,847  | 1,847  | 1,847  | 1,847  | 1,847  |
| 자본잉여금   | 4,145  | 4,145  | 4,145  | 4,109  | 4,109  |
| 이익잉여금   | 2,592  | 3,486  | 3,949  | 3,291  | 3,451  |
| 자본조정    | 942    | 995    | 1,013  | 1,013  | 1,013  |
| 자기주식    | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 자본총계    | 9,815  | 10,963 | 11,459 | 10,513 | 10,672 |





# 대한항공 재무제표

[한화리서치센터]

## 현금흐름표

(단위: 십억 원)

| 12월 결산         | 2023   | 2024   | 2025   | 2026E  | 2027E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>영업현금흐름</b>  | 4,092  | 4,559  | 4,075  | 4,337  | 4,676  |
| 당기순이익          | 1,129  | 1,382  | 647    | -726   | 474    |
| 자산상각비          | 1,723  | 1,796  | 2,855  | 3,206  | 3,712  |
| 운전자본증감         | 969    | 412    | -646   | 509    | 227    |
| 매출채권 감소(증가)    | 90     | -93    | 55     | -355   | -34    |
| 재고자산 감소(증가)    | -118   | -99    | -173   | -61    | -28    |
| 매입채무 증가(감소)    | 88     | -10    | 62     | 397    | 67     |
| <b>투자현금흐름</b>  | -2,410 | -871   | -2,340 | -3,306 | -3,924 |
| 유형자산처분(취득)     | -1,901 | -2,878 | -4,156 | -3,939 | -3,601 |
| 무형자산 감소(증가)    | -8     | -12    | -7     | -5     | -10    |
| 투자자산 감소(증가)    | -532   | 1,497  | 840    | 607    | -136   |
| <b>재무현금흐름</b>  | -2,085 | -2,163 | -2,137 | 26     | -877   |
| 차입금의 증가(감소)    | -1,201 | -1,341 | -1,223 | 773    | -600   |
| 자본의 증가(감소)     | -282   | -278   | -289   | -277   | -277   |
| 배당금의 지급        | -282   | -278   | -289   | -277   | -277   |
| <b>총현금흐름</b>   | 3,781  | 4,171  | 4,885  | 3,911  | 4,448  |
| (-)운전자본증가(감소)  | -529   | -1,688 | -270   | -493   | -227   |
| (-)설비투자        | 1,909  | 2,894  | 4,289  | 3,955  | 3,601  |
| (+)자산매각        | -1     | 4      | 127    | 11     | -10    |
| Free Cash Flow | 2,401  | 2,969  | 992    | 460    | 1,065  |
| (-)기타투자        | -472   | 754    | -66    | -48    | 177    |
| 잉여현금           | 2,873  | 2,215  | 1,059  | 507    | 888    |
| <b>NOPLAT</b>  | 1,283  | 1,588  | 875    | 671    | 1,735  |
| (+) Dep        | 1,723  | 1,796  | 2,855  | 3,206  | 3,712  |
| (-)운전자본투자      | -529   | -1,688 | -270   | -493   | -227   |
| (-)Capex       | 1,909  | 2,894  | 4,289  | 3,955  | 3,601  |
| OpFCF          | 1,627  | 2,178  | -289   | 415    | 2,073  |

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  | -1,124 | 1,183  |
| BPS                   | 25,793 | 28,356 | 29,659 | 27,780 | 28,211 |
| DPS                   | 750    | 750    | 750    | 750    | 750    |
| CFPS                  | 10,238 | 11,295 | 13,226 | 10,590 | 12,045 |
| ROA(%)                | 3.6    | 3.4    | 1.6    | -0.8   | 0.8    |
| ROE(%)                | 11.5   | 13.2   | 7.3    | -3.9   | 4.2    |
| ROIC(%)               | 9.2    | 8.6    | 3.5    | 2.4    | 6.1    |
| <b>Multiples(x,%)</b> |        |        |        |        |        |
| PER                   | 8.3    | 8.6    | 14.5   | -27.3  | 26.0   |
| PBR                   | 0.9    | 1.1    | 1.0    | 1.1    | 1.1    |
| PSR                   | 0.5    | 0.6    | 0.4    | 0.4    | 0.4    |
| PCR                   | 2.3    | 2.7    | 2.3    | 2.9    | 2.5    |
| EV/EBITDA             | 3.9    | 6.1    | 7.1    | 7.3    | 4.9    |
| 배당수익률                 | 3.1    | 2.4    | 2.4    | 2.4    | 2.4    |
| <b>안정성(%)</b>         |        |        |        |        |        |
| 부채비율                  | 209.6  | 328.8  | 339.9  | 409.6  | 403.7  |
| Net debt/Equity       | 48.3   | 114.6  | 148.0  | 180.6  | 172.2  |
| Net debt/EBITDA       | 134.8  | 321.7  | 427.4  | 459.6  | 303.7  |
| 유동비율                  | 91.3   | 68.4   | 64.4   | 65.9   | 73.1   |
| 이자보상배율(배)             | 3.4    | 4.1    | 1.4    | 1.0    | 2.6    |
| <b>자산구조(%)</b>        |        |        |        |        |        |
| 투하자본                  | 60.8   | 68.0   | 72.7   | 71.0   | 70.4   |
| 현금+투자자산               | 39.2   | 32.0   | 27.3   | 29.0   | 29.6   |
| <b>자본구조(%)</b>        |        |        |        |        |        |
| 차입금                   | 52.8   | 64.0   | 66.3   | 70.6   | 69.8   |
| 자기자본                  | 47.2   | 36.0   | 33.7   | 29.4   | 30.2   |





# 진에어 [272450] 단기 실적보다는 시선을 멀리

[한화리서치센터]

