

[항공 운송]

2026.02.24

In-Depth Report

거대한 변화를 앞두고

[건설/운송]

배세호 2122-9178

seho.bae@imfnsec.com





CONTENTS

[산업분석]

I . Summary	4
II . 버티는 LCC, 구조적 산업 환경 변화 예상	5
III . 대한항공-아시아나항공 합병 시너지	18

[기업분석]

대한항공(003490)	34
제주항공(089590)	49



산업분석

I. Summary

II. 버티는 LCC, 구조적 산업 환경 변화 예상

근본적인 공급 과잉 시장

악화되는 LCC들의 재무건전성

LCC 3사 통합만 바라보는 항공 업계

III. 대한항공-아시아나항공 합병 시너지

통합 항공사의 시너지 ①: 중국, 동남아 ↔ 미주 노선의 연결성 증대

통합 항공사의 시너지 ②: 아시아나항공 ASP 상승

통합 항공사의 시너지 ③: 비용 감소(통합 비용 기저효과, 정비비 등)

주요 항공사 M&A 사례

I . Summary

2025년 한국 출입국자 수는 4,864만명(+8.0% YoY)으로 2019년 4,622만명을 갱신하며 역대 최대치를 기록했다. 하지만 LCC(Low Cost Carrier)의 실적과 재무현황은 2025년 크게 훼손되었다. LCC 부진의 핵심적인 요인은 공급 과잉으로 2025년 기준 국적사들의 여객기 기체는 382대는 2019년 376대 이후 최대치다. 2026년에도 중소형기 위주로 15대 이상이 추가될 것으로 예상된다.

하지만 현재의 산업 환경은 2027년 반등의 가능성이 높다. 1) 일부 LCC의 재무 구조는 심각하게 훼손되어 비슷한 영업환경이 지속된다면 구조조정의 가능성이 있고, 2) 2027년에는 대한항공, 아시아나항공 합병과, LCC 3사(진에어, 에어부산, 에어서울)도 통합되어 공급 과잉 이슈는 일부 해소될 것으로 예상된다.

한편 대한항공과 아시아나항공의 합병으로 대한항공의 이익 레벨은 중장기적으로 크게 증가할 것으로 예상된다. 2027년부터 본격적인 시너지가 기대된다. 양사 합병으로 인한 기대 효과는 1) 환승 승객 증가에 따른 탑승률 상승, 2) 아시아나항공의 운임 상승, 3) 비용 감소다. 우선 통합 대한항공은 꾸준한 상용 수요와 운임이 높은 미주 노선의 운항 확대를 통해 매출과 수익성을 높일 것으로 예상된다. 그리고 2025년 아시아나항공의 평균 ASP는 대한항공 대비 미주노선이 22%, 구주 노선의 40%의 할인율을 보이고 있는데, 이 격차가 좁혀지며 아시아나항공의 수익성 개선이 기대된다. 일회성을 제외한 경상이익 관점으로 통합 시너지 효과는 2025년 영업이익 대비 +3,000~4,000여억원으로 추정된다.

Top pick으로 대한항공(목표주가 34,000원), 관심종목으로 제주항공(목표주가 8,500원)을 추천한다. 현재 대한항공은 자회사 실적 부진과 아시아나항공 통합 비용이 발생하고 있으나, 2026년 화물 업황 호조로 실적은 안정성을 보여줄 것으로 예상된다. 무인기, 드론 등 방산 부문의 매출 확대가 예상되며 안두릴 등 주요 방산 업체와의 협업도 기대할 수 있다. 2027년에는 아시아나항공과의 합병 시너지가 본격화될 것으로 예상된다.

제주항공은 여전히 LCC 산업 환경은 비우호적이나, 유연한 스케줄 운영과 B737-8 도입 효과로 2026년 영업흑자가 기대되고, 2027년 대한항공, 아시아나항공 합병, LCC 3사 통합으로 경쟁 강도는 점차 줄어들 수 있을 것으로 보인다. 또한 제주항공은 2025년 대규모 적자와 높은 Capex로 유동성 우려가 높았지만 자회사 AK아이에스 매각, B737-8 매각 검토 등 유동성 우려는 매우 줄어들었다.

II. 버티는 LCC, 구조적 산업 환경 변화 예상

2025년 한국 출입국자 수는 4,864만명을 기록하며 2019년 4,622만명을 갱신하여 역대 최대치를 기록했다. 하지만 LCC(Low Cost Carrier)의 실적과 재무현황은 2025년 크게 훼손되었다.

2025년 영업실적이 공개된 LCC들의 영업이익은 제주항공이 -1,109억원, 진에어 -163억원, 에어부산이 -45억원을 기록했다. 신규 유럽 노선에서 부침을 겪고 있는 티웨이항공을 제외하고도 전통적인 LCC 사업 영역을 영위하는 제주항공, 진에어, 에어부산 모두 어려움을 겪었다. 순차입금(리스부채) 역시 4개사 모두 늘어났다. 2025년 감사보고서가 아직 제출되지 않은 이스타항공, 에어서울, 파라타항공, 에어로케이, 에어프레미아 모두 전년동기대비 실적과 재무 상태가 악화될 것으로 파악된다.

LCC들이 어려움을 겪고 있는 가장 근본적인 이유는 공급 과잉에 따른 운임 하락에 있다. 하지만 이러한 산업 환경은 2027년 반동의 여지가 있다. 일부 LCC의 재무 구조는 심각하게 훼손되어 현재 영업환경이 지속된다면 구조조정의 가능성이 있고, 2027년에는 대한항공, 아시아나항공 합병과, LCC 3사(진에어, 에어부산, 에어서울)도 통합되어 공급 과잉 이슈는 일부 해소될 것으로 예상된다.

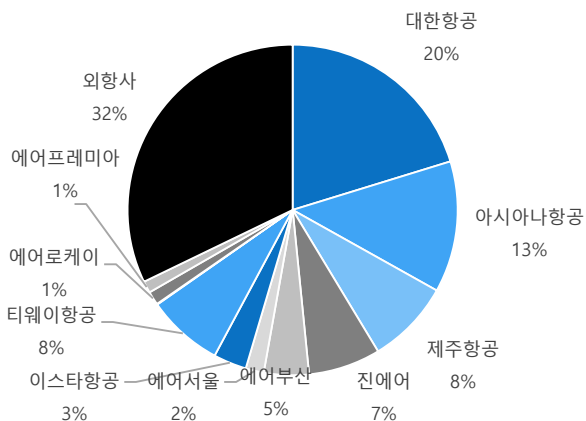
표1. LCC 현황(2025년말 기준, 추정 포함)

항공사	매출액	영업이익	순이익	현금성자산	순차입금 (리스부채 포함)	부채비율	기재 수
제주항공	1.6조원	-1,109억원	-1,436억원	2,000억원	8,000억원	837%	45
티웨이항공(추정)	1.7조원	-3,000억원	-3,500억원	3,300억원	2,600억원	-	44
진에어	1.4조원	-163억원	-88억원	5,500억원	-1,000억원	421%	32
에어부산	0.8조원	-45억원	-227억원	1,300억원	5,800억원	804%	21

자료: Dart, iM증권 리서치본부

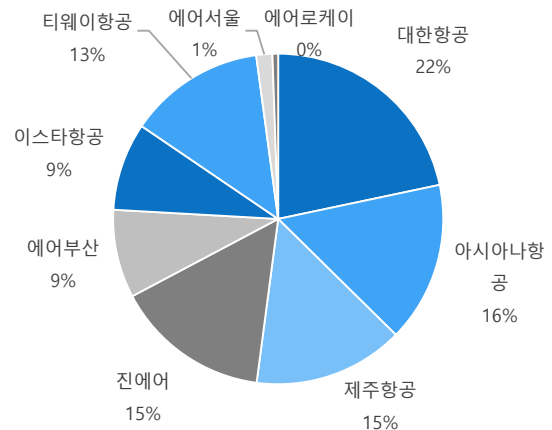
주: 티웨이항공은 모든 항목 추정치, 제주항공, 진에어, 에어부산은 현금성자산, 순차입금은 추정치

그림1. 2025년 국제선 점유율



자료: 인천공항공사, 한국공항공사, iM증권 리서치본부

그림2. 2025년 국내선 점유율



자료: 인천공항공사, 한국공항공사, iM증권 리서치본부

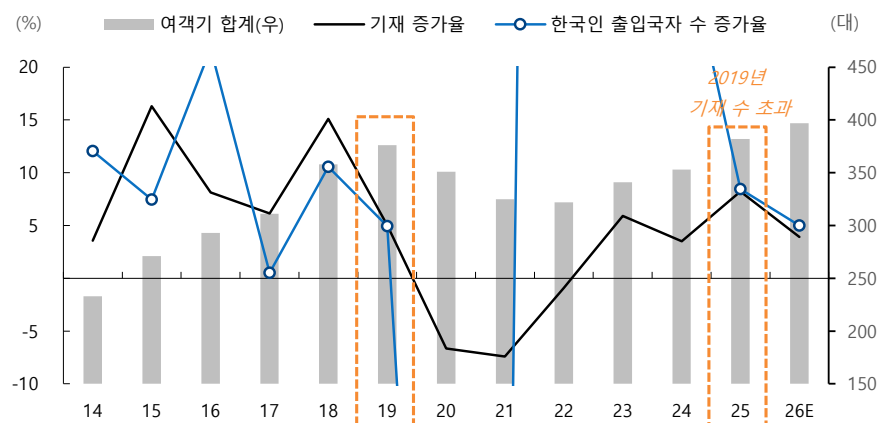
근본적인 공급 과잉 시장

현재 국내 항공 시장은 공급 과잉에 직면해 있다. 2025년 한국 출입국자수는 4,864만명으로 최대를 기록했으나(출국자 수 2,955만명, 입국자 수 1,909만명) 항공사간 경쟁강도가 심화되며 국제선 운임이 전년대비 크게 하락했다.

2025년 기준 국적사들의 여객기 기재는 382대로, 2019년 376대 이후 최대치를 기록했다. 코로나19 팬데믹 영향으로 국적사의 기재가 가장 적었던 시기는 2022년의 341대로, 당시 대비 12%(41대) 늘어났다. 2019년에도 기재 수 증가와 '노재팬 운동'으로 LCC들은 매우 연약한 이익 체력을 보여주었고, 2025년 역시 공급 과잉에 따른 경쟁 강도 강화로 이익 레벨이 크게 무너졌다.

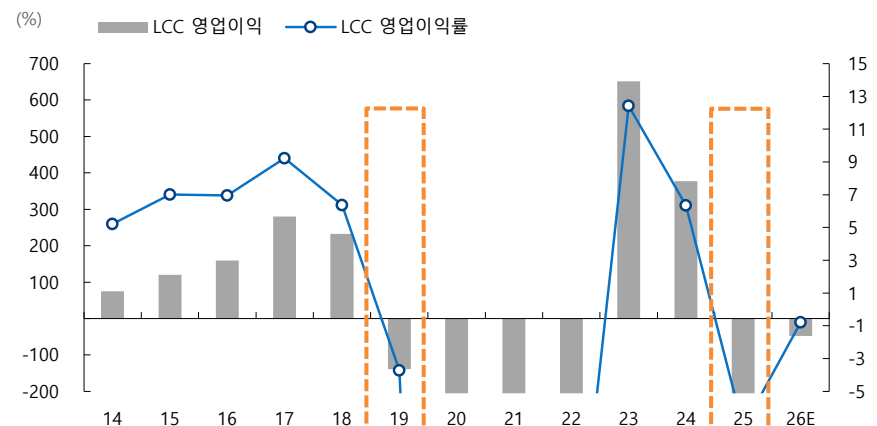
구조적으로 수요가 크게 늘어나거나, 공급이 줄어들지 않는다면 LCC들의 이익 레벨은 2026년, 2027년에도 개선되기 어려울 것으로 보인다.

그림3. 수요/공급 증가율과 국적사 여객기 추이



자료: Airportal, iM증권 리서치본부

그림4. 상장 LCC 합산 영업이익 추이 및 전망



자료: Dart, iM증권 리서치본부

새로운 노선 없나요?

주요 LCC의 인기 노선은 대부분 일본 도착으로 편중되어 있고, 동남아 노선의 수요 부진과 겹치며 전반적인 공급 과잉으로 이어지고 있다.

주요 LCC의 한국 출발 일본 도착 노선은 상위 10개 노선 중에서 7~8개를 차지하고 있다. 한국과 일본과의 거리를 고려 시 운항 편수와 여객 수는 일본 노선이 타 지역(중국, 동남아) 대비 구조적으로 많지만 LCC들의 신규 운항 편수 증가도 일본에 집중되고 있어 운임은 하락하고 있다.

동남아 노선의 여객 수는 2025년 전년대비 감소(-2%) 했으며, 전통적인 인기 노선인 방콕, 다낭, 나트랑, 호찌민 등에서 수요가 큰 폭으로 감소했다. 중국 노선의 여객 수는 2025년 +29% YoY 성장을 보였으나, 중국 항공사의 공격적인 증편으로 한국 항공사는 여전히 부침을 겪고 있는 상황이다.

동남아 노선의 수요 회복, 그리고 중국향 아웃바운드 수요가 크게 늘어나지 않는다면 현재 LCC는 구조적인 적자 상황에 놓여져 있다.

표2. 주요 LCC 인기 노선 Top 10(2025년 기준)

순위	제주항공		진에어		티웨이항공		에어부산	
	노선	여객 수(명)	노선	여객(명)	노선	여객(명)	노선	여객(명)
1	인천 - 도쿄	601,207	인천 - 도쿄	737,287	인천 - 후쿠오카	522,003	김해 - 후쿠오카	571,946
2	인천 - 오사카	574,123	인천 - 후쿠오카	625,170	인천 - 오사카	485,283	김해 - 오사카	410,453
3	인천 - 후쿠오카	522,198	인천 - 오사카	597,393	인천 - 도쿄	406,949	인천 - 오사카	376,557
4	김해 - 오사카	272,389	인천 - 나고야	329,483	인천 - 다낭	332,534	인천 - 후쿠오카	289,826
5	김해 - 후쿠오카	268,242	김해 - 도쿄	258,004	인천 - 싱가포르	325,512	김해 - 타오위안	277,245
6	김포 - 오사카	254,161	인천 - 타이완	255,830	대구 - 오사카	201,031	인천 - 도쿄	263,351
7	인천 - 마쓰야마	232,286	김해 - 오사카	251,725	인천 - 홍콩	180,921	김해 - 다낭	152,052
8	인천 - 나고야	232,104	인천 - 삿포로	248,722	인천 - 삿포로	179,820	인천 - 방콕	144,523
9	인천 - 다낭	205,237	인천 - 괌	216,047	대구 - 후쿠오카	175,707	김해 - 가오슝	135,445
10	인천 - 보홀	189,386	인천 - 오키나와	204,101	인천 - 방콕	174,418	김해 - 나리타	131,449
11	인천 - 삿포로	184,566	인천 - 도쿄	151,282	김해 - 오사카	147,878	김해 - 삿포로	120,821

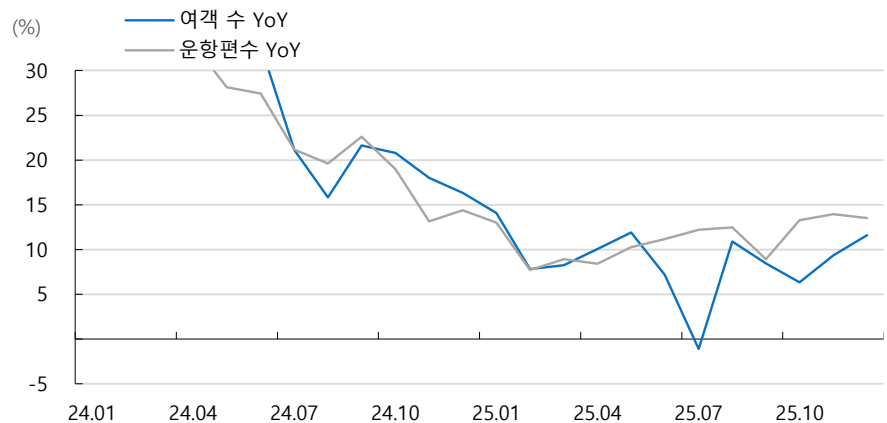
자료: Dart, iM증권 리서치본부

일본 노선: 현재 어쩌면 LCC의 유일한 흑자 노선

2025년 일본 노선은 여전히 견조한 수요를 보였다. 일본 노선의 여객 수(출도착 포함)은 2,746만명을 기록하여 전년대비 8.7% 증가했다. 7월 일본 ‘대지진’ 루머로 수요가 전년대비 감소한 것을 감안하면 매우 인상적인 수요다. 일본 노선의 운항 편수는 전년대비 11% 증가하여 수요 증가율을 초과했다. 제주항공, 진에어, 티웨이 등 모두 일본 노선의 편수를 늘렸으며, 구마모토, 하코다테 등 신규 노선을 개설했다.