## Buy (유지)

목표주가(유지): 7,500원

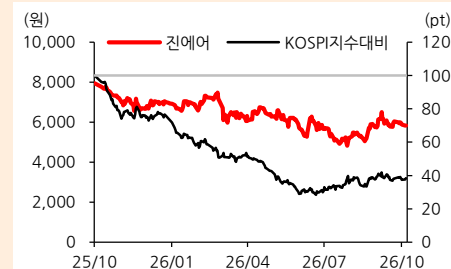
### Stock Data

|               |                |
|---------------|----------------|
| 현재 주가(10/8)   | 5,800원         |
| 상승여력          | ▲ 29.3%        |
| 시가총액          | 3,028억원        |
| 발행주식수         | 52,200천주       |
| 52주 최고가 / 최저가 | 7,940 / 4,815원 |
| 90일 일평균 거래대금  | 5.19억원         |
| 외국인 지분율       | 1.2%           |

### 주주 구성

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

### Stock Price



### 3Q26 영업 적자 폭 축소 추정

- 여객 호조 및 유가/환율 안정화 영향으로 2분기 대비 3분기 영업 적자 폭 축소된 것으로 추정
- 경쟁사 대비 일본 노선 점유율 낮은 영향, 3분기 레버리지 효과는 덜했을 것
- 4분기 연유 효과 및 동남아 노선 계절성 반영되며 2분기보다 나은 실적 예상
- 에어부산 및 에어서울 통합시 단순 외형 비교 기준 OZ 이상의 체급. 거대 LCC로 점진적 M/S 상승 전망

### 투자 의견 Buy 유지, 목표주가 7,500원 유지

- 유가 및 환율 안정화됨에 따라 점진적 실적 개선 전망
- 강한 여객 수요에 대한 수혜 여타 LCC와 마찬가지로 예상
- 에어서울 및 에어부산 통합에 따른 비용 영업단에 반영되며(과거 대한항공 사례와 유사 전망) 단기 실적 부담 있을 것
- 목표 P/B 1.4배 부여. 목표주가 7,500원 유지

| 재무정보      | 2023  | 2024  | 2025  | 2026E  | 2027E |
|-----------|-------|-------|-------|--------|-------|
| 매출액       | 1,277 | 1,461 | 1,381 | 1,641  | 1,940 |
| 영업이익      | 182   | 163   | -19   | -31    | 98    |
| EBITDA    | 273   | 261   | 90    | 85     | 221   |
| 지배주주순이익   | 134   | 96    | -10   | -84    | 26    |
| EPS       | 2,564 | 1,834 | -187  | -1,627 | 499   |
| 순차입금      | -85   | -165  | -105  | 8      | -149  |
| PER       | 6.2   | 3.2   | -31.0 | -3.6   | 11.6  |
| PBR       | 5.8   | 1.3   | 1.3   | 2.2    | 1.8   |
| EV/EBITDA | 2.8   | 0.5   | 2.2   | 3.6    | 0.7   |
| 배당수익률(%)  | n/a   | n/a   | n/a   | n/a    | n/a   |
| ROE       | 112.5 | 51.2  | -4.3  | -46.0  | 16.8  |

자료: 한화투자증권 리서치센터



# 진에어 [272450] 단기 실적보다는 시선을 멀리

[한화리서치센터]

| 진에어 분기 및 연간 실적 추정 |        |        |        |        |       |        |       |       |       |        |       |       |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
|                   | 2024   | 2025   | 2026E  | 2027E  | 1Q25  | 2Q25   | 3Q25  | 4Q25  | 1Q26  | 2Q26   | 3Q26E | 4Q26E |
| 매출액               | 1,461  | 1,381  | 1,641  | 1,940  | 418   | 306    | 304   | 353   | 423   | 360    | 447   | 411   |
| 국내선               | 265    | 241    | 247    | 310    | 46    | 62     | 66    | 67    | 51    | 67     | 65    | 64    |
| ASK(mn)           | 1,794  | 1,900  | 1,556  | 2,000  | 378   | 459    | 520   | 543   | 395   | 403    | 379   | 379   |
| RPK(mn)           | 1,544  | 1,596  | 1,323  | 1,720  | 304   | 389    | 439   | 464   | 328   | 343    | 326   | 326   |
| L/F(%)            | 86%    | 84%    | 85%    | 86%    | 80%   | 85%    | 84%   | 85%   | 83%   | 85%    | 86%   | 86%   |
| Yield(원/RPK)      | 172    | 151    | 187    | 180    | 151   | 160    | 150   | 144   | 156   | 196    | 200   | 195   |
| 국제선               | 1,102  | 1,052  | 1,290  | 1,504  | 348   | 223    | 219   | 263   | 349   | 269    | 352   | 321   |
| ASK(mn)           | 12,708 | 12,630 | 12,559 | 14,555 | 3,602 | 2,878  | 3,146 | 3,004 | 3,421 | 2,526  | 3,408 | 3,204 |
| RPK(mn)           | 11,362 | 10,995 | 11,032 | 12,642 | 3,231 | 2,524  | 2,698 | 2,542 | 3,014 | 2,199  | 2,999 | 2,820 |
| L/F(%)            | 89%    | 87%    | 88%    | 87%    | 90%   | 88%    | 86%   | 85%   | 88%   | 87%    | 88%   | 88%   |
| Yield(원/RPK)      | 97     | 96     | 117    | 119    | 108   | 88     | 81    | 103   | 116   | 122    | 117   | 114   |
| 기타                | 94     | 88     | 103    | 126    | 24    | 21     | 20    | 23    | 23    | 24     | 29    | 27    |
| 영업비용              | 1,298  | 1,400  | 1,672  | 1,842  | 360   | 348    | 327   | 365   | 365   | 433    | 458   | 416   |
| 연료유류비             | 421    | 397    | 595    | 582    | 112   | 85     | 98    | 101   | 103   | 170    | 166   | 156   |
| 항공유단가(\$/bbl)     | 95.4   | 86.5   | 149.5  | 125.2  | 90.2  | 81.3   | 86.5  | 87.9  | 122.5 | 160.4  | 152.1 | 162.9 |
| 사용량(kbbl)         | 2,893  | 2,857  | 2,767  | 3,269  | 775   | 673    | 746   | 664   | 739   | 589    | 738   | 701   |
| 상각비               | 97     | 109    | 129    | 161    | 27    | 26     | 28    | 27    | 29    | 29     | 35    | 35    |
| 정비비               | 181    | 245    | 273    | 267    | 54    | 74     | 48    | 69    | 60    | 70     | 77    | 65    |
| 인건비               | 228    | 244    | 255    | 289    | 63    | 65     | 53    | 63    | 64    | 67     | 63    | 61    |
| 기타                | 371    | 406    | 421    | 543    | 103   | 99     | 100   | 105   | 110   | 96     | 116   | 99    |
| 영업이익              | 163    | -19    | -31    | 98     | 58    | -42    | -23   | -13   | 58    | -73    | -11   | -5    |
| OP M-(%)          | 11.2%  | -1.4%  | -1.9%  | 5.1%   | 13.9% | -13.8% | -7.4% | -3.6% | 13.6% | -20.3% | -2.5% | -1.1% |
| EBITDA            | 261    | 90     | 97     | 259    | 86    | -16    | 5     | 15    | 86    | -44    | 24    | 31    |
| EBITDA M-(%)      | 17.8%  | 6.5%   | 5.9%   | 13.4%  | 20.5% | -5.2%  | 1.7%  | 4.2%  | 20.4% | -12.2% | 5.4%  | 7.5%  |