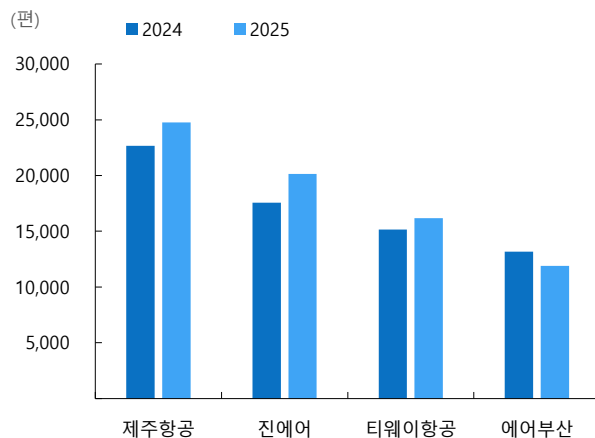
운항 편수가 여객 수요보다 빠르게 늘어나며 운임은 하방 압력을 받고 있으며, 2025년 기준 일본 노선의 운임은 전년대비 5~8% 하락했다. 다만 운임 하락 폭이 타 노선 대비 적고 견조한 수요로 일본 노선은 흑자 기초를 유지하고 있는 것으로 파악된다.

그림5. 일본 노선 여객 수와 운항 편수 추이



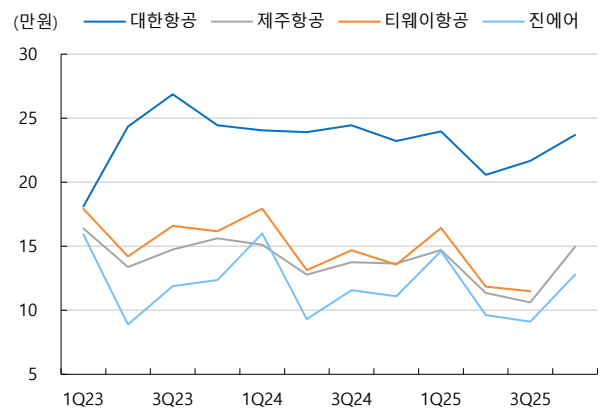
자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림6. 주요 LCC 일본 노선 운항 편수 변화



자료: 인천공항공사, 한국공항공사, iM증권 리서치본부

그림7. 주요 항공사 일본 노선 운임 추이



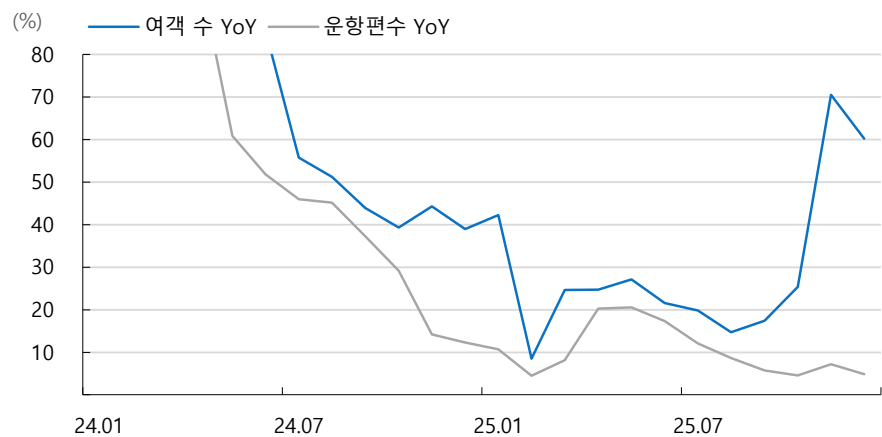
자료: 인천공항공사, 한국공항공사, iM증권 리서치본부

중국 노선: 중국 항공사 위주의 공급 증가

2025년 중국 노선은 한국의 9월 중국인 관광객 무비자 입국 정책 허용, 중국의 한일령 등으로 빠르게 회복됐다. 2025년 중국 노선의 여객 수는 1,300만명으로 전년대비 29% 증가했다.

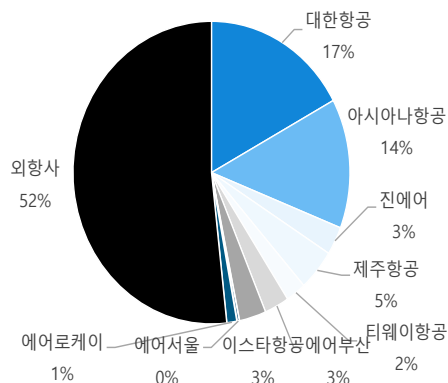
운항 편수는 전년대비 10% 성장하며 수요 증가율이 공급을 크게 앞섰지만 한국 항공사들의 운임은 상승하지 못했다. 2025년 기준 중국 노선의 평균 운임은 전년대비 대한항공이 -8%, 아시아나항공이 +5%, 제주항공이 -19%를 기록했다. 중국동방항공, 중국남방항공 등 중국항공사가 공격적인 증편으로 전반적인 운임을 내리고 있으며, 이는 특히 한국 LCC들의 운임에 하락 요인으로 작용하였다. 양국의 운수권은 각각 주당 608회이며, 중국은 636회를 사용하는 반면(항공자유화인 제주공항 포함), 한국 항공사는 417편을 사용하며 운수권 대비 70% 수준을 사용하는 데에 그치고 있다.

그림9. 중국 노선 여객 수와 운항 편수 추이



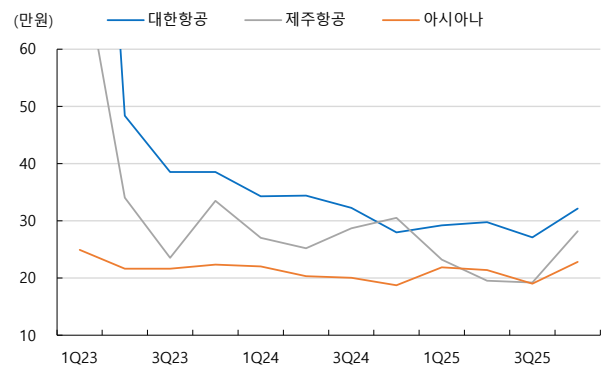
자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림9. 중국 노선 항공사별 점유율



자료: 인천공항공사, 한국공항공사, iM증권 리서치본부

그림10. 주요 항공사 중국 노선 운임 추이



자료: 인천공항공사, 한국공항공사, iM증권 리서치본부

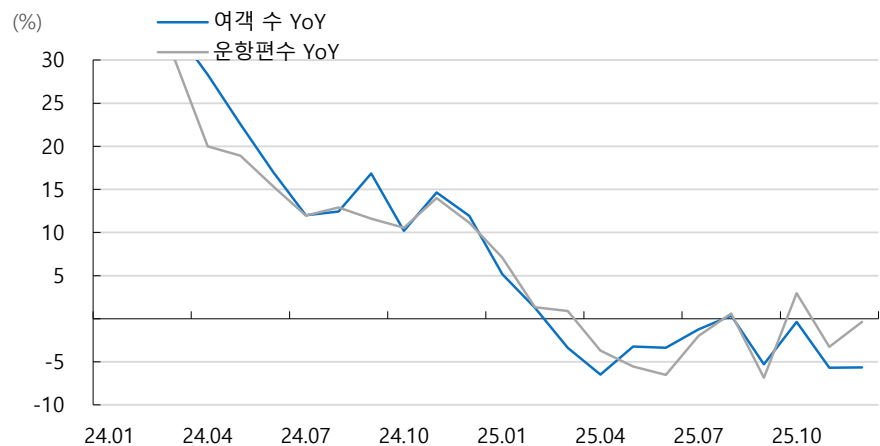
동남아 노선: 수요 역성장, 높은 운임 하락 폭

2025년 동남아 노선의 여객 수는 2,769만명으로 전년대비 2% 감소했다. 동남아 노선의 여객 수가 감소한 것은 코로나 팬데믹 기간을 제외하고는 2009년 글로벌 금융 위기 이후 처음이다. 여객 수 감소로 운항 편수는 전년대비 1% 감소했다.

2025년 방콕 노선의 여객 수는 전년대비 15% 감소했는데, 3월 지진과 캄보디아와의 분쟁으로 관광객이 크게 감소한 것으로 보인다. 방콕 외에도 다낭, 나트랑, 호찌민 등 주요 관광 지역의 여객 수가 미드 싱글 감소했다.

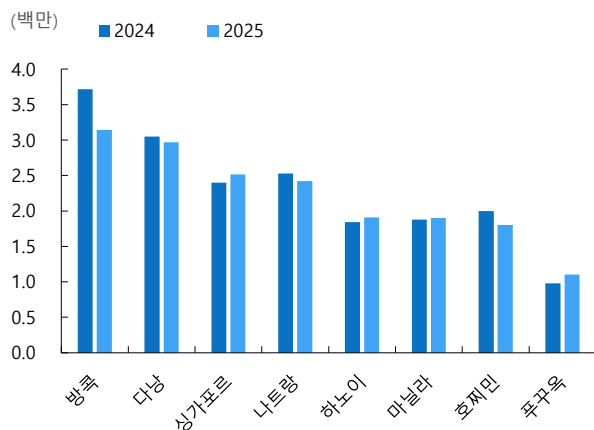
수요 부진에 따라 운임도 큰 폭으로 하락했다. 2025년 동남아 노선의 평균 운임은 대한항공이 전년대비 -4%, 진에어 -12%를 기록했다.

그림11. 동남아 노선 여객 수와 운항 편수 추이



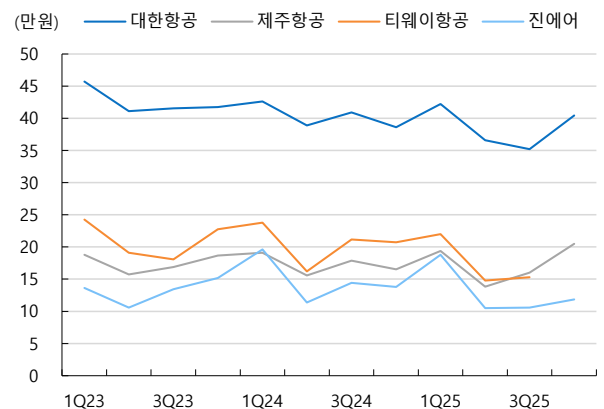
자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림12. 동남아 주요 노선 여객 수



자료: 인천공항공사, 한국공항공사, iM증권 리서치본부

그림13. 주요 항공사 동남아 노선 운임 추이



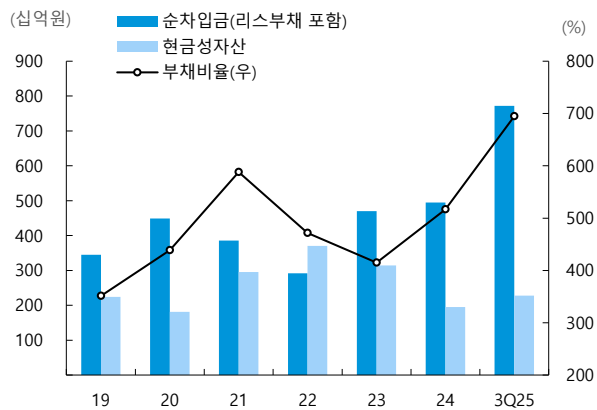
자료: 인천공항공사, 한국공항공사, iM증권 리서치본부

악화되는 LCC들의 재무건전성

2025년 LCC들의 수익성이 큰 폭으로 훼손되며 재무건전성 역시 훼손되었다. 순차입금이 늘어나며 부채비율이 크게 상승하고 있다.

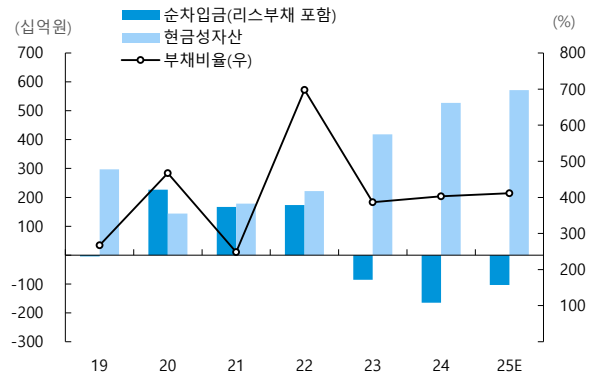
특히 제주항공의 경우 2,000여억원의 순차입금 증가, 그리고 1,000여억원의 신종자본증권을 발행했음에도 3분기말 기준 현금성자산은 2,300여억원에 불과하다. 2025년 3분기 누계 기준 Capex가 1,500억원 이상 지출되었는데, B737 MAX-8 구매 대금이다. PDP(Pre-delivery payment)로 분할 납입을 하는데, 2026년에만 총 6대(3분기까지 4대) 인도가 되었다. 티웨이항공의 경우에도 유럽 노선, 중단거리 노선 모두 수익성에 어려움을 겪으며 빠르게 현금이 소진되고 있으며 2025년에만 3,000억원 규모의 유상증자, 신종자본증권 발행이 있었다.

그림14. 제주항공 순차입금 및 부채비율 추이



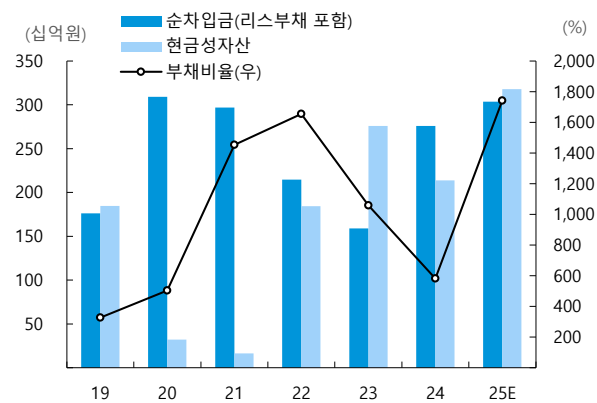
자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림15. 진에어 순차입금 및 부채비율 추이



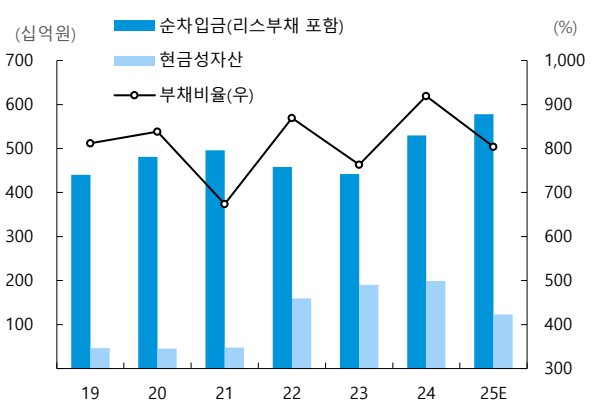
자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림16. 티웨이항공 순차입금 및 부채비율 추이



자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림17. 에어부산 순차입금 및 부채비율 추이



자료: Dart, iM증권 리서치본부

제주항공: 2026년 추가 자본조달 필요 예상

제주항공 2025년말 현금성자산은 2,000여억원으로 추정된다. 2026년 FCF와 이자비용 고려 시 타이트한 현금 사정이 예상되나, 기재 매각을 활용할 수 있다.

제주항공은 2018년 B737 MAX 8 50대(구매 40대, 옵션 10대) 계약을 체결했고, 2023년 2기, 2025년 6기가 인도되었다. 2026년 중에도 7기의 B737 MAX 8이 도입될 것으로 보인다. PDP 방식의 구매로 2025년 약 2,000여억원의 Capex가 지출되었고, 2026년에도 비슷한 수준의 Capex가 예상된다.

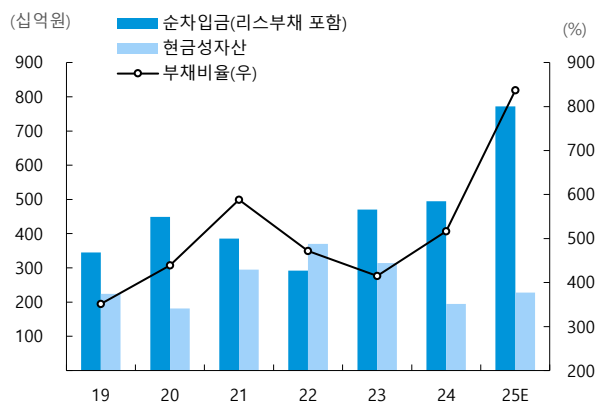
제주항공의 FCF는 2025년 -4,201억원 2026년에도 -1,900억원이 예상된다. 2025년 최악의 업황과 안전 관련 운항횟수 감편으로 큰 폭의 영업적자를 기록했고, 2026년의 영업이익은 전년대비 반등이 예상된다. 이익 반등에도 투자 수준을 고려 시 현재 현금은 2026년 중에 대부분 소진될 리스크가 있지만, 상반기 AK아이에스 매각(433억원)이 예정되어있고, 구매기인 B737 - 800 3대의 매각도 검토하고 있어, 만약 매각 완료 시 1,000~1,500억원의 현금이 유입되어 유동성 우려는 큰 폭으로 줄어들 전망이다.

표1. 제주항공(연결) FCF 추이 및 전망

(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
FCF	-63	-392	-273	-251	-61	-133	-421	-190
- 세후영업이익(+)	-19	-237	-235	-140	132	93	-125	43
- 감가상각비(+)	167	174	129	126	127	136	141	142
- 운전자본의 증감(+)	-15	-160	-11	82	32	-130	-93	-23
- 리스 현금유출(-)	149	150	130	108	105	110	116	122
- Capex(-)	47	19	26	210	247	121	229	229

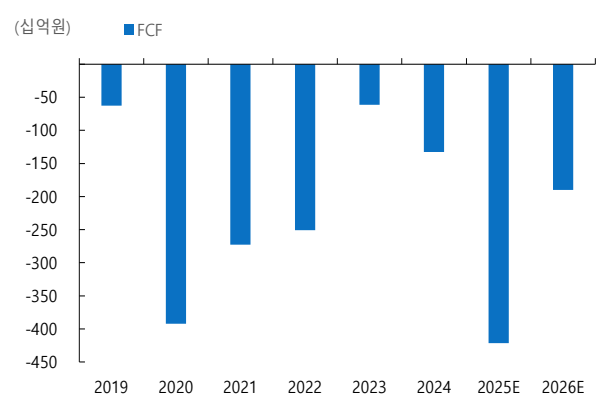
자료: Dart, iM증권

그림18. 제주항공 순차입금 및 부채비율 추이



자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림19. 제주항공 FCF 추이



자료: Dart, iM증권 리서치본부

티웨이항공: 충분한 현금을 확보했지만, 하반기 다시 완전자본잠식 우려

티웨이항공의 3Q25말 기준 현금성자산은 2,600여억원이 있고, 4Q25 추가 유상증자 1,000여억원 고려 시 4Q25말 현금성자산은 3,200여억원 수준으로 예상된다. 또한 1Q26 예정된 추가 유상증자 875억원을 고려 시 1Q26말 현금성자산은 3,500~4,000억원으로 예상된다.

확보한 현금성자산은 현재 영업 환경을 고려 시, 2026년 영업활동에 무리가 없어 보이지만 완전자본잠식의 가능성은 존재한다. 유상증자를 고려한 2025년말 기준 티웨이항공의 자본은 약 1,000억원 미만으로 추산되는데, 2025년과 같은 순이익 추세가 이어지면(분기 평균 -800억원), 하반기 완전자본잠식 우려가 있다.

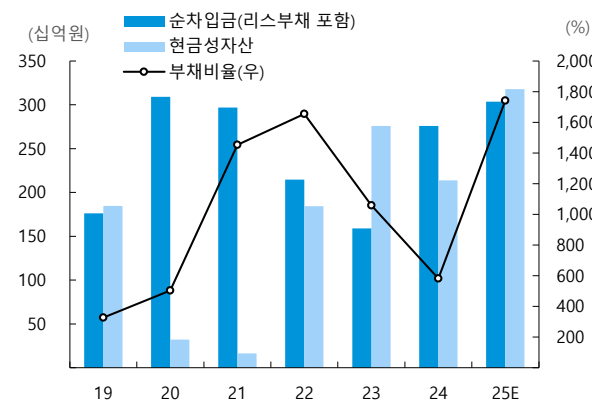
일본은 제외한 대부분의 노선에서 수익성이 악화되고 있으며, 특히 유럽 노선(로마, 프랑크푸르트, 파리, 바르셀로나)에서 고전을 하고 있다. 유럽 노선의 운임 수준이 경쟁사 대비 20~50% 낮아 수익성을 확보하는데 어려움이 있다. 2026년에도 2025년과 유사한 영업환경이 예상되어 2026년 매출액은 1.9조원(+9.8% YoY), 영업이익은 -1,641억원(적자지속 YoY)이 전망된다.

표2. 티웨이항공(연결) FCF 추이 및 전망

(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
FCF	-1	-214	-50	51	153	79	-211	-144
- 세후영업이익(+)	-5	-137	-106	-72	127	-7	-304	-132
- 감가상각비(+)	109	92	92	100	117	166	169	174
- 운전자본의 증감(+)	-2	-77	36	108	40	80	101	3
- 리스 현금유출(-)	67	72	69	74	92	104	138	140
- Capex(-)	36	21	3	11	38	56	40	49

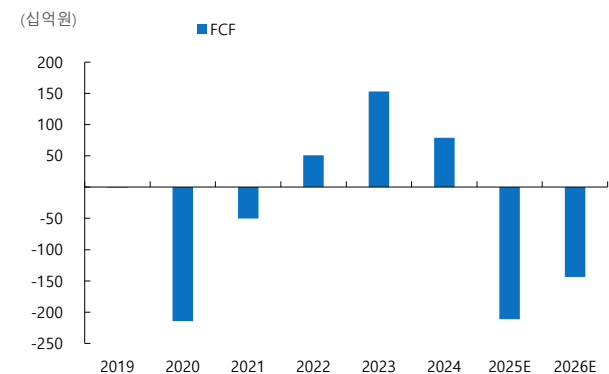
자료: Dart, iM증권

그림20. 티웨이항공 순차입금 및 부채비율 추이



자료: 인천공항공사, 한국공항공사, iM증권 리서치본부

그림21. 티웨이항공 FCF 추이



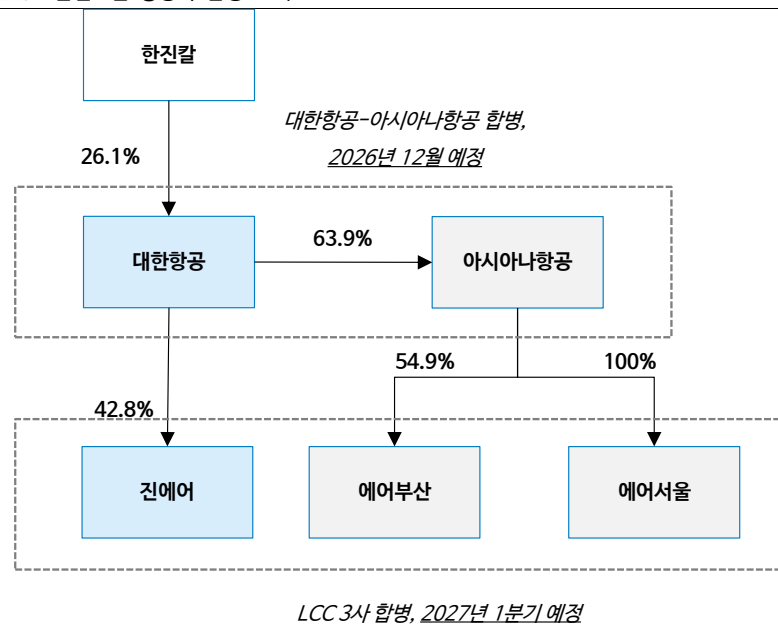
자료: 인천공항공사, 한국공항공사, iM증권 리서치본부

LCC 3사 통합만 바라보는 항공 업계

대한항공과 아시아나항공 합병은 2026년 12월로 예정되어있고, 진에어, 에어부산, 에어서울의 통합은 2027년 1분기로 예정되어 있다. 과점 노선이 다수 존재한 대한항공과 아시아나항공의 사례와 다르게 LCC 3사는 통합은 한국 공정위와 경쟁 당국의 심사 단계가 까다롭지 않을 것으로 전망된다.

LCC 3사 통합으로 극심한 경쟁을 겪고 있는 중단거리 노선의 경쟁 강도 완화를 기대할 수 있다. LCC 3사의 국제선 점유율은 13%이며(외항사 포함), 국내선 점유율은 25%에 달한다. 기존 10개에 달하는 항공사(FSC 2개, LCC 8개)가 7개(FSC 1개, LCC 6개)로 줄어드는 것이며, LCC 내에서는 통합 LCC, 제주항공, 티웨이항공 3사의 점유율이 92%에 달할 전망이다.

그림22. 한진그룹 항공사 합병 도식도



자료: Dart, iM증권 리서치본부

표3. LCC 3사 주요 재무지표(2025년)

항공사	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	현금성자산 (십억원)	순차입금 (리스부채 포함)	순차입금 (리스부채 제외)	부채비율 (%)	기재 수
진에어	1,381	-16	-9	550	-100	-500	421	32
에어부산	833	-5	-23	130	580	-130	804	21
에어서울	300	-2	-10	130	5	-100	2,168	6
3사 합산	2,514	-23	-41	810	485	-730	461	59

자료: Dart, iM증권 리서치본부

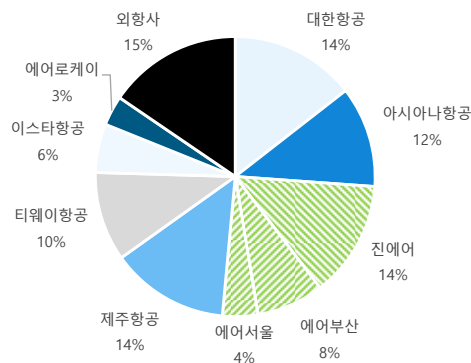
주: 2025년 에어서울 재무지표는 모두 추정치, 진에어, 에어부산의 경우 현금성자산, 순차입금, 부채비율 추정치

노선별로 살펴보면 진에어, 에어부산, 에어서울의 점유율은 일본 노선이 26%, 동남아 노선이 15%, 중국 노선이 6%, 국내선이 25%다.

일본 노선의 경우 통합 3사의 영향력이 높아질 것으로 예상된다. 3사 합산의 단일 노선 점유율이 26%에 달하고, 외항사 비중이 작아 운임 결정에 있어 영향력이 높아질 수 있다. 현재 진에어는 미야코지마, 이시가키, 기타쿠슈, 타카마츠, 에어부산은 마츠야마, 에어서울은 타마츠, 요나고 등 일본 소도시로 취항을 하고 있으며 합병 이후로도 스테디셀러 노선인 도쿄, 오사카, 후쿠오카, 삿포로의 운항 횟수를 유지하며 일본 소도시 노선을 확장할 것으로 예상된다.

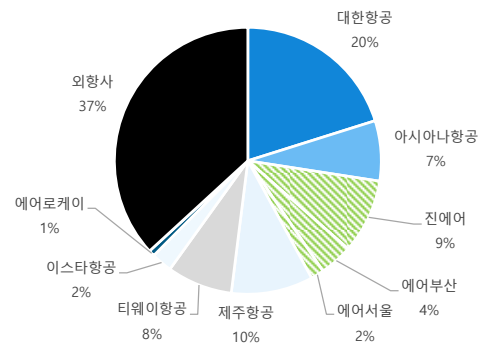
동남아 노선, 중국 노선의 경우 외항사 비중이 높고, 점유율이 낮아 3사 통합 이후에도 상대적으로 영향력은 크지 않을 것으로 보인다. 동남아 노선은 중복 시간대를 조정하여 운항의 효율성을 높일 것으로 보이고, 중국 노선은 운수권이 제한되어 운항 횟수를 늘리기 어려워 현재 상황을 유지할 것으로 예상된다.

그림23. 일본 노선 국제선 점유율



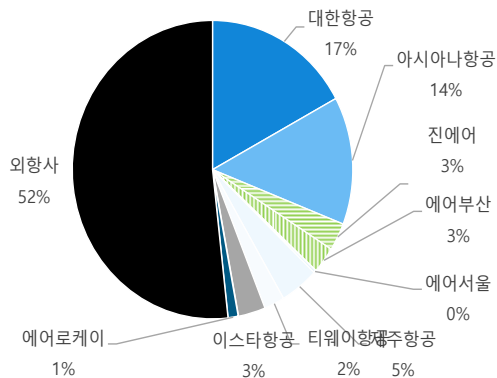
자료: 인천공항공사, 한국공항공사, iM증권 리서치본부

그림24. 동남아 노선 국제선 점유율



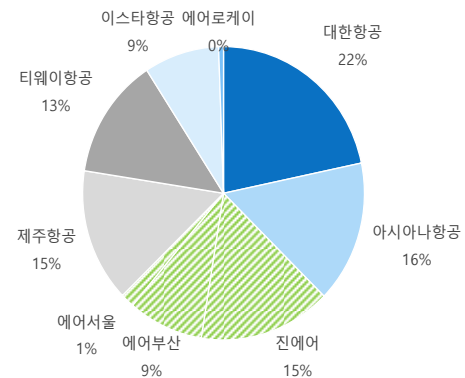
자료: 인천공항공사, 한국공항공사, iM증권 리서치본부

그림25. 중국 노선 국제선 점유율



자료: 인천공항공사, 한국공항공사, iM증권 리서치본부

그림26. 국내선 점유율



자료: 인천공항공사, 한국공항공사, iM증권 리서치본부

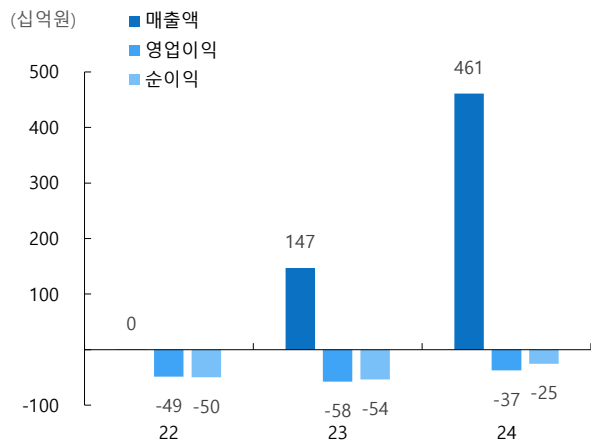
신생 LCC의 잔혹사

이스타항공, 에어로케이 등 영세 LCC의 사정은 더욱 나쁘다. 2026년 역시 외부자금 조달이 필요할 것으로 예상된다.

이스타항공은 2023년 사모펀드 VIG파트너스에 매각된 이후, 총 1,700억원의 유상증자가 있었다. 2024년 연간 영업손실 374억원을 기록했고, 2024년말 기준 완전자본잠식(자본 -149억원)에 빠졌다. 2025년 영업손실은 전년대비 더욱 클 것으로 보인다. 2025년 6월 600억원의 유상증자로 운영자금을 확보했으나, 2026년 상반기 추가 자본조달이 필요할 것으로 예상된다.

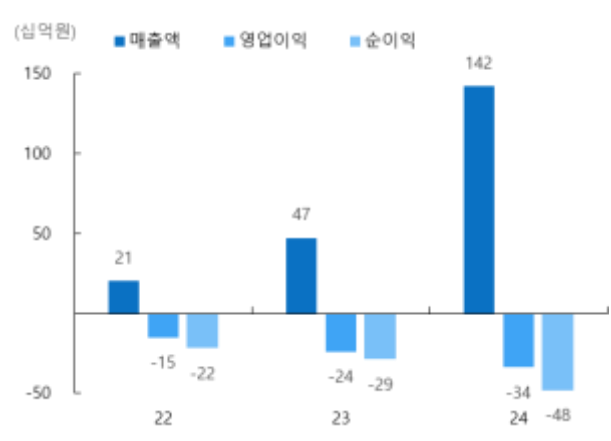
에어로케이는 2022년 대명화학그룹에 매각되고, 370여억원의 대여금이 발생했고, 130억원의 유상증자가 진행되었다. 2024년 기준 340여억원의 영업손실을 기록하였고, 2025년에는 적자 폭이 더욱 커졌을 것으로 보인다. 에어로케이도 2026년 상반기 추가 자본조달이 예상된다.