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 | 1,641 | 1,940 |
| 매출총이익     | 280   | 282   | 103   | 215   | 367   |
| 영업이익      | 182   | 163   | -19   | -31   | 98    |
| EBITDA    | 273   | 261   | 90    | 85    | 221   |
| 순이자손익     | -5    | -1    | -8    | -18   | -19   |
| 외화관련손익    | -4    | -39   | 6     | -27   | 0     |
| 지분법손익     | 0     | 0     | 0     | 1     | 0     |
| 세전계속사업손익  | 174   | 123   | -20   | -99   | 32    |
| 당기순이익     | 134   | 96    | -10   | -84   | 26    |
| 지배주주순이익   | 134   | 96    | -10   | -84   | 26    |
| 증가율(%)    |       |       |       |       |       |
| 매출액       | 115.2 | 14.4  | -5.5  | 18.8  | 18.2  |
| 영업이익      | 흑전    | -10.5 | 적전    | 적지    | 흑전    |
| EBITDA    | 800.8 | -4.5  | -65.6 | -4.8  | 158.5 |
| 순이익       | 흑전    | -28.5 | 적전    | 적지    | 흑전    |
| 이익률(%)    |       |       |       |       |       |
| 매출총이익률    | 21.9  | 19.3  | 7.5   | 13.1  | 18.9  |
| 영업이익률     | 14.3  | 11.2  | -1.4  | -1.9  | 5.1   |
| EBITDA이익률 | 21.4  | 17.8  | 6.5   | 5.2   | 11.4  |
| 세전이익률     | 13.6  | 8.4   | -1.4  | -6.0  | 1.7   |
| 순이익률      | 10.5  | 6.5   | -0.7  | -5.1  | 1.3   |

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

| 12월 결산  | 2023 | 2024  | 2025  | 2026E | 2027E |
|---------|------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산    | 492  | 681   | 626   | 672   | 837   |
| 현금성자산   | 418  | 592   | 508   | 538   | 695   |
| 매출채권    | 50   | 56    | 46    | 70    | 74    |
| 재고자산    | 2    | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 비유동자산   | 460  | 546   | 549   | 622   | 513   |
| 투자자산    | 457  | 542   | 521   | 635   | 629   |
| 유형자산    | 1    | 1     | 24    | -21   | -129  |
| 무형자산    | 3    | 3     | 4     | 8     | 13    |
| 자산총계    | 952  | 1,227 | 1,174 | 1,294 | 1,349 |
| 유동부채    | 487  | 583   | 556   | 699   | 724   |
| 매입채무    | 159  | 160   | 181   | 202   | 215   |
| 유동성이자부채 | 102  | 106   | 83    | 198   | 198   |
| 비유동부채   | 323  | 413   | 394   | 455   | 459   |
| 비유동이자부채 | 232  | 321   | 319   | 348   | 348   |
| 부채총계    | 809  | 996   | 950   | 1,154 | 1,184 |
| 자본금     | 52   | 52    | 52    | 52    | 52    |
| 자본잉여금   | 296  | 296   | 96    | 96    | 96    |
| 이익잉여금   | -195 | -107  | 86    | 2     | 28    |
| 자본조정    | -11  | -10   | -10   | -10   | -10   |
| 자기주식    | -10  | -10   | -10   | -10   | -10   |
| 자본총계    | 143  | 231   | 224   | 140   | 166   |





# 진에어 재무제표

[한화리서치센터]

## 현금흐름표

(단위: 십억 원)