그림27. 이스타항공 손익계산서(일반기업회계기준)



자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림28. 에어로케이 손익계산서(IFRS)



자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림29. 이스타항공 주요 타임라인

일시	내용
2023.01	VIG파트너스, 이스타항공 350억원에 인수
2023.01	1,100억원 주주배정 유상증자
2023.02	AOC(항공운항증명) 취득
2023~2024.11	4호기 ~ 15호기 도입
2025.06	600억원 주주배정 유상증자
2025.09	16, 17호기 도입

자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림30. 에어로케이 주요 타임라인

일시	내용
2020.12	운항증명(AOC) 허가
2022.08	대명화학그룹(디에이피)에 매각(300억원)
2023~2024	2~7호기 도입
2024	에어로케이홀딩스에 150억원 대여금
2025	8~9호기 도입(총 기재 8기)
2025	에어로케이홀딩스에 130억원 유상증자, 224억원 대여금
2025.12	에어로케이 500억원 유상증자

자료: Dart, iM증권 리서치본부

항공 업계는 합병과 구조조정 가능성으로 커다란 변화가 예상

2027년 이후 항공 업계는 대한항공과 아시아나항공 합병, 한진그룹 LCC 3사의 통합, 그리고 중소형 LCC들의 구조조정 가능성으로 큰 변화가 예상된다.

중단거리 노선에서의 경쟁 강도 강화와 이에 따른 운임 하락으로 LCC들은 수익성에 큰 어려움을 겪고 있고, 특히 중소형 LCC들은 캐쉬 버닝이 계속 발생하고 있는 상황이다. 코로나 팬데믹 기간에는 항공사들이 여객 수요 턴어라운드를 기다리며, 외부 자금 조달, 정책 자금으로 영업활동을 지속했다면, 현재는 자연스러운 공급 과잉으로 접어들어 코로나 팬데믹 기간만큼의 자금을 조달할 수 있는 상황도 아니다. 궁극적으로는 영세 LCC의 경우 구조조정의 가능성이 높다고 판단한다.

그림31. 2027년 국내 항공 업계 변화 예상



자료: iM증권 리서치본부

II. 대한항공-아시아나항공 합병 시너지

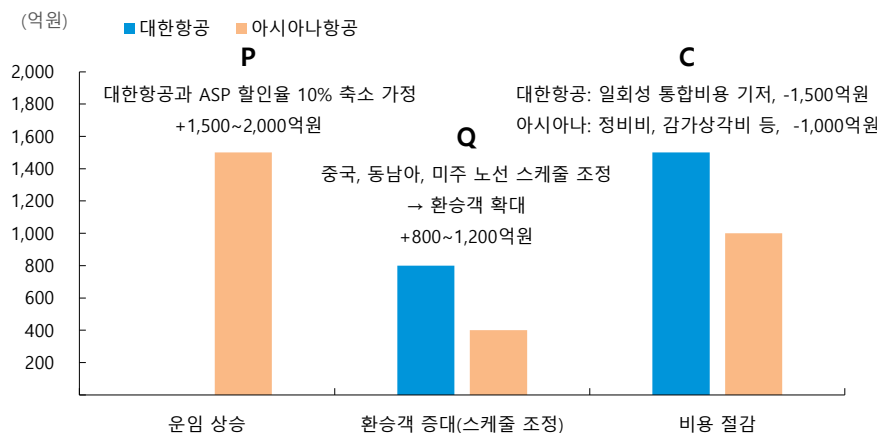
2026년 12월 대한항공과 아시아나항공의 합병이 예정되어 있다. 양사 합병으로 인한 기대 효과는 1) 환승 승객 증가에 따른 탑승률 상승, 2) 아시아나항공의 운임 상승, 3) 비용 감소다. 일회성을 제외한 경상이익 관점으로 통합 시너지 효과는 2025년 영업이익의 대비 +3,000~4,000여억원으로 추정된다.

Q: 통합 대한항공은 꾸준한 상용 수요와 운임이 높은 미주 노선의 운항 확대를 통해 매출과 수익성을 높일 것으로 예상된다. 현재 양사의 중복 운항으로 환승 수요가 높은 중국, 동남아, 미주 노선은 다소 비효율적인 상황이다. 미주 노선 등 주요 환승 노선의 2025년 대비 탑승률 1%p 개선을 가정하면 연결 기준 800~1,200억원의 영업이익의 증가 효과를 기대할 수 있다.

P: 2025년 아시아나항공의 평균 ASP(편도 기준)는 미주 노선이 82만원, 구주 노선이 68만원으로 대한항공 대비 미주 노선은 22%, 구주 노선은 40%의 할인율을 보이고 있다. 기존 할인율 대비 10%p 개선된다면 2025년 기준 아시아나항공의 약 1,500여억원의 영업이익의 증가 효과를 기대할 수 있다.

C: 중장기적으로는 정비비, 감가상각비, 단기적으로는 통합 비용 감소 기저효과를 기대할 수 있다. 대한항공과 아시아나항공의 RASK(Revenue Per ASK) 대비 CASK(Cost Per ASK, 연료비 제외) 비율은 아시아나항공이 75%로 대한항공의 66% 대비 매우 높다. 이는 구조적으로 아시아나항공의 비용 통제력이 상대적으로 낮다는 것이다. 아시아나항공의 CASK/RASK가 1%p 개선될 시 약 600억원의 영업이익의 증가 효과가 있다. 정비비, 감가상각비 등에서 비용 감소가 예상된다.

그림32. 대한항공-아시아나항공 합병 시너지 추정



자료: iM증권 리서치본부

통합 항공사의 시너지 ①: 중국, 동남아 ↔ 미주 노선의 연결성 증대

통합 대한항공은 꾸준한 상용 수요와 운임이 높은 미주 노선의 운항 확대를 통해 매출과 수익성을 높일 것으로 예상된다. 구체적으로 중국, 동남아, 미주 노선의 스케줄 효율화, 미주 노선 운항 횟수 증대가 예상된다.

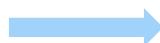
대한항공과 아시아나항공은 중국과 동남아 노선에서의 주요 환승 노선인 푸둥, 베이징, 광저우, 마닐라, 방콕, 호치민, 하노이 등에서 출/도착 시간이 대거 겹친다. 대표적으로 마닐라 → 인천 노선은 대한항공이 하루 4편, 아시아나항공이 하루 2편이 편성되어 있는데, 아시아나항공의 출발 시간은 모두 대한항공의 출발 시간과 30분 이내로 겹친다. 주요 환승 노선 푸둥, 베이징, 광저우, 마닐라, 방콕, 호치민, 하노이의 일주일간 운항 횟수는 대한항공이 136편, 아시아나항공이 108편에 달한다.

주요 환승 노선의 스케줄을 효율화하며 궁극적으로 미주 노선의 공급 증가 및 탑승률 개선을 꾀할 것으로 보인다. 2026년부터 대한항공은 미주 노선의 공급력 확대가 계획되어 있다. 우선 대한항공은 인천 - 애틀랜타 노선의 운항 편수를 2025년 주 7회에서 2026년 5월 14회까지 증편할 예정이다. 또한 미국 내 신규 취항지도 검토하고 있는 것으로 보인다.

그림33. 합병 이후 환승 수요 높일 것

주요 환승 노선 시간					주요 미주 노선 시간				
노선	항공사	출발시간	도착 시간	주간 운항 횟수	노선	항공사	출발시간	도착 시간	주간 운항 횟수
푸둥 → 인천	대한항공	08:50	12:00	7	인천 → 뉴욕	대한항공	10:00	10:00	7
		11:20	14:25	7			19:30	19:30	7
		14:00	17:10	7	인천 → LA	대한항공	14:30	08:30	7
	아시아나	08:25	11:20	7			19:40	13:40	7
		11:35	14:30	7	인천 → 시애틀	대한항공	16:10	09:00	7
		13:10	16:00	7			21:00	13:55	7
		16:25	19:20	7	인천 → 샌프란	대한항공	16:00	21:30	7
마닐라 → 인천	대한항공	0:55	06:00	7			12:45	06:30	5
		3:10	08:10	7					
		12:30	17:25	7					
		23:40	04:25	7					
	아시아나	12:05	16:55	7					
		23:50	05:00	7					

시간대 다변화를 통한 고객 확대



신규 미주 노선 확대(애틀랜타, 덴버),
공급자력 확대와 탑승률 개선

2025년 기준 대한항공의 미주 노선 여객 수는 314만명을 기록했고, 평균 탑승률은 86.1%다. 스테디셀러인 인천 - 뉴욕, 인천 - LA에서 높은 탑승률을 유지하고 있다. 대한항공과 아시아나항공의 주요 환승 노선의 스케줄 조정과 인천공항의 허브화 전략으로 미주 노선 탑승률은 개선될 것으로 전망된다.

대한항공(별도) 기준 미주 노선의 탑승률 1%p 개선 시 2025년 기준으로 매출액이 420억원 증가하고, 해당 매출액은 고정비성 비용이 모두 제거된 상황으로 대부분이 영업이익으로 플러스가 될 수 있다. 2%p 개선 시 매출 증가 효과는 830여억원이다.

주요 아시아 환승 노선(푸둥, 마닐라 등)의 주간 편성 횟수가 103편(미주 노선 109편)인 점을 고려 시 주요 환승 노선의 탑승률 개선에 따른 매출 증가 효과도 클 것으로 보인다. 결론적으로 아시아 환승 노선, 미주 노선의 탑승률 개선에 따른 영업이익의 증가 효과는 별도 기준 600~1,200여억원으로 추산된다.

표4. 대한항공 2025년 미주 노선 여객 수, 탑승률(추정) 1

순위	뉴욕	LA	밴쿠버	호놀룰루	애틀랜타	시애틀	토론토
여객 수	466,326	481,121	319,522	219,433	212,298	194,504	188,942
주간 운항횟수	14	14	11	7	7	7	7
탑승률(추정)	87.1	89.9	91.5	90.9	95.5	87.5	85.0

자료: Airportal, iM증권 리서치본부

표5. 대한항공 2025년 미주 노선 여객 수, 탑승률(추정) 2

순위	라스베이거스	샌프란시스코	시카고	댈러스	워싱턴	보스턴
여객 수	182,360	178,119	176,908	176,709	174,062	169,718
주간 운항횟수	7	7	7	7	7	7
탑승률(추정)	82.0	80.1	79.6	79.5	78.3	81.9

자료: Airportal, iM증권 리서치본부

표1. 대한항공(별도) 미주 노선 탑승률 개선 시 실적 증가

내용	실적
미주 노선 여객 수(2025, 명)	3,140,022
2025년 평균 탑승률	86.1%
2025년 대한항공 미주 노선 매출(십억원)	3,588
미주 노선 평균 ASP(편도, 백만원)	1.14
탑승률 1%p 개선 시 매출 증가(십억원)	41.7
탑승률 2%p 개선 시 매출 증가(십억원)	83.3

자료: iM증권 리서치본부

인천국제공항 확장으로 허브 공항 경쟁력 높아질 것

인천국제공항은 2017년에는 제2여객터미널 준공, 2024년에는 제2여객터미널 확장 및 제4활주로를 건설하며 2025년 기준 연간 1억6백만명, 화물 630만톤 처리 역량을 갖췄다. 2025년 기준 인천공항의 연간 국제 여객 수는 7,355만명, 화물은 295만톤을 처리하여 약 여객은 44%, 화물은 113%의 여유가 있다.

제2여객터미널 확장으로 인천공항 취항 항공사는 2019년 88개에서 2025년 101개로, 취항 도시도 2019년 173개에서 2025년 183개로 증가했다. 아직 여객 처리량에 여유가 있어 신규 취항 도시와 항공사는 더욱 늘어날 것으로 전망된다.

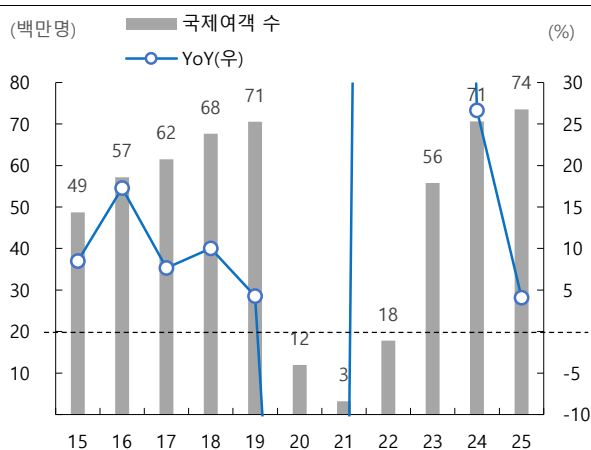
2024년 인천공항은 여객 기준으로 글로벌 3위(두바이 9,233만명, 런던 히드로 7,919만명) 규모이며, 화물 기준으로 글로벌 3위(홍콩 490만톤, 상하이 301만톤, 인천 290만톤)의 공항이다.

표6. 인천공항공사 제원

구분		용량
터미널 면적	제1 여객터미널	50.7만m ²
	제2 여객터미널	73.5만m ²
	탑승동	16.6만m ²
연간 처리능력	여객	1억600만명
	화물	630만톤
	운항	60만회
활주로 제원	제1,2 활주로(1단계)	3,750x60m
	제3 활주로(2단계)	4,000x60m
	제4 활주로(4단계)	3,750x60m
계류장	여객	225개소
	화물	60개소

자료: 인천공항공사, iM증권 리서치본부

그림34. 인천공항 국제 여객 수 추이



자료: 인천공항공사, iM증권 리서치본부

그림35. 2024년 국제 여객 공항 순위

순위	공항명	국제 객(천 명)
1	두바이	92,331
2	런던	79,194
3	인천	70,669
4	싱가포르 창이	67,063
5	암스테르담	66,822
6	샤를드골	64,469
7	이스탄불	62,975

자료: 인천공항공사, iM증권 리서치본부

인천공항의 여객 용량 확대와 적극적인 환승 수요 유치로 장기적으로 환승객 수는 늘어날 것으로 예상된다. 인천공항은 환승객을 늘리기 위해 여러 방안을 추진하고 있다. 대표적으로 심야 시간(오후 11시 ~ 오전 4시) 운항 활성화와 항공사 인센티브 확대다. 현재 인천공항의 심야 시간에는 동남아 위주로 편수가 집중되어 있으나, 유럽, 미주, 오세아니아 등 장거리 노선 운항도 확대할 계획을 가지고 있다. 이를 위해 인천공항은 6,000km 이상 장거리 노선에 신규 취항하는 항공사에 2년간 착륙료를 면제하고, 마케팅 비용을 일정 지원하는 정책을 2025년 12월 발표했다. 작년의 신규 취항한 주요 항공사는 알래스카항공(시애틀), 스칸디나비아항공(코펜하겐)이며 올해는 버진애틀랜틱항공(런던)의 취항이 계획되어 있다.

인천공항의 연결성이 강화되며 여러 환승 선택지가 생길 수 있다. 예를 들어 스칸디나비아항공의 신규 취항은 아시아 ↔ 인천 ↔ 코펜하겐 ↔ 북유럽의 연결성이 강화된다. 기존에는 북유럽 연결은 프랑크푸르트 공항이나 샤를 드 골 공항을 통해 연결되었다. 다양한 환승 선택지가 생기며 인천공항의 허브 공항으로의 경쟁력이 높아지는 것이다. 신규 항공사 취항은 O&D(Origin & Destination) 수요 증가로 이어지고, 자연스럽게 환승 수요 증가로 이어진다.

2025년 기준 인천공항의 환승객은 699만명으로 전년대비 3.6% 감소했다. 전체 국제 여객 수 대비 환승객 비중은 9.5%로 전년 10.3% 대비 0.8%p 하락했다. 중국 항공사의 러시아 영공 통과 강점과 유럽 취항 증가로 환승 수요를 흡수했고, 기존 높은 환승 비중을 기록하는 인천 - 방콕 노선의 여객 수가 감소한 영향으로 파악된다.

그림36. 인천공항 환승 여객 수 추이

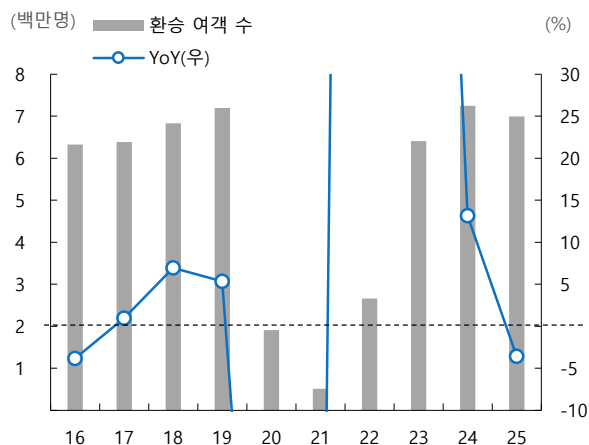
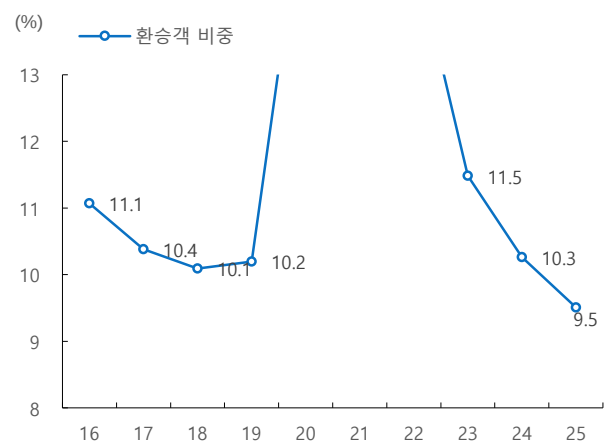


그림37. 인천공항 환승객 비중



대한항공, 아시아나항공 합병에 따른 노선 효율성 강화와 인천공항의 환승 수요 유치 노력은 환승객 증가로 이어질 예정이며, 환승객 증가는 기존 O&D 수요보다 탑승률을 크게 상승시킬 수 있어 수익성에 매우 긍정적이다.

2025년 기준 인천공항 환승객 수가 많은 노선을 살펴보면 인천공항의 환승객의 이용 패턴은 미주(LA, 뉴욕, 시애틀 등) ↔ 인천 ↔ 동남아(마닐라, 방콕, 호치민 등)와 미주 ↔ 중국(푸둥, 베이징)/일본(나리타, 간사이)이다.

승객 대비 환승객 비중이 높은 노선은 시애틀(47.8%), 애틀란타(42.0%), 뉴욕(40.7%), 밴쿠버(40.3%) 노선으로 미주 노선에 편중되어 있다. 위 노선들은 비즈니스 수요가 꾸준한 노선으로 인천공항은 동남아/중국/일본의 미주행 수요의 허브 공항으로 자리잡고 있다.

인천공항 환승객 수 절대 다수는 대한항공, 아시아나항공이 차지하고 있다. 2025년 기준 두 항공사는 전체 환승객 중 각각 51.8%, 27.2%의 점유율로 합산 79%다. 3위인 델타항공의 대한항공과의 코드셰어를 고려하면 두 항공사가 과점 시장을 형성하고 있다.

표7. 2025년 인천공항 환승 노선 Top 10

순위	노선	환승 여객	국제 여객 수(명)	전체 승객 대비 환승 비중	전체 환승객 중 비중
1	마닐라(MNL)	516,817	1,763,973	29.3	7.4
2	로스앤젤레스(LAX)	441,974	1,233,763	35.8	6.3
3	뉴욕 JFK(JFK)	319,157	784,564	40.7	4.6
4	방콕(BKK)	301,458	2,459,081	12.3	4.3
5	호치민(SGN)	291,982	1,463,651	19.9	4.2
6	시애틀(SEA)	279,330	584,125	47.8	4.0
7	애틀란타(ATL)	242,164	576,566	42.0	3.5
8	도쿄 나리타(NRT)	234,726	4,617,603	5.1	3.4
9	밴쿠버(YVR)	222,354	551,649	40.3	3.2
10	푸둥(PVG)	205,023	2,132,520	9.6	2.9

자료: Airportal, iM증권 리서치본부

표8. 2025년 항공사별 환승객 수 Top 3

순위	노선	환승 여객	국제 여객 수(명)	전체 승객 대비 환승 비중	전체 환승객 중 비중
1	대한항공(KAL)	3,645,303.0	32,220,920.0	11.3	51.8
2	아시아나항공(AAR)	1,915,163.0	21,589,373.0	8.9	27.2
3	델타항공(DAL)	480,636.0	991,716.0	48.5	6.8

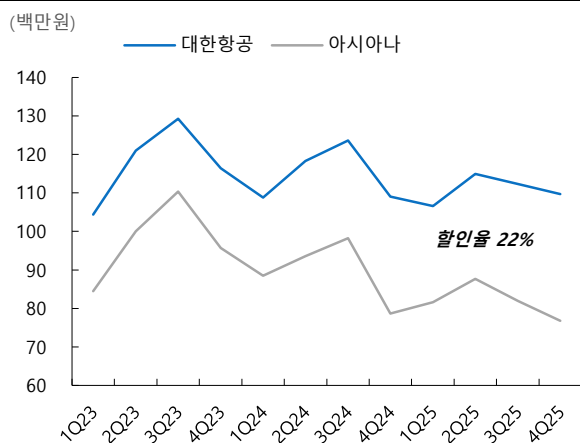
자료: Airportal, iM증권 리서치본부

통합 항공사의 시너지 ②: 아시아나항공 ASP 상승

2027년 이후 아시아나항공은 대한항공에게 흡수 합병되어 기존 대한항공과 아시아나항공의 티켓 가격 차이도 대거 사라질 것으로 예상된다. 아시아나항공의 주력 노선인 미주 노선과 유럽 노선의 2025년 기준 매출액은 각각 1.1조원, 0.7조원이다. 평균 ASP(편도 기준)는 미주 노선이 82만원, 구주 노선이 68만원으로 대한항공 대비 미주 노선은 22%, 구주 노선은 40%의 할인율을 보이고 있다.

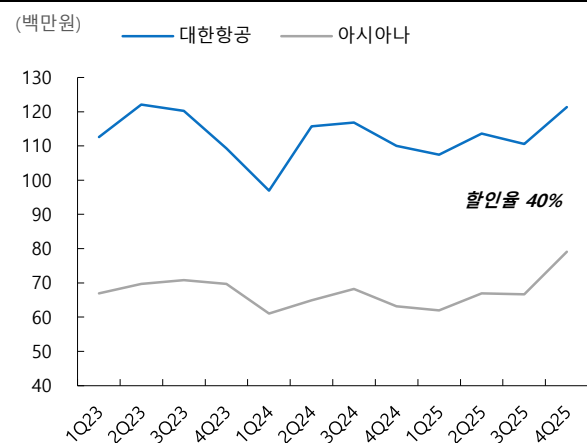
기존 할인율 대비 10%p 개선된다면 2025년 기준 아시아나항공의 매출 증가 효과는 미주 노선에서 1,140억원, 구주 노선은 730억원이며, 영업이익 플러스로 계산이 가능하다. 합산 약 1,800여억원이며, 기타 변동비 증대와 탑승률 하락을 감안 시 1,500여억원의 플러스 효과를 기대할 수 있다. 이는 2025년 아시아나항공(별도)의 영업이익 -3,452억원을 일부 해소할 수 있다.

그림38. 대한항공, 아시아나항공 미주 노선 평균 ASP 추이



자료: 인천공항공사, iM증권 리서치본부

그림39. 대한항공, 아시아나항공 구주 노선 평균 ASP 추이



자료: 인천공항공사, iM증권 리서치본부

표9. 아시아나항공 ASP 개선 시 매출 증가 효과(2025년 기준)

	미주 노선	구주 노선
매출(십억원)	1,142	729
여객 수	1,387,337	1,065,941
평균 ASP(백만원)	0.82	0.68
KAL 대비 할인율 10% 축소	0.91	0.75
- 매출 증가 효과(십억원)	114	73
KAL 대비 할인율 20% 축소	0.99	0.82
- 매출 증가 효과(십억원)	228	146

자료: iM증권 리서치본부

대한항공과 아시아나항공의 주요 수익원인 미주 노선에서의 수익성 강화도 기대할 수 있다. 델타항공과의 코드쉐어(공동운항)를 포함하면 대한항공과 아시아나항공의 미주 노선의 운임 결정력이 더욱 높아질 것으로 예상된다.

2026년 1월 기준 인천과 미주 노선의 주간 운항횟수는 총 250회이며, 이 중 대한항공이 109회, 아시아나항공이 36회를 운항하고 있다. 운항횟수 기준 양사의 점유율은 대한항공이 44%, 아시아나항공이 14%로 합산 58%다. 델타항공, 에어캐나다의 코드쉐어를 포함하면 해당 항공사들의 운항 점유율은 78%까지 상승하게 된다.

추가적으로 대한항공은 금년 3월 애틀란타의 주간 운항횟수를 기존 7회에서 11회로 5월부터는 14회로 증편한다. 또한 언론보도에 따르면 덴버 등 미주 노선의 신규 취항지도 검토하고 있는 것으로 파악된다.

참고로 양사의 기업결합에 따른 공정위의 구조적 조치(2019년 대비 물가상승률 이상으로 운임 제한)는 기존 5개 노선(LA, 뉴욕, 샌프란시스코, 호놀룰루, 시애틀)에서 3개 노선으로 축소되었다(LA, 뉴욕, 샌프란시스코). 2026년 1월부터 시애틀과 호놀룰루 노선이 경쟁 항공사 취항으로 구조적 조치가 완료되었다. LA, 뉴욕, 샌프란시스코의 구조적 조치는 금년 중 해소될 것으로 예상된다.

표10. 인천 - 미주 노선 항공사별 운항 횟수(주간 단위)

도시	대한항공	아시아나항공	에어프레미아	티웨이항공	외항사	총 운항횟수
로스앤젤레스	14회	14회	11회	-		39회
뉴욕	14회	7회	7회	-	유나이티드항공(7회 예정)	28회
샌프란시스코	7회	5회	4회	-	유나이티드항공 14회	30회
호놀룰루	7회	5회	4회	-		16회
시애틀	7회	5회	-	-	델타항공 7회(KAL 코드쉐어), 하와이안항공 5회	24회
댈러스	7회	-	-	-	아메리칸항공 7회	14회
애틀란타	7회(14회 예정)	-	-	-	델타항공 14회(KAL 코드쉐어)	21회
시카고	7회	-	-	-		7회
라스베이거스	7회	-	-	-		7회
워싱턴 D.C.	7회	-	-	-		7회
보스턴	7회	-	-	-		7회
솔트레이크시티	-	-	-	-	델타항공 7회(KAL 코드쉐어)	7회
디트로이트					델타항공 7회(KAL 코드쉐어)	7회
미니애폴리스					델타항공 7회(KAL 코드쉐어)	7회
밴쿠버	11회	-	-	4회	에어캐나다 7회(OZ 코드쉐어)	22회
토론토	7회	-	-	-	-	7회
합계	109회	36회	26회	4회	75회	250회
- 점유율	43.6%	14.4%	10.4%	1.6%	30.0%	100%

자료: Airportal, iM증권 리서치본부

통합 항공사의 시너지 ③: 비용 감소(통합 비용 기저효과, 정비비 등)

대한항공과 아시아나항공 합병으로 전반적인 비용 감소 효과가 있을 것으로 예상된다. 중장기적으로는 정비비, 감가상각비, 단기적으로는 통합 비용 감소 기저효과다.

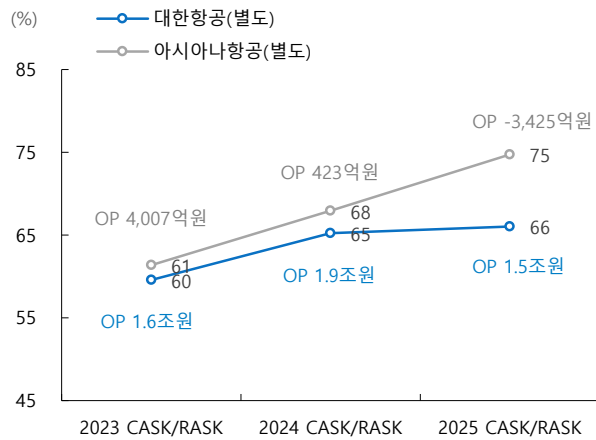
대한항공과 아시아나항공의 RASK(Revenue Per ASK), CASK(Cost Per ASK, 연료비 제외)를 분석하면 RASK 대비 CASK 비율이 아시아나항공이 상대적으로 높다(2025년 대한항공 66%, 아시아나항공 75%). 이는 구조적으로 아시아나항공의 비용 통제력이 상대적으로 낮다는 것이다. 2025년 기준 아시아나항공의 RASK대비 CASK가 대한항공과 같은 66%까지 하락한다면 연간 영업이익은 약 5,600여억원 증가하는 구조다. 1%p 하락 시 마다 약 600여억원에 영업이익 증가 효과가 있다. 아시아나항공의 비용 감소 요인으로는 정비비, 감가상각비 등 대부분의 비용이 해당된다.

① 정비비: 현재 대한항공은 현재 영종도 엔진 공장을 건설하고 있다. 공장은 2024년 착공하여 2027년 완공 예정이다. 대한항공의 엔진 공장 준공으로 영종도 엔진 공장이 완공되면 대한항공의 연간 정비 가능 대수는 기존 100대에서 360대, 정비 가능 엔진 종류는 기존 6종에서 9종으로 늘어나 대한항공과 아시아나항공의 기재를 대부분 감당할 수 있다. 엔진 정비비의 경우 전체 정비비에서 가장 큰 비중(50% 수준)을 차지하며, 대당 50~100억원이 소요되는 것으로 알려져 있다. 엔진 정비 외주 수수료는 대략 5~10억원(엔진정비 비용의 5~10%)으로 알려져 있다. 영종도 엔진 공장이 가동되면 대한항공의 경우 5% 수준, 아시아나항공의 경우 10% 수준의 정비비 절감 효과를 기대할 수 있다. 이는 연환산 대한항공 200억원, 아시아나항공 700억원 수준이다.

② 감가상각비: 합병 이후 스케줄 효율화를 진행하며 아시아나항공의 운용리스 42대의 일부 정리 혹은 재계약 시 기존 대비 금융 조건이 유리해질 것으로, 아시아나항공의 리스부채는 총 4.2조원이며, 이 중 고정금리 리스부채는 3.2조원으로 77%를 차지한다. 고정 금리는 4.03~7.56% 범위에 있다. 이에 반해 대한항공의 리스 부채는 7.5조원 중 고정 금리는 4.2조원이며, 고정금리 범위는 2.1%~6.9%다. 아시아나항공의 3.2조원 규모 고정금리 리스부채의 금리가 1.0%p 하락할 때마다 연간 320억원 규모가 절감될 수 있다.

③ 통합 간접비: 대한항공의 2025년 영업비용 중 기타 비용은 1.2조원으로 전년대비 2,154억원, 매출액 대비 기타 비용 비중은 2025년 6.4%에서 7.5%로 1.1%p 상승했다. 항공우주원가가 늘어난 부분도 있지만 대부분은 아시아나항공 통합 관련 비용(SI 통합, 시설 비용)으로 추정된다. 통합 관련 비용은 2026년에도 지속될 것으로 예상되며, 2027년부터는 통합 관련 비용에 대한 기저효과가 발생할 것으로 예상된다.