| 12월 결산         | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E |
|----------------|------|------|------|-------|-------|
| <b>영업현금흐름</b>  | 417  | 329  | 80   | 103   | 170   |
| 당기순이익          | 134  | 96   | -10  | -84   | 26    |
| 자산상각비          | 91   | 97   | 109  | 117   | 123   |
| 운전자본증감         | 59   | -53  | -145 | -47   | 18    |
| 매출채권 감소(증가)    | -7   | -2   | 8    | -26   | -4    |
| 재고자산 감소(증가)    | 0    | 1    | 0    | 0     | 0     |
| 매입채무 증가(감소)    | 9    | -2   | 0    | 13    | 13    |
| <b>투자현금흐름</b>  | -219 | -113 | -28  | -6    | -32   |
| 유형자산처분(취득)     | -1   | 0    | -19  | -17   | -13   |
| 무형자산 감소(증가)    | -2   | -1   | -1   | -5    | -6    |
| 투자자산 감소(증가)    | -222 | -102 | -2   | -2    | -19   |
| <b>재무현금흐름</b>  | -224 | -131 | -144 | -72   | 0     |
| 차입금의 증가(감소)    | -139 | -109 | -114 | -55   | 0     |
| 자본의 증가(감소)     | -5   | 0    | 0    | 0     | 0     |
| 배당금의 지급        | -5   | 0    | 0    | 0     | 0     |
| <b>총현금흐름</b>   | 355  | 375  | 215  | 136   | 152   |
| (-)운전자본증가(감소)  | -106 | -76  | 33   | -13   | -18   |
| (-)설비투자        | 1    | 0    | 19   | 17    | 13    |
| (+)자산매각        | -2   | -1   | -1   | -5    | -6    |
| Free Cash Flow | 459  | 450  | 161  | 126   | 151   |
| (-)기타투자        | 42   | 139  | 118  | 41    | -7    |
| 잉여현금           | 417  | 311  | 43   | 85    | 158   |
| <b>NOPLAT</b>  | 140  | 127  | -14  | -23   | 79    |
| (+) Dep        | 91   | 97   | 109  | 117   | 123   |
| (-)운전자본투자      | -106 | -76  | 33   | -13   | -18   |
| (-)Capex       | 1    | 0    | 19   | 17    | 13    |
| OpFCF          | 336  | 301  | 43   | 89    | 206   |

주: IFRS 연결 기준

## 주요지표

(단위: 원, 배)

| 12월 결산                | 2023  | 2024  | 2025   | 2026E  | 2027E |
|-----------------------|-------|-------|--------|--------|-------|
| <b>주당지표</b>           |       |       |        |        |       |
| EPS                   | 2,564 | 1,834 | -187   | -1,627 | 499   |
| BPS                   | 2,739 | 4,430 | 4,300  | 2,686  | 3,178 |
| DPS                   | 0     | 0     | 0      | 0      | 0     |
| CFPS                  | 6,807 | 7,189 | 4,110  | 2,603  | 2,918 |
| ROA(%)                | 15.7  | 8.8   | -0.8   | -6.8   | 1.9   |
| ROE(%)                | 112.5 | 51.2  | -4.3   | -46.0  | 16.8  |
| ROIC(%)               | 89.7  | 270.0 | -18.6  | -17.9  | 101.8 |
| <b>Multiples(x,%)</b> |       |       |        |        |       |
| PER                   | 6.2   | 3.2   | -31.0  | -3.6   | 11.6  |
| PBR                   | 5.8   | 1.3   | 1.3    | 2.2    | 1.8   |
| PSR                   | 0.7   | 0.2   | 0.2    | 0.2    | 0.2   |
| PCR                   | 2.4   | 0.8   | 1.4    | 2.2    | 2.0   |
| EV/EBITDA             | 2.8   | 0.5   | 2.2    | 3.6    | 0.7   |
| 배당수익률                 | n/a   | n/a   | n/a    | n/a    | n/a   |
| <b>안정성(%)</b>         |       |       |        |        |       |
| 부채비율                  | 566.0 | 430.6 | 423.2  | 823.3  | 713.4 |
| Net debt/Equity       | -59.5 | -71.2 | -46.9  | 5.8    | -90.1 |
| Net debt/EBITDA       | -31.2 | -63.2 | -117.3 | 9.5    | -67.7 |
| 유동비율                  | 101.1 | 116.8 | 112.6  | 96.1   | 115.5 |
| 이자보상배율(배)             | 10.7  | 7.2   | n/a    | n/a    | 2.6   |
| <b>자산구조(%)</b>        |       |       |        |        |       |
| 투하자본                  | 5.9   | 3.4   | 9.6    | 10.9   | 0.8   |
| 현금+투자자산               | 94.1  | 96.6  | 90.4   | 89.1   | 99.2  |
| <b>자본구조(%)</b>        |       |       |        |        |       |
| 차입금                   | 70.0  | 64.9  | 64.2   | 79.6   | 76.7  |
| 자기자본                  | 30.0  | 35.1  | 35.8   | 20.4   | 23.3  |





# 제주항공 [089590] LCC Top Pick

[한화리서치센터]

## Buy (유지)

목표주가(유지): 6,500원

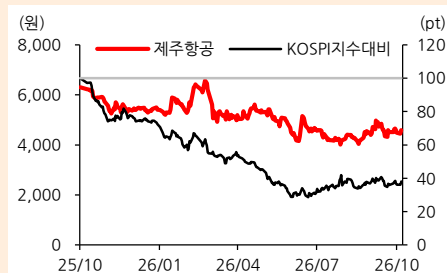
### Stock Data

|               |                |
|---------------|----------------|
| 현재 주가(10/8)   | 4,485원         |
| 상승여력          | ▲ 44.9%        |
| 시가총액          | 3,617억원        |
| 발행주식수         | 80,641천주       |
| 52주 최고가 / 최저가 | 6,580 / 4,015원 |
| 90일 일평균 거래대금  | 7.92억원         |
| 외국인 지분율       | 2.5%           |

### 주주 구성

|                    |       |
|--------------------|-------|
| 에이케이홀딩스<br>(외 5인)  | 53.6% |
| 제주항공우리사주<br>(외 1인) | 1.1%  |
| 자사주 (외 1인)         | 0.1%  |

### Stock Price



## 절치부심이 빛나는 실적. 3Q26 어닝 서프라이즈 추정

- 2Q26, 여타 LCC 대비 가장 선방한 실적을 기록. 이는 그간의 비용 및 노선 효율화 전략 덕
- 3Q26, 전분기와 마찬가지로 여타 LCC 가운데 가장 강한 영업이익 기록 추정
- 일본 노선 호조 및 비용 슬림화에 따른 실적 호조
- 향후에도 노선 포트폴리오에 따른 매출 상승 및 비용 효율화 전략에 따른 영업이익 레버리지 돋보일 전망