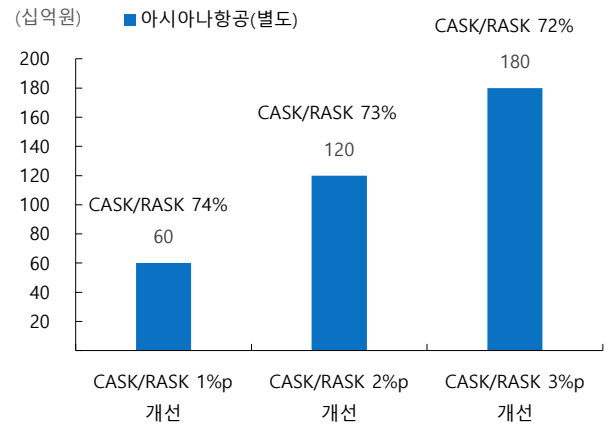
그림40. 대한항공/아시아나항공 영업이익과 CASK/RASK 추이



자료: Dart, iM증권 리서치본부

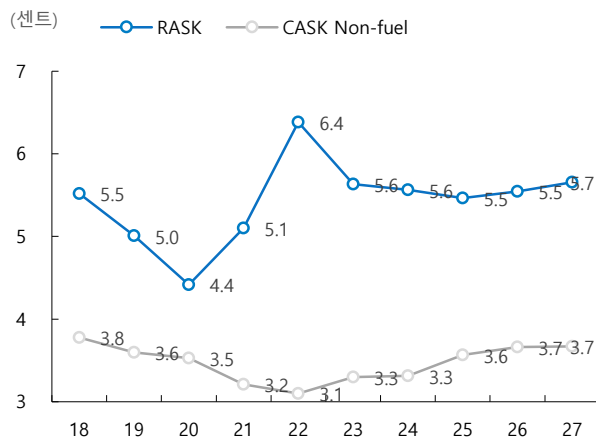
주: CASK는 연료비 제외

그림41. 2025년 기준 CASK/RASK 개선과 영업이익 증가 폭



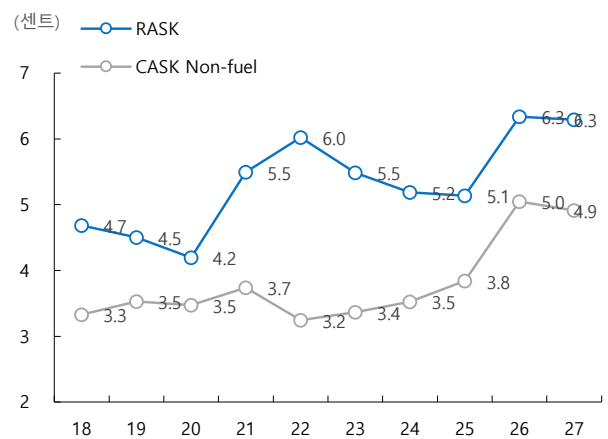
자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림42. 대한항공 RASK, CASK Non-fuel 추이



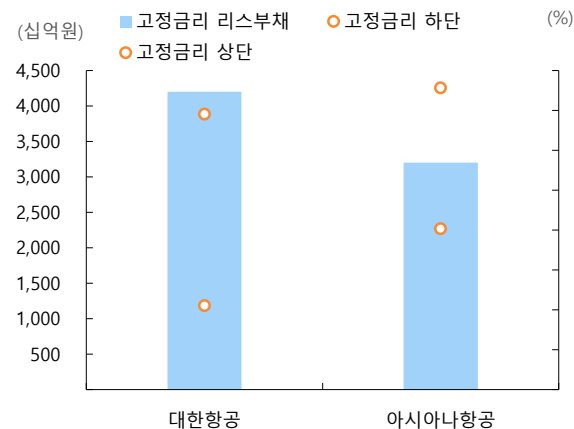
자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림43. 아시아나항공 RASK, CASK Non-fuel 추이



자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림44. 대한항공, 아시아나항공 고정금리 리스부채



자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림45. 대한항공 영종도 엔진공장

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

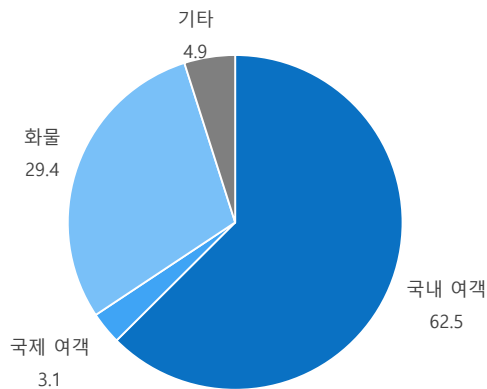
자료: 언론 보도, iM증권 리서치본부

2025년 대한항공 비용 복기: 비용 증가 분을 운임에 전가하지 못함

2025년 대한항공(별도) 매출액 16.5조원(+2.4% YoY), 영업이익 1.5조원(-19.1% YoY)을 기록했다. 유류단가 하락(-7% YoY 추정)으로 유류비 감소 효과가 있었으나, 전반적 비용이 크게 늘어났고, 비용 증가 분을 운임에 전가하지 못했다.

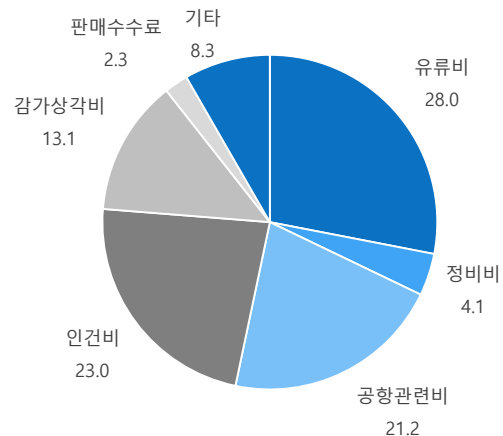
2025년 RASK(Revenue Per ASK)는 3% 하락했고, CASK(Cost Per ASK, 연료비 제외)는 6% 상승했다. 대한항공은 2025년에 신기재가 많이 늘어나며(+14대 YoY) 감가상각비가 3,600여억원 증가했고, 물가상승률에 맞춰 인건비, 공항관련비도 각각 2,230억원, 2,120억원 늘어나는 등 전반적으로 비용이 크게 증가했다. 하지만 국제선 Yield는 전년대비 5% 하락하며 비용 증가분을 운임에 충분히 전가하지 못했다.

그림46. 대한항공(별도) 매출 구조



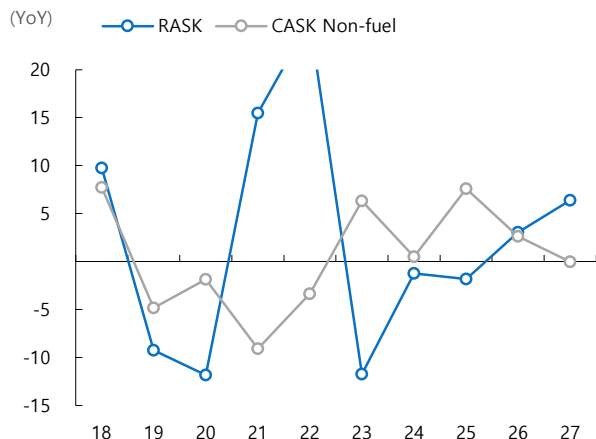
자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림47. 대한항공(별도) 비용 구조



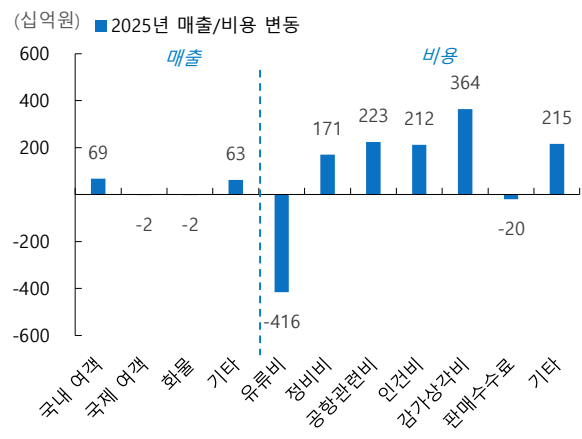
자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림48. RASK, CASK(Non-Fuel) 추이 및 전망(달러 기준)



자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림49. 2025년 대한항공 매출액, 비용 변동 YoY



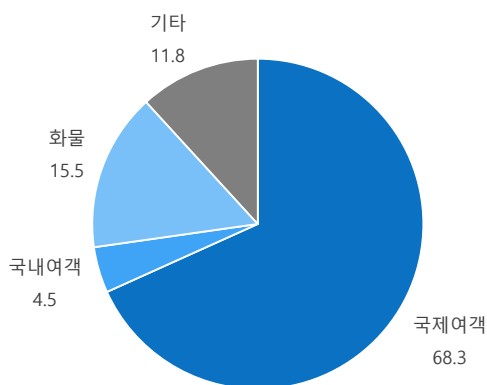
자료: Dart, iM증권 리서치본부

2025년 아시아나항공 비용 복기: 화물사업부 매각에도 비용 감소 효과 미미

2025년 아시아나항공(별도)는 매출액 6.2조원(-12.2% YoY), 영업이익 -3,425억원(적자전환 YoY)을 기록했다. 2025년 9월 화물사업부 매각으로 화물 사업 매출이 전년대비 7,610억원 감소했으나, 2025년 비용 감소는 전년대비 4,775억원에 불과했다. 유가 하락에 따른 유류비 감소 효과가 화물 사업부 매각 효과를 감안해도 2,500여억원인 수준으로 추정되어 화물 사업부 매각에 따른 비용 감소 효과는 미미했다.

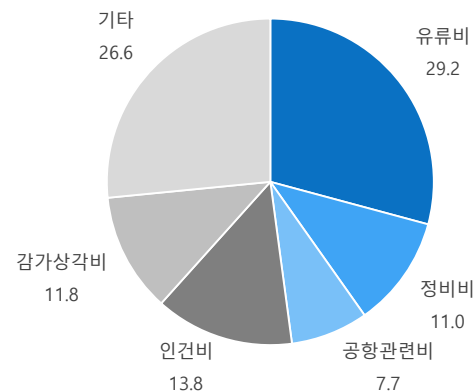
2025년 RASK는 3% 상승했으나, CASK(Non-fuel)는 13% 상승했다. 수익성이 상대적으로 좋은 화물사업부를 매각하여 매출 대비 비용 증가 효과가 더욱 컸다, 아시아나항공의 고정비성 항목이 고질적으로 영향을 미치고 있는 것으로 보인다.

그림50. 아시아나항공(별도) 매출 구조



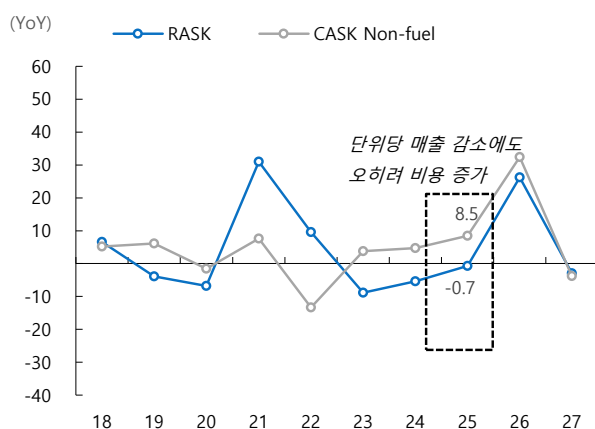
자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림51. 아시아나항공(별도) 비용 구조



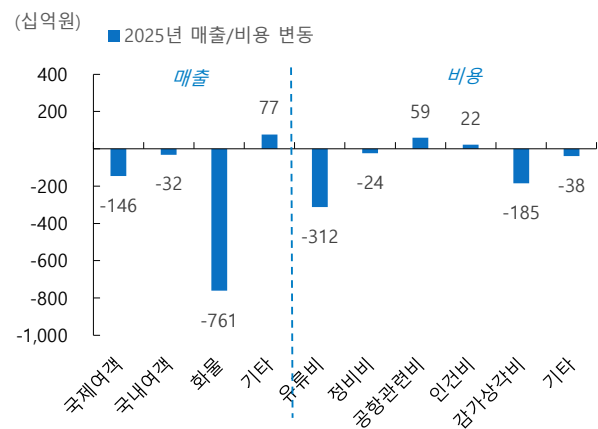
자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림52. RASK, CASK(Non-Fuel) 추이 및 전망(달러 기준)



자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림53. 2025년 아시아나항공 매출액, 비용 변동 YoY



자료: Dart, iM증권 리서치본부

주요 항공사 M&A 사례

지난 20여년간 주요 M&A는 대표적으로 델타항공-노스웨스트항공, 에어프랑스-KLM그룹의 합병이다. 두 합병 사례 모두 시너지 효과를 보여줬으며, 업황 회복과 함께 합병 전 대비 수익성이 개선되었다.

에어프랑스는 2004년 5월 KLM을 인수했다. 양 사의 합병의 목적은 시너지 창출로 수익과 비용 모두에서 시너지 창출을 목표로했다. 합병 당시 에어프랑스는 합병 시너지 목표로 3년차에는 EBITDA +2.2~2.6억유로, 5년차에는 EBITDA +3.85~4.95억유로를 제시했다. 매출 증가 효과를 40%, 비용 감소 효과를 60% 수준으로 측정했다. 에어프랑스의 매출액 2004년 127억유로, 순이익 1.2억유로에서 합병 3년 이후 2007년에는 매출액 230억유로, 순이익 9.1억유로로 당초 제시한 시너지 효과보다 더 큰 효과가 있었다. 업황 회복이 더욱 큰 실적 개선 효과가 있었지만, ASK당 비용, 영업이익(연료 제외)가 개선되며 매출 증가와 비용 감소 효과는 분명했다.

델타항공은 2008년 경영난을 해소하기 위해 노스웨스트항공을 인수했다. 당시 항공 업황은 구조적인 공급 증가와 수요 감소로 큰 어려움을 겪고 있었다. 합병 이전 대비 ASM당 영업이익은 시간이 흐를수록 개선되었으나, 합병 시너지 보다는 당시 항공업의 수요 회복이 더욱 큰 영향을 미쳤다. 다만 합병에 따른 매출 포트폴리오 다각화로 장기적인 경쟁력은 크게 강화되었다. 델타항공은 국내선 위주의 영업에서 태평양 노선의 매출 비중이 크게 확대되었고, 이는 장기적으로 델타항공 수익성에 긍정적인 영향을 미치고 있다.

표 11. 주요 항공사 M&A 사례

항공사	에어프랑스-KLM		델타항공-노스웨스트 항공	
	에어프랑스(2003년)	KLM(2003년)	델타항공(2007년)	노스웨스트항공(2007년)
매출액	127억유로	65억유로	191억달러	125억달러
영업이익	1.5억유로	-1.3억달러	11억달러	11억달러
- OPM	1.4%	-2.0%	5.7%	8.8%
당기순이익	1.2억유로	-4.2억달러	16억달러	21억달러
- WTI	\$31		\$72	
합병 시기	2004		2008	
+3년 매출액	231억유로		351억달러	
+3년 영업이익	12억유로		20억달러	
- OPM	5.4%		5.6%	
+3년 당기순이익	9억유로		8억달러	
- WTI	\$72		\$95	

자료: Airportal, iM증권 리서치본부

① 에어프랑스와 KLM 합병

2004년 5월 프랑스의 에어프랑스는 네덜란드 항공사 KLM를 인수했다. 두 회사는 에어프랑스-KLM 그룹의 자회사들로 단일 브랜드로 경영을 이어가고 있다. 당시 에어프랑스와 KLM은 당시 유럽 항공사 중 매출 규모 2위, 4위의 항공사다.

양 사 합병의 목적은 항공 얼라이언스를 증가하는 시너지를 창출하기 위한 것이었다. 구체적으로 여객/화물 노선 다변화에 따른 수익 창출, 정비 및 IT 통합 등에 따른 비용 감소 효과를 목표했다. 합병 당시 에어프랑스는 합병 시너지 목표로 3년차에는 EBITDA +2.2~2.6억유로, 5년차에는 EBITDA +3.85~4.95억유로를 제시했다. 매출 증가 효과를 40%, 비용 감소 효과를 60% 수준으로 측정했다.

양 사의 합병은 유럽 내 2위, 4위의 메가 딜로 합병 과정에서 EU 집행위원회를 통과하기 위해 100여개의 슬롯을 반납하고 운임 상승도 제한되었지만 실제 합병에 따른 시너지 효과가 있었다. 구체적으로 공항 조업비, 공항 라운지 비용, 기내식 비용 등에서 비용 절감효과가 있었고, 노선 확장(에어프랑스 신규 노선 40여개, KLM 90여개)과 균일한 운임 정책으로 고객 편의를 높였다.

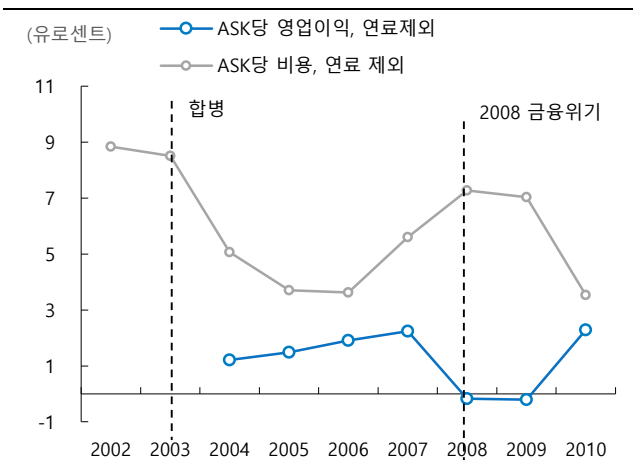
에어프랑스의 매출액 2004년 127억유로, 순이익 1.2억유로에서 합병 3년 이후 2007년에는 매출액 230억유로, 순이익 9.1억유로로 당초 제시한 시너지 효과보다 더 큰 효과가 있었다. 업황 회복이 더욱 큰 실적 개선 효과가 있었지만, ASK당 비용, 영업이익(연료 제외)가 개선되며 매출 증가와 비용 감소 효과는 분명했다.

그림54. 에어프랑스가 제시한 시너지 효과

Identified Potential Annual Synergies: ~ €440m			
Main actions:		Total annual synergies (€m Est)	
		Year 3	Year 5
Sales/Distribution	Coordination of sales structures Sales cost improvements Handling and catering	41	103
Network Revenue Manager Fleet	Network / scheduling optimization Revenue management harmonization Optimization of fleet utilization Coordinated management	85-130	130-155
Cargo	Network optimization Commercial alignments Support services	35	35
Maintenance	Procurement Insourcing Pooling (stacks, etc.)	25	60-65
IT systems	Progressive convergence of IT systems	20	50-75
Other	Procurement synergies	5-15	10-30
TOTAL*		220-260	385-455

자료: Airfrance, iM증권 리서치본부

그림55. 에어프랑스 ASK당 영업이익(연료비 제외) 추이



자료: Airfrance, iM증권 리서치본부

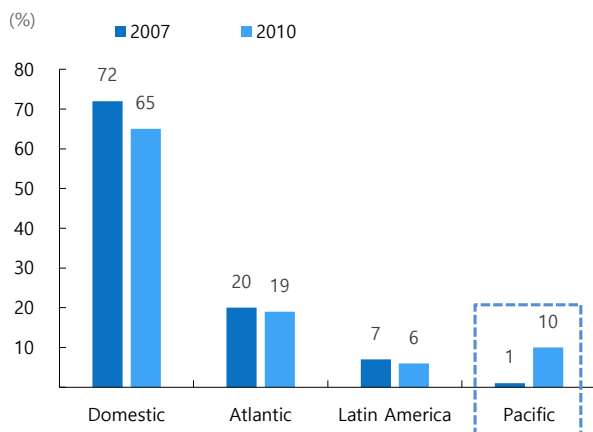
② 델타항공과 노스웨스트항공 합병

2008년 델타항공은 노스웨스트항공과의 합병을 결정했다. 델타항공과 노스웨스트항공은 당시 글로벌 시장 점유율 각각 2위, 4위의 메가 캐리어였다. 양사 합병은 경영난 해소를 위한 것으로, 당시 글로벌 항공 업계는 9.11 테러 이후의 수요 감소, 유가 급등, 그리고 LCC들의 출현으로 부진을 겪고 있었다. Airlines for America(미국항공 운송협회)는 미국 항공사들은 2001~2005년 누적 600억달러 이상의 손실을 입었다고 발표했다. 실제 델타항공과 노스웨스트항공 모두 2005년 파산보호를 신청했고 2007년 파산보호를 벗어난 바 있다.

2008년 합병 이후 불과 2년만인 2010년 합병 델타항공의 EPS는 흑자전환에 성공했다. 금융 위기 이후의 업황 회복이 수익성 개선의 주요 요인으로 파악된다. ASM당 영업이익(연료비 제외)는 2007년 2.6센트에서 2009년 1.5센트, 2010년 2.6센트, 2011년 2.9센트로 개선되었으나, 합병 시너지 효과보다는 전반적인 여객 수요 회복이 주요 요인으로 보인다. 아메리칸항공, 유나이티드항공 등 주요 항공사의 수익성도 당시 개선되었다.

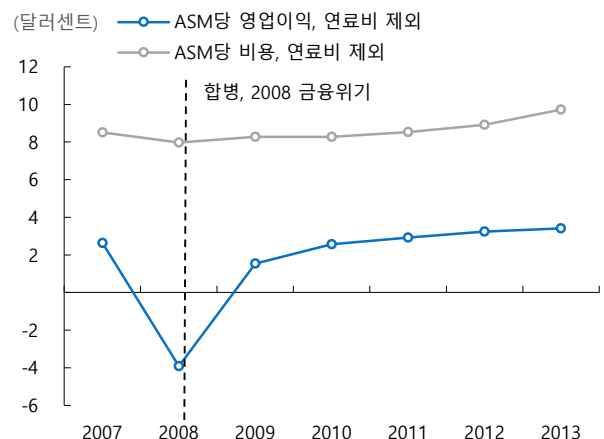
하지만 합병에 따른 매출 포트폴리오 다각화로 장기적인 경쟁력은 크게 강화되었다. 두 항공사는 합병으로 서로 약점을 보완할 수 있었는데, 델타항공은 아시아 시장의 점유율을 늘렸고, 화물 사업부를 확장했다. 노스웨스트는 국내선과 남미, 유럽 시장의 점유율을 늘릴 수 있었다. 지역별 매출 비중은 2007년 국내선 72%에서 2010년 65%로 줄어들었고, 대신 태평양 노선의 매출 비중이 2007년 1%에서 2010년 10%로 증가했다.

그림56. 델타항공 지역별 매출 비중 변화



자료: Delta, iM증권 리서치본부

그림57. 델타항공 ASM당 영업이익(연료비 제외) 추이



자료: Delta, iM증권 리서치본부



기업분석

대한항공 (003490)

방산 경쟁력 증대와 합병 시너지로 주가 상승 기대

제주항공 (089590)

완전한 실적 턴어라운드

대한항공 (003490)

2026.02.24

방산 경쟁력 증대와 합병 시너지로 주가 상승 기대

[건설/운송] 배세호
2122-9178 seho.bae@imfnsec.com

투자 의견 Buy 유지, 목표주가 34,000원으로 상향

대한항공에 대해 투자 의견을 Buy를 유지하고 목표주가를 기존 30,000원에서 34,000원으로 상향한다. 목표주가는 12개월 선행 EBITDA에 Target Multiple 5.8배를 적용해 산출했다. 자회사 실적 부진과 아시아나항공 통합 비용이 발생하고 있으나, 2026년 화물 업황 호조로 실적 안정성을 보여줄 것으로 예상된다. 2026년 무인기, 드론 등 방산 부문의 매출 확대가 예상되며 안드릴 등 주요 방산 업체와의 협업도 기대할 수 있다. 2027년에는 아시아나항공과의 합병 시너지가 본격화될 것으로 예상된다. 단기적인 실적 개선세는 크지 않지만 방산 사업의 역량 확대, 아시아나항공 합병 시너지 등 주가 측면에서는 큰 폭의 업사이드를 기대된다.

2027년부터 대한항공, 아시아나항공 합병 시너지 본격화

2026년 12월 대한항공과 아시아나항공의 합병이 예정되어 있다. 양사 합병으로 인한 기대 효과는 1) 환승 승객 증가에 따른 탑승률 상승, 2) 아시아나항공의 운임 상승, 3) 비용 감소다. 일회성을 제외한 경상이익 관점으로 통합 시너지 효과는 2025년 영업이익 대비 +3,000~4,000여억원으로 추정된다.

Q: 통합 대한항공은 꾸준한 상용 수요와 운임이 높은 미주 노선의 운항 확대를 통해 매출과 수익성을 높일 것으로 예상된다. 중국, 동남아, 미주 노선 등 환승 수요가 높은 운영 합리화로 탑승률 개선이 기대된다. 해당 노선의 1%p 개선을 가정하면 800~1,200억원의 영업이익 증가 효과를 기대할 수 있다.

P: 2025년 아시아나항공의 평균 ASP(편도 기준)는 대한항공 대비 미주 노선은 22%, 구주 노선은 40%의 할인율을 보이고 있다. 기존 할인율 대비 10%p 개선된다면 2025년 기준 아시아나항공의 약 1,500여억원의 영업이익 증가 효과를 기대할 수 있다.

C: 중장기적으로는 정비비, 감가상각비, 단기적으로는 통합 비용 감소 기저효과를 기대할 수 있다. 대한항공과 아시아나항공의 RASK(Revenue Per ASK) 대비 CASK(Cost Per ASK, 연료비 제외) 비율은 아시아나항공이 75%로 대한항공의 66% 대비 매우 높다. 아시아나항공의 CASK/RASK가 1%p 개선될 시 약 600억원의 영업이익 증가 효과가 있다.

항공우주 매출 확대, 무인기 사업에 주목할 필요

대한항공의 항공우주사업 부문 매출 확대, 또한 특히 무인기 사업과 안드릴과의 계약이 기대된다. 대한항공은 중고도 정찰용 무인항공기(MUAV)인 KUS-FS를 2024년부터 양산 중에 있으며, 저피탐 무인편대기(LOWUS), 중형 타격 무인기(Loitering Munition), 소형 협동 무인기(KUS-FX)를 개발 중에 있다. 대한항공의 무인기 사업 역량을 바탕으로 향후 안드릴과의 수주 계약 체결을 기대할 수 있다. 대한항공은 무인기 사업과 군용기 MRO 사업에서 약 2조원 수준의 수주잔고를 확보하고 있으며, 2026년에는 항공우주사업에서 전년 대비 50%가 늘어난 1.2조원 수준의 매출이 기대된다.

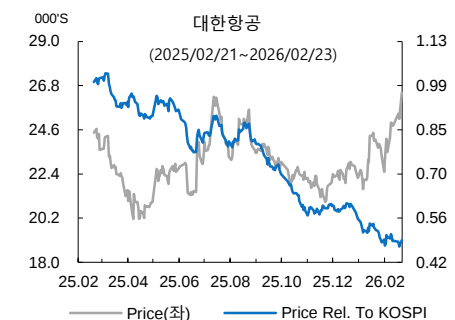
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	34,000원(상향)
증가(2026.02.23)	26,450원
상승여력	28.5 %

Stock Indicator	
자본금	1,847십억원
발행주식수	36,822만주
시가총액	9,739십억원
외국인지분율	18.6%
52주 주가	20,150~26,450원
60일평균거래량	2,219,262주
60일평균거래대금	52.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	9.8	23.6	6.4	8.2
상대수익률	-7.4	-28.1	-78.1	-112.0

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	17,871	25,226	24,615	25,523
영업이익(십억원)	2,110	1,114	1,226	1,777
순이익(십억원)	1,317	784	819	1,047
EPS(원)	3,577	2,130	2,224	2,843
BPS(원)	28,442	29,668	31,127	33,205
PER(배)	6.3	12.4	11.9	9.3
PBR(배)	0.8	0.9	0.8	0.8
ROE(%)	12.6	7.2	7.1	8.6
배당수익률(%)	3.3	2.8	2.8	2.8
EV/EBITDA(배)	5.4	5.6	5.1	4.4

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

대한항공-아시아나항공 합병 시너지

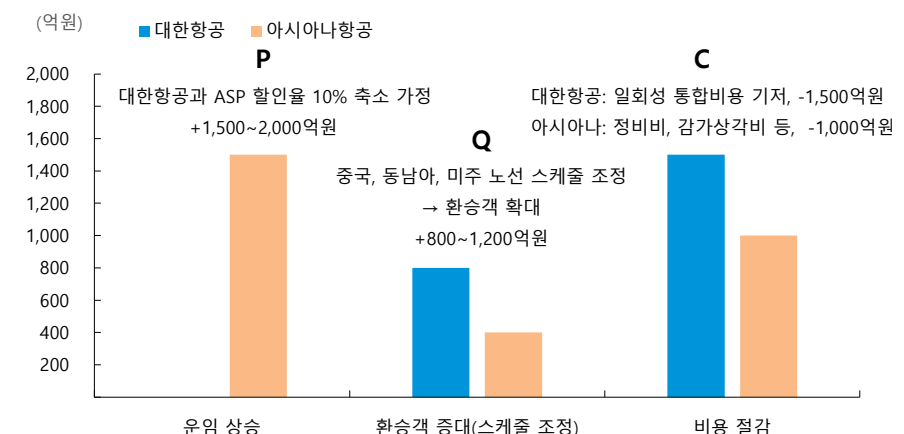
2026년 12월 대한항공과 아시아나항공의 합병이 예정되어 있다. 양사 합병으로 인한 기대 효과는 1) 환승 승객 증가에 따른 탑승률 상승, 2) 아시아나항공의 운임 상승, 3) 비용 감소다. 일회성을 제외한 경상이익 관점으로 통합 시너지 효과는 2025년 영업이익의 대비 +3,000~4,000여억원으로 추정된다.

Q: 통합 대한항공은 꾸준한 상용 수요와 운임이 높은 미주 노선의 운항 확대를 통해 매출과 수익성을 높일 것으로 예상된다. 현재 양사의 중복 운항으로 환승 수요가 높은 중국, 동남아, 미주 노선은 다소 비효율적인 상황이다. 미주 노선 등 주요 환승 노선의 2025년 대비 탑승률 1%p 개선을 가정하면 연결 기준 800~1,200억원의 영업이익의 증가 효과를 기대할 수 있다.

P: 2025년 아시아나항공의 평균 ASP(편도 기준)는 미주 노선이 82만원, 구주 노선이 68만원으로 대한항공 대비 미주 노선은 22%, 구주 노선은 40%의 할인율을 보이고 있다. 기존 할인율 대비 10%p 개선된다면 2025년 기준 아시아나항공의 약 1,500여억원의 영업이익의 증가 효과를 기대할 수 있다.

C: 중장기적으로는 정비비, 감가상각비, 단기적으로는 통합 비용 감소 기저효과를 기대할 수 있다. 대한항공과 아시아나항공의 RASK(Revenue Per ASK) 대비 CASK(Cost Per ASK, 연료비 제외) 비율은 아시아나항공이 75%로 대한항공의 66% 대비 매우 높다. 이는 구조적으로 아시아나항공의 비용 통제력이 상대적으로 낮다는 것이다. 아시아나항공의 CASK/RASK가 1%p 개선될 시 약 600억원의 영업이익의 증가 효과가 있다. 정비비, 감가상각비 등에서 비용 감소가 예상된다.

그림1. 대한항공-아시아나항공 합병 시너지 추정



자료: iM증권 리서치본부

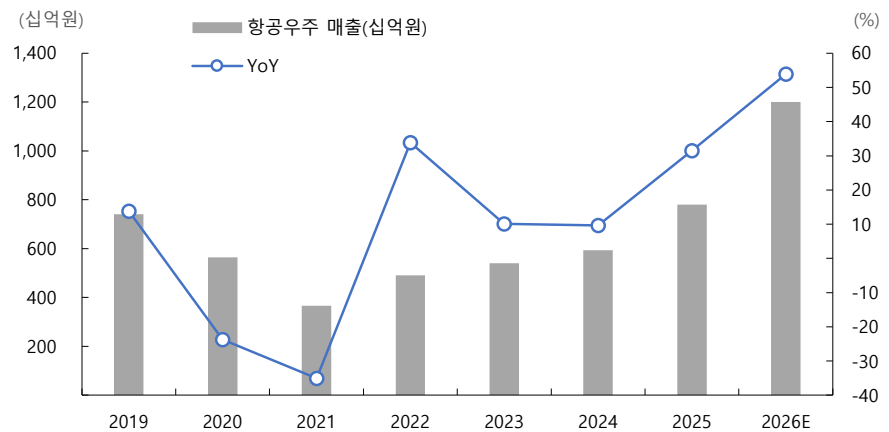
항공우주 매출 확대, 무인기 사업에 주목할 필요

대한항공의 항공우주사업 부문 매출 확대, 또한 특히 무인기 사업과 안두릴과의 계약이 기대된다. 항공우주 사업에는 보잉과 에어버스에 납품하는 동체, 그리고 군용기 MRO, 무인기 사업 등이 포함된다.