## 업종 차선포주, LCC Top Pick

- 국제선 여객 수요의 구조적 성장 및 시장 구조조정에 따른 수혜를 온전히 영업실적에 반영할 수 있는 유일한 LCC 사업자
- 여타 경쟁사의 경우 통합 등으로 어수선한 상황 지속될 것으로 보이는 가운데, 동사는 영업에만 집중할 수 있는 환경
- 유가 및 환율 안정화에 따른 수혜 섹터로 항공산업 주목받을 것으로 전망되는 가운데 수급적으로도 유리
- 목표 P/B 1.4배 부여. 목표주가 6,500원 유지

| 재무정보      | 2023  | 2024  | 2025   | 2026E | 2027E |
|-----------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 매출액       | 1,724 | 1,936 | 1,580  | 2,045 | 1,950 |
| 영업이익      | 170   | 80    | -112   | 44    | 138   |
| EBITDA    | 297   | 218   | 35     | 202   | 293   |
| 지배주주순이익   | 134   | 22    | -116   | 40    | 90    |
| EPS       | 1,666 | 270   | -1,443 | 497   | 1,114 |
| 순차입금      | 469   | 506   | 928    | 1,509 | 1,901 |
| PER       | 7.0   | 16.6  | -3.1   | 9.0   | 4.0   |
| PBR       | 3.0   | 1.1   | 1.3    | 1.2   | 0.9   |
| EV/EBITDA | 4.8   | 4.0   | 36.4   | 9.3   | 7.7   |
| 배당수익률(%)  | n/a   | n/a   | n/a    | n/a   | n/a   |
| ROE       | 44.9  | 6.8   | -38.9  | 13.7  | 25.6  |

자료: 한화투자증권 리서치센터



## 제주항공 [089590] LCC Top Pick

[한화리서치센터]

| 제주항공 분기 및 연간 실적 추정 |        |        |        |        |       |        |        |       |       |       |       |       |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                    | 2024   | 2025   | 2026E  | 2027E  | 1Q25  | 2Q25   | 3Q25   | 4Q25  | 1Q26  | 2Q26  | 3Q26E | 4Q26E |
| 매출액                | 1,936  | 1,580  | 2,045  | 1,950  | 385   | 332    | 388    | 475   | 516   | 462   | 538   | 529   |
| 국내선                | 297    | 233    | 292    | 262    | 40    | 65     | 64     | 63    | 56    | 91    | 75    | 70    |
| ASK(mn)            | 2,516  | 2,372  | 2,570  | 2,493  | 501   | 634    | 623    | 614   | 569   | 673   | 669   | 659   |
| RPK(mn)            | 2,338  | 2,158  | 2,349  | 2,216  | 420   | 584    | 585    | 569   | 535   | 632   | 622   | 560   |
| L/F(%)             | 92.9%  | 91.0%  | 91.4%  | 88.9%  | 83.8% | 92.1%  | 93.9%  | 92.7% | 94.0% | 93.9% | 93.0% | 85.0% |
| Yield(원/RPK)       | 127.0  | 107.8  | 124.2  | 118.1  | 96.3  | 111.6  | 109.3  | 110.9 | 105.1 | 143.9 | 120.0 | 125.0 |
| 국제선                | 1,525  | 1,262  | 1,682  | 1,622  | 322   | 249    | 305    | 385   | 441   | 350   | 447   | 443   |
| ASK(mn)            | 21,206 | 19,021 | 19,309 | 20,018 | 4,866 | 4,149  | 5,235  | 4,771 | 4,839 | 4,039 | 5,183 | 5,248 |
| RPK(mn)            | 18,670 | 15,813 | 17,116 | 17,321 | 3,764 | 3,540  | 4,370  | 4,139 | 4,342 | 3,543 | 4,613 | 4,618 |
| L/F(%)             | 88.0%  | 83.1%  | 88.6%  | 86.5%  | 77.4% | 85.3%  | 83.5%  | 86.8% | 89.7% | 87.7% | 89.0% | 88.0% |
| Yield(원/RPK)       | 81.7   | 79.8   | 98.2   | 93.6   | 85.5  | 70.4   | 69.9   | 93.0  | 101.6 | 98.7  | 97.0  | 96.0  |
| 기타                 | 114    | 85     | 72     | 67     | 22    | 18     | 19     | 26    | 19    | 21    | 16    | 16    |
| 영업비용               | 1,856  | 1,692  | 2,001  | 1,812  | 417   | 374    | 443    | 457   | 447   | 507   | 529   | 518   |
| 연료유류비              | 565    | 474    | 721    | 573    | 124   | 102    | 124    | 123   | 122   | 201   | 199   | 199   |
| 항공유단가(\$/bbl)      | 95     | 86     | 149    | 125    | 90    | 81     | 87     | 88    | 123   | 160   | 152   | 163   |
| 사용량(kbbl)          | 3,558  | 3,296  | 3,397  | 3,519  | 700   | 940    | 896    | 760   | 832   | 725   | 916   | 924   |
| 상각비                | 138    | 147    | 158    | 155    | 35    | 36     | 37     | 40    | 39    | 39    | 42    | 39    |
| 정비비                | 255    | 179    | 200    | 202    | 45    | 25     | 56     | 52    | 55    | 49    | 50    | 46    |
| 인건비                | 293    | 309    | 324    | 325    | 75    | 76     | 76     | 83    | 77    | 76    | 86    | 86    |
| 기타                 | 606    | 583    | 598    | 557    | 139   | 135    | 150    | 159   | 154   | 142   | 153   | 148   |
| 영업이익               | 80     | -112   | 44     | 138    | -33   | -42    | -55    | 18    | 69    | -45   | 9     | 12    |
| OP M-(%)           | 4.1%   | -7.1%  | 2.2%   | 7.1%   | -8.5% | -12.6% | -14.2% | 3.8%  | 13.4% | -9.7% | 1.6%  | 2.2%  |
| EBITDA             | 218    | 35     | 202    | 293    | 2     | -6     | -18    | 58    | 108   | -6    | 50    | 50    |
| EBITDA M-(%)       | 11.2%  | 2.2%   | 9.9%   | 15.0%  | 0.5%  | -1.9%  | -4.6%  | 12.2% | 20.9% | -1.4% | 9.3%  | 9.5%  |

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 | 2,045 | 1,950 |
| 매출총이익     | 338   | 273   | 71    | 231   | 195   |
| 영업이익      | 170   | 80    | -112  | 44    | 138   |
| EBITDA    | 297   | 218   | 35    | 202   | 293   |
| 순이자손익     | -22   | -18   | -42   | -55   | -54   |
| 외화관련손익    | 12    | -58   | 27    | -7    | 8     |
| 지분법손익     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 세전계속사업손익  | 173   | 9     | -103  | 50    | 100   |
| 당기순이익     | 134   | 22    | -116  | 40    | 90    |
| 지배주주순이익   | 134   | 22    | -116  | 40    | 90    |
| 증가율(%)    |       |       |       |       |       |
| 매출액       | 145.4 | 12.3  | -18.4 | 29.5  | -4.7  |
| 영업이익      | 흑전    | -52.9 | 적전    | 흑전    | 211.2 |
| EBITDA    | 흑전    | -26.7 | -83.7 | 470.1 | 45.0  |
| 순이익       | 흑전    | -83.8 | 적전    | 흑전    | 124.0 |
| 이익률(%)    |       |       |       |       |       |
| 매출총이익률    | 19.6  | 14.1  | 4.5   | 11.3  | 10.0  |
| 영업이익률     | 9.8   | 4.1   | -7.1  | 2.2   | 7.1   |
| EBITDA이익률 | 17.2  | 11.2  | 2.2   | 9.9   | 15.0  |
| 세전이익률     | 10.0  | 0.5   | -6.5  | 2.4   | 5.1   |
| 순이익률      | 7.8   | 1.1   | -7.4  | 2.0   | 4.6   |

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

| 12월 결산  | 2023  | 2024  | 2025  | 2026E | 2027E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산    | 508   | 473   | 418   | 577   | 681   |
| 현금성자산   | 316   | 201   | 224   | 149   | 247   |
| 매출채권    | 123   | 182   | 108   | 179   | 179   |
| 재고자산    | 24    | 35    | 32    | 48    | 45    |
| 비유동자산   | 1,473 | 1,525 | 1,933 | 2,229 | 2,566 |
| 투자자산    | 858   | 830   | 1,213 | 1,476 | 1,849 |
| 유형자산    | 579   | 664   | 693   | 744   | 713   |
| 무형자산    | 37    | 32    | 27    | 8     | 4     |
| 자산총계    | 1,981 | 1,999 | 2,351 | 2,806 | 3,247 |
| 유동부채    | 1,122 | 1,122 | 1,252 | 1,372 | 1,368 |
| 매입채무    | 197   | 221   | 219   | 505   | 359   |
| 유동성이자부채 | 423   | 388   | 613   | 849   | 989   |
| 비유동부채   | 548   | 552   | 824   | 1,125 | 1,488 |
| 비유동이자부채 | 362   | 319   | 539   | 809   | 1,159 |
| 부채총계    | 1,670 | 1,674 | 2,076 | 2,497 | 2,855 |
| 자본금     | 81    | 81    | 81    | 81    | 81    |
| 자본잉여금   | 598   | 121   | 121   | 121   | 121   |
| 이익잉여금   | -400  | 89    | -23   | 11    | 94    |
| 자본조정    | 32    | 33    | 96    | -2    | -2    |
| 자기주식    | -2    | -2    | -2    | -2    | -2    |
| 자본총계    | 311   | 324   | 275   | 309   | 392   |





# 제주항공 재무제표

[한화리서치센터]

## 현금흐름표

(단위: 십억 원)

| 12월 결산         | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E |
|----------------|------|------|------|-------|-------|
| <b>영업현금흐름</b>  | 388  | 163  | 6    | 105   | 107   |
| 당기순이익          | 134  | 22   | -116 | 40    | 90    |
| 자산상각비          | 127  | 138  | 147  | 158   | 155   |
| 운전자본증감         | 32   | -130 | -153 | -238  | -150  |
| 매출채권 감소(증가)    | -76  | -86  | 20   | 46    | 0     |
| 재고자산 감소(증가)    | -7   | -11  | 3    | -15   | 3     |
| 매입채무 증가(감소)    | 56   | 23   | -45  | 202   | -145  |
| <b>투자현금흐름</b>  | -77  | -22  | -75  | -412  | -493  |
| 유형자산처분(취득)     | -174 | -120 | -60  | -206  | -118  |
| 무형자산 감소(증가)    | 0    | -1   | -1   | -1    | -1    |
| 투자자산 감소(증가)    | 0    | 0    | 0    | 0     | 0     |
| <b>재무현금흐름</b>  | -298 | -165 | 89   | 240   | 483   |
| 차입금의 증가(감소)    | -171 | -163 | 29   | 247   | 490   |
| 자본의 증가(감소)     | -8   | -2   | -3   | -7    | -7    |
| 배당금의 지급        | -8   | -2   | -3   | -7    | -7    |
| <b>총현금흐름</b>   | 379  | 321  | 198  | 370   | 258   |
| (-)운전자본증가(감소)  | -349 | 45   | 17   | 350   | 150   |
| (-)설비투자        | 247  | 120  | 271  | 307   | 118   |
| (+)자산매각        | 73   | -1   | 210  | 101   | -1    |
| Free Cash Flow | 554  | 156  | 120  | -187  | -12   |
| (-)기타투자        | 220  | -14  | 150  | 93    | 373   |
| 잉여현금           | 334  | 170  | -30  | -280  | -385  |
| <b>NOPLAT</b>  | 132  | 58   | -81  | 36    | 124   |
| (+) Dep        | 127  | 138  | 147  | 158   | 155   |
| (-)운전자본투자      | -349 | 45   | 17   | 350   | 150   |
| (-)Capex       | 247  | 120  | 271  | 307   | 118   |
| OpFCF          | 361  | 31   | -222 | -465  | 10    |

주: IFRS 연결 기준

## 주요지표

(단위: 원, 배)

| 12월 결산                | 2023  | 2024  | 2025    | 2026E | 2027E |
|-----------------------|-------|-------|---------|-------|-------|
| <b>주당지표</b>           |       |       |         |       |       |
| EPS                   | 1,666 | 270   | -1,443  | 497   | 1,114 |
| BPS                   | 3,859 | 4,019 | 3,412   | 3,829 | 4,861 |
| DPS                   | 0     | 0     | 0       | 0     | 0     |
| CFPS                  | 4,702 | 3,987 | 2,452   | 4,583 | 3,195 |
| ROA(%)                | 7.4   | 1.1   | -5.4    | 1.6   | 3.0   |
| ROE(%)                | 44.9  | 6.8   | -38.9   | 13.7  | 25.6  |
| ROIC(%)               | 17.3  | 7.2   | -8.0    | 2.4   | 6.0   |
| <b>Multiples(x,%)</b> |       |       |         |       |       |
| PER                   | 7.0   | 16.6  | -3.1    | 9.0   | 4.0   |
| PBR                   | 3.0   | 1.1   | 1.3     | 1.2   | 0.9   |
| PSR                   | 0.5   | 0.2   | 0.2     | 0.2   | 0.2   |
| PCR                   | 2.5   | 1.1   | 1.8     | 1.0   | 1.4   |
| EV/EBITDA             | 4.8   | 4.0   | 36.4    | 9.3   | 7.7   |
| 배당수익률                 | n/a   | n/a   | n/a     | n/a   | n/a   |
| <b>안정성(%)</b>         |       |       |         |       |       |
| 부채비율                  | 536.5 | 516.7 | 754.4   | 808.8 | 728.3 |
| Net debt/Equity       | 150.8 | 156.1 | 337.2   | 488.8 | 485.0 |
| Net debt/EBITDA       | 158.1 | 232.6 | 2,620.5 | 747.8 | 649.7 |
| 유동비율                  | 45.3  | 42.2  | 33.4    | 42.1  | 49.8  |
| 이자보상배율(배)             | 4.7   | 2.6   | n/a     | 0.8   | 2.4   |
| <b>자산구조(%)</b>        |       |       |         |       |       |
| 투하자본                  | 39.9  | 44.6  | 45.6    | 52.8  | 52.2  |
| 현금+투자자산               | 60.1  | 55.4  | 54.4    | 47.2  | 47.8  |
| <b>자본구조(%)</b>        |       |       |         |       |       |
| 차입금                   | 71.6  | 68.6  | 80.7    | 84.3  | 84.6  |
| 자기자본                  | 28.4  | 31.4  | 19.3    | 15.7  | 15.4  |



# Compliance Notices

## Compliance Notice

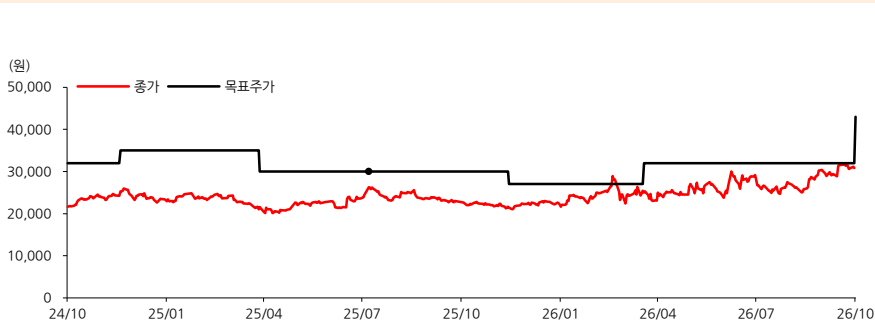
(공표일: 2026년 10월 8일)

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)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 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)



### 투자의견 변동내역

| 일 시  | 2016.08.12 | 2024.10.25 | 2024.11.26 | 2024.11.29 | 2024.12.11 | 2024.12.27 |
|------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 투자의견 | 투자등급변경     | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        |
| 목표가격 |            | 32,000     | 35,000     | 35,000     | 35,000     | 35,000     |
| 일 시  | 2025.01.24 | 2025.02.10 | 2025.02.28 | 2025.03.28 | 2025.04.04 | 2025.04.25 |
| 투자의견 | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        |
| 목표가격 | 35,000     | 35,000     | 35,000     | 35,000     | 30,000     | 30,000     |
| 일 시  | 2025.05.30 | 2025.06.27 | 2025.07.14 | 2025.07.25 | 2025.07.30 | 2025.08.27 |
| 투자의견 | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        |
| 목표가격 | 30,000     | 30,000     | 30,000     | 30,000     | 30,000     | 30,000     |
| 일 시  | 2025.08.29 | 2025.09.26 | 2025.10.31 | 2025.11.21 | 2025.12.26 | 2026.01.16 |
| 투자의견 | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        |
| 목표가격 | 30,000     | 30,000     | 30,000     | 27,000     | 27,000     | 27,000     |
| 일 시  | 2026.01.30 | 2026.02.27 | 2026.03.26 | 2026.03.27 | 2026.04.14 | 2026.10.08 |
| 투자의견 | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        |
| 목표가격 | 27,000     | 27,000     | 32,000     | 32,000     | 32,000     | 43,000     |

### 목표주가 변동 내역별 괴리율 (대한항공)

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

| 일자         | 투자의견 | 목표주가(원) | 괴리율(%)  |             |
|------------|------|---------|---------|-------------|
|            |      |         | 평균주가 대비 | 최고(최저)주가 대비 |
| 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  | -16.23  | 0.00        |
| 2026.10.08 | Buy  | 43,000  |         |             |

# Compliance Notices

## 진에어 (272450)

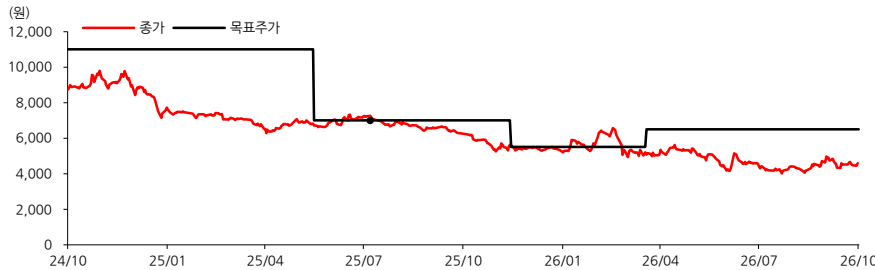


### 목표주가 변동 내역별 괴리율 (진에어)

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

| 일자         | 투자의견 | 목표주가(원) | 괴리율(%)  |             |
|------------|------|---------|---------|-------------|
|            |      |         | 평균주가 대비 | 최고(최저)주가 대비 |
| 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  | 2024.11.26 | 2025.04.04 | 2025.11.21 | 2026.03.26 | 2026.10.08 |  |
|------|------------|------------|------------|------------|------------|--|
| 투자의견 | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        |  |
| 목표가격 | 15,000     | 12,000     | 8,500      | 7,500      | 7,500      |  |
| 일 시  |            |            |            |            |            |  |
| 투자의견 |            |            |            |            |            |  |
| 목표가격 |            |            |            |            |            |  |
| 일 시  |            |            |            |            |            |  |
| 투자의견 |            |            |            |            |            |  |
| 목표가격 |            |            |            |            |            |  |

## 투자의견 변동내역

| 일 시  | 2025.05.23 | 2025.11.21 | 2026.03.26 | 2026.04.24 | 2026.10.08 |  |
|------|------------|------------|------------|------------|------------|--|
| 투자의견 | Hold       | Hold       | Buy        | Buy        | Buy        |  |
| 목표가격 | 7,000      | 5,500      | 6,500      | 6,500      | 6,500      |  |
| 일 시  |            |            |            |            |            |  |
| 투자의견 |            |            |            |            |            |  |
| 목표가격 |            |            |            |            |            |  |
| 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 |
| 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: 2026년 9월 30일)

| 투자등급        | 매수    | 중립   | 매도   | 합계     |
|-------------|-------|------|------|--------|
| 금융투자 상품의 비중 | 96.4% | 3.6% | 0.0% | 100.0% |

Memo.

본 페이지는 편집상 공백 페이지입니다

Horizontal lines for memo content.



# 한화투자증권 리.서.치.센.터



리서치센터장 직무대행

한상희

해외주식

02.3772.7695

sanghi.han@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 |
| 하장권 | 책임연구위원 | 주식전략    | 3772-7717 | research.ha@hanwha.com |
| 최규호 | 책임연구위원 | 경제      | 3772-7720 | choi.gh@hanwha.com     |
| 한시화 | 책임연구위원 | 크레딧     | 3772-7737 | shhan1229@hanwha.com   |
| 김민송 | 연구위원   | 투자전략 RA | 3772-7385 | minsong05@hanwha.com   |
| 임소연 | 연구위원   | 투자전략 RA | 3772-7812 | soyeon.lim@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 | 책임연구위원 | 엔터/레저/운송          | 3772-7634 | suyoung.park.0202@hanwha.com |
| 박준영 | 책임연구위원 | 반도체               | 3772-7481 | jyp94@hanwha.com             |
| 권지우 | 책임연구위원 | 철강/비철금속           | 3772-7689 | jiwoo.kwon@hanwha.com        |
| 채운샘 | 책임연구위원 | 방산/기계             | 3772-8419 | unsam1@hanwha.com            |
| 김예인 | 연구위원   | 전력기기/풍력/ESG       | 3772-8420 | yein.kim@hanwha.com          |
| 김나우 | 연구위원   | 인터넷/게임/미디어/반도체 RA | 3772-7710 | now.kim@hanwha.com           |

## [ 글로벌리서치팀 ]

|          |        |         |           |                             |
|----------|--------|---------|-----------|-----------------------------|
| 한상희, CFA | 팀장     | 해외주식    | 3772-7695 | sanghi.han@hanwha.com       |
| 박유진      | 책임연구위원 | 중국주식    | 3772-8217 | yujin.park@hanwha.com       |
| 신승윤      | 연구위원   | 미국주식    | 3772-7428 | seungyun.shin@hanwha.com    |
| 박제인      | 연구위원   | 해외시황    | 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       |
| 박준영 | 연구위원 | 디지털자산 RA | 3772-8206 | junyeong.park@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

|             |               |             |               |
|-------------|---------------|-------------|---------------|
| 본 사         | 02) 3772-7000 | 영 업 부       | 02) 3775-0775 |
| 강 남 W M 센 터 | 02) 6975-2000 | 목 동 W M 센 터 | 02) 2654-2300 |
| 갤러리아WM센터    | 02) 3445-8700 | 송 파 W M 센 터 | 02) 449-3677  |
| 금융플라자63지점   | 02) 308-6363  | 센트럴WM센터     | 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 |         |               |

### 부산/울산/경남

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

### 대구/경북

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

### 대전/충청

|             |               |         |               |
|-------------|---------------|---------|---------------|
| 대 전 W M 센 터 | 042) 488-7233 | 청 주 지 점 | 043) 224-3300 |
| 천 안 지 점     | 041) 563-2001 | 홍 성 지 점 | 041) 631-2200 |

### 광주/전라

|             |               |         |               |
|-------------|---------------|---------|---------------|
| 광 주 W M 센 터 | 062) 713-5700 | 전 주 지 점 | 063) 710-1000 |
|-------------|---------------|---------|---------------|



한화투자증권

#### [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.