최근 주목 받고 있는 사업은 무인기와 군용기 MRO 사업이다. 무인기 사업은 현재 MUAV(Medium Altitude Unmanned Aerial Vehicle) KUS-FS 양산 단계에 돌입하였으며, 저피탐 무인편대기(LOWUS), 중형 타격 무인기(Loitering Munition), 소형 협동 무인기(KUS-FX)를 개발 중에 있다. 군용 MRO 사업은 미국과 한국의 군용기를 정비하는 사업으로 주요 트랙 레코드로는 2020년 미군 F-16 MRO(2,900억원 규모), 2023년 KC-330 창정비 수주 등이 있다. 2025년 4월에는 UH/HH-60 성능개량 사업을 수주했다.

대한항공은 무인기 사업과 군용기 MRO 사업에서 약 2조원 수준의 수주잔고를 확보하고 있으며, 2026년에는 항공우주사업에서 전년대비 50%가 늘어난 1.2조원 수준의 매출이 기대된다.

그림2. 대한항공 항공우주 매출 추이 및 전망



자료: iM증권 리서치본부

표1. 대한항공 항공우주 부문 주요 수주 내역

날짜	내용	전체금액	대한항공 지분(추정)	비고
2023-12	KUS-FS MUAV 양산(저피탐 무인기)	4,717억원	2,000억원	LIG넥스원, 한화시스템 컨소시엄
2025-01	UH/HH-60 성능개량사업	8,302억원	4,000억원	LIG넥스원 컨소
2025-10	전자전 항공기 개발	1.55조원	8,000억원	LIG넥스원 컨소

자료: iM증권 리서치본부

안두릴 인더스트리즈(Anduril Industries)는 2017년 설립된 미국의 방산 회사로 AI, 로보틱스 기반 자율 방산 시스템을 개발 및 제조하는 회사다. 핵심 제품은 센서, 드론, 무인체계를 묶어 운영하는 소프트웨어 플랫폼 Lattice와 이를 활용한 무인기 체계 라인업이다. 2025년 6월 시리즈G에서 기업가치 305억달러로 25억달러를 조달하였으며, 2026년 2월에는 기업가치 600억달러로 80억달러의 조달을 추진 중이다.

안두릴은 아시아 태평양 지역에서 현재 한국, 일본, 대만 등 지사를 설립하였으며, 그 중 한국에서는 2025년 4월 대한항공과 자율형 무인기(Autonomous Air Vehicles) 개발 협력을 체결했고, 향후에는 안두릴 제품 기반 무인기 모델 공동 개발, 안두릴 라이선싱 제품 생산 등의 계약을 체결할 것으로 기대된다.

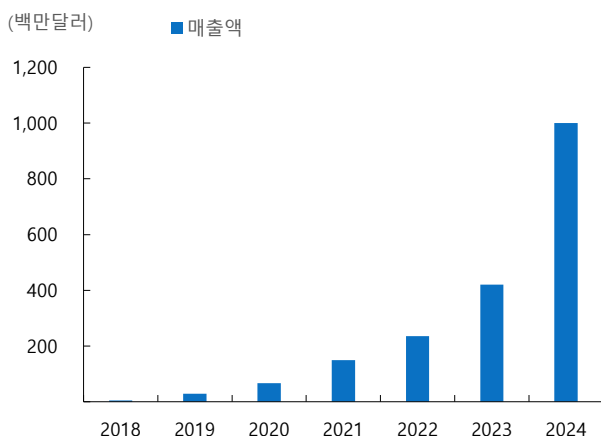
대한항공은 중고도 정찰용 무인항공기(MUAV)인 KUS-FS를 2024년부터 양산 중에 있으며, 저피탐 무인편대기(LOWUS), 중형 타격 무인기(Loitering Munition), 소형 협동 무인기(KUS-FX)를 개발 중에 있다. 대한항공의 무인기 사업 역량을 바탕으로 향후 안두릴과의 수주 계약 체결을 기대할 수 있다.

그림3. 향후 대한항공과 안두릴과의 무인기 생산 계약 기대(2025년 8월)

With this expansion Anduril will also be signing a new contract with Korean Air, Aerospace Business Division to co-develop UAS products, license production of additional Anduril products for the Indo-Pacific region, and explore the potential for a manufacturing and production facility in the Republic of Korea. This will establish a mutually cooperative system in the region.

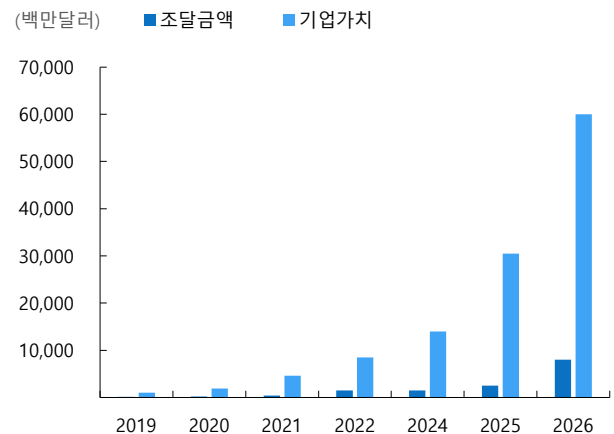
자료: Anduril, iM증권 리서치본부

그림4. 안두릴 매출 추이



자료: Anduril, iM증권 리서치본부

그림5. 안두릴 기업가치 추이



자료: 언론 보도, iM증권 리서치본부

비용 증가와 자회사 실적 부진에도 화물이 버티는 상황

2026년 연결기준 대한항공의 매출액은 24.6조원(-2.4% YoY), 영업이익은 1.2조원(+10.1% YoY)이 예상된다. 영업이익 기준으로 대한항공(별도) 1.6조원(+4.6% YoY), 아시아나항공 -3,267억원(적자지속 YoY), 진에어 171억원(흑자전환 YoY)이 예상된다. 2026년에도 자회사 실적 부진과 아시아나항공 통합 비용 지출이 지속되어도 대한항공(별도)의 화물 중심의 업황 호조로 전년과 유사한 실적이 예상된다.

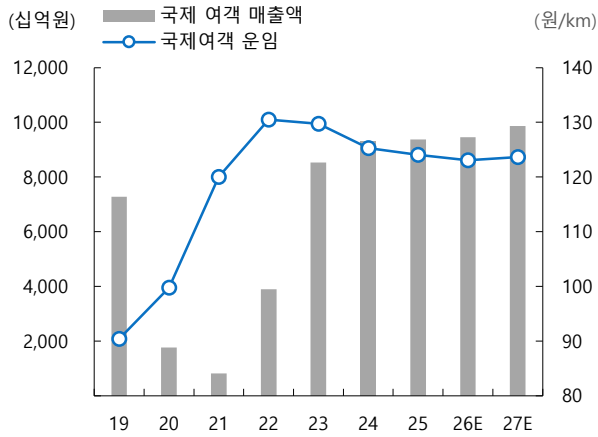
대한항공(별도) 기준 매출액은 17.0조원(+3.2% YoY), 영업이익은 1.6조원(+4.6% YoY)가 예상된다. 여객은 전년과 유사한 수준, 화물 부문은 견조한 실적이 예상되나 아시아나항공 통합 관련 일회성 비용이 증가하며 실적 개선세는 크지 않을 것으로 예상된다. 국제 여객 Yield는 124원(-0.1% YoY)으로 전년과 유사한 수준이 예상되는데 주요 미주 노선의 운임 제한 조치가 일부 유지되며 운임 상승폭이 제한될 것으로 예상된다. 기재 수 증가와 사업량 증가로 2026년 국제 여객 ASK는 2.5% 증가, 국제 여객 RPK는 1.7% 증가가 예상된다.

화물 실적은 2026년 매우 견조할 것으로 예상된다. 반도체 등 AI항 고부가가치 품목의 수출 증가로 운임은 높게 형성될 것으로 예상된다. 2026년 대한항공의 항공화물 Yield는 524원(+1.5% YoY)로 영업이익에 큰 기여가 예상된다. 4Q25 대한항공의 화물 Yield는 561원(+4.5% YoY)를 기록했고, 1Q26에도 +3% YoY의 Yield 상승률이 예상된다. 1월 대한항공 인천공항 화물 물동량은 10.7만톤(+7.8% YoY)를 기록했고, 1월 한국의 반도체(HSK 8542) 수출 중량은 1,330톤으로 22% 증가하는 등 AI 관련 품목들의 수출이 크게 늘어났다. 1월 Drewry 상하이 → LA 항공화물 운임은 5.05\$/kg로 전년동월대비 27% 상승했다.

2026년 아시아나항공(별도)의 매출액은 5.2조원(-16.0% YoY), 영업이익은 -3,718억원(적지 YoY)가 예상된다. 2025년 9월 화물사업부 매각으로 매출 기저효과가 있고, 여객 부문의 수익성도 부진할 것으로 예상된다. 공정위의 조치로 아시아나항공은 국내선 과잉 공급을 하고 있으며, 이러한 효과는 2026년에도 일부 영향을 줄 것으로 보인다. 4Q25 국제 ASK는 전년동기대비 7.5% 줄어든 반면, 국내 ASK는 42% 증가했다.

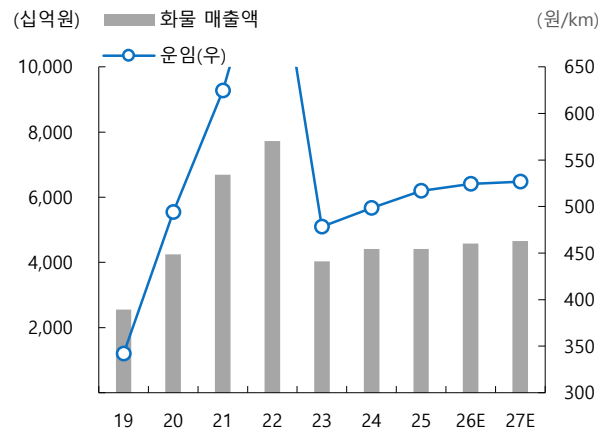
2026년 진에어의 영업이익은 171억원(흑자전환 YoY), 에어부산의 영업이익은 188억원(흑자전환 YoY)이 예상된다. 일본 노선의 호조로 수익성 방어가 일부 가능할 것으로 보인다. 또한 2025년 공정위 조치로 팜 노선의 불균형하게 공급된 부분은 올해 해소될 것으로 예상된다.

그림1.대한항공(별도) 국제 여객 매출액 및 운임 추이



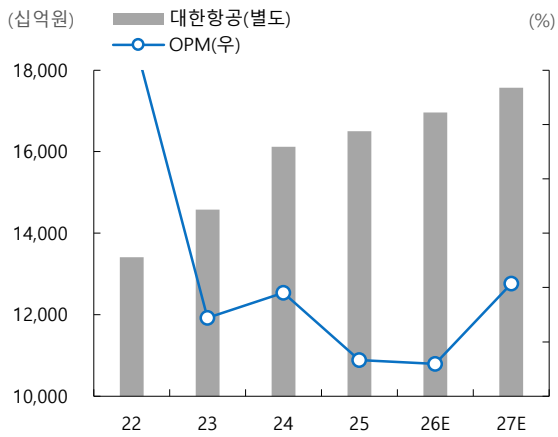
자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림2.대한항공(별도) 화물 매출액 및 운임 추이



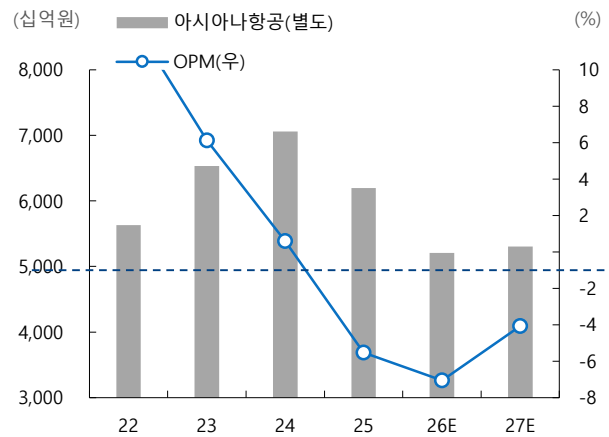
자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림3.대한항공(별도) 매출액 및 OPM 추이



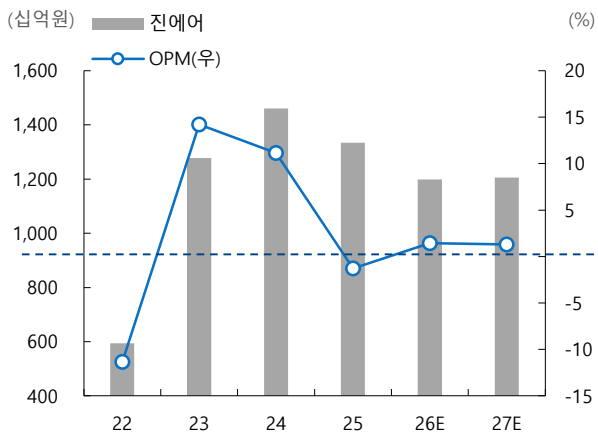
자료: 대한항공, iM증권 리서치본부

그림4.아시아나항공(별도) 매출액 및 OPM 추이



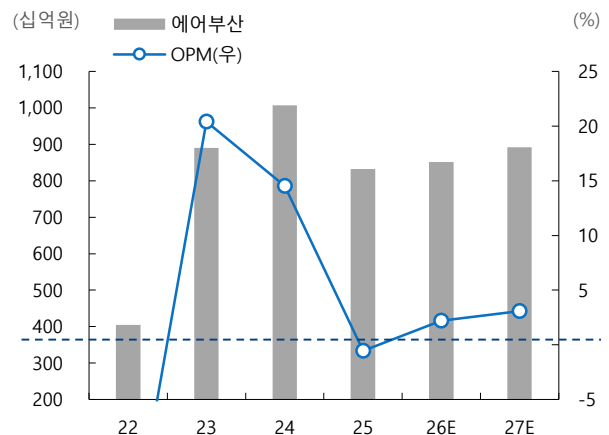
자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림5.진에어 매출액 및 OPM 추이



자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림6.에어부산 매출액 및 OPM 추이



자료: Dart, iM증권 리서치본부

표3. 대한항공 1Q26E 영업실적 및 컨센서스 비교(연결)

(십억원, %)	1Q26E	전년동기대비		전분기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		1Q25	YoY %	4Q25	QoQ %	1Q26E	Diff %	1Q26E	Diff %
매출액	6,278	4,872	28.9	6,492	-3.3	6,328	-0.8	6,336	-0.9
영업이익	332	155	114.1	431	-23.1	343	-3.3	356	-6.8
세전이익	258	-74	흑전	452	-42.9	260	-0.7	218	18.5
지배주주순이익	193	134	43.8	285	-32.3	162	19.3	173	11.4
영업이익률	5.3	3.2	2.1	6.6	-1.4	5.4	-0.1	5.6	-0.3
지배주주순이익률	4.1	-1.5	5.6	7.0	-2.9	4.1	0.0	3.4	0.7

자료: Dart, Quantiwise, iM증권

표4. 대한항공 2026E 영업실적 및 컨센서스 비교(연결)

(십억원, %)	2026E	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		2025E	YoY %	2026E	Diff %	2026E	Diff %
매출액	24,615	25,226	-2.4	25,127	-2.0	24,696	-0.3
영업이익	1,226	1,114	10.1	1,406	-12.8	1,437	-14.7
세전이익	958	823	16.4	1,205	-20.5	1,128	-15.0
지배주주순이익	819	784	4.4	830	-1.4	951	-13.9
영업이익률	5.0	4.4	0.6	5.6	-0.6	5.8	-0.8
지배주주순이익률	3.9	3.3	0.6	4.8	-0.9	4.6	-0.7

자료: Dart, Quantiwise, iM증권

표5. 대한항공 연간 실적추정 변경(연결 기준)

(단위: 십억원, %)	신규추정		기존추정		변동률	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
매출액	24,615	25,523	24,857	25,223	-1.0	1.2
영업이익	1,226	1,777	1,230	2,119	-0.3	-16.1
영업이익률	5.0	7.0	7.9	8.0	-2.9	-1.0
EBITDA	4,417	5,116	4,165	5,263	6.1	-2.8
세전이익	958	1,283	878	1,838	9.1	-30.2
지배주주순이익	819	1,047	710	1,451	15.3	-27.9
지배주주순이익률	3.3	4.1	5.5	5.9	-2.2	-1.8
EPS	2,224	2,843	2,583	3,985	-13.9	-28.7
BPS	31,127	33,205	31,111	34,332	0.1	-3.3

자료: iM증권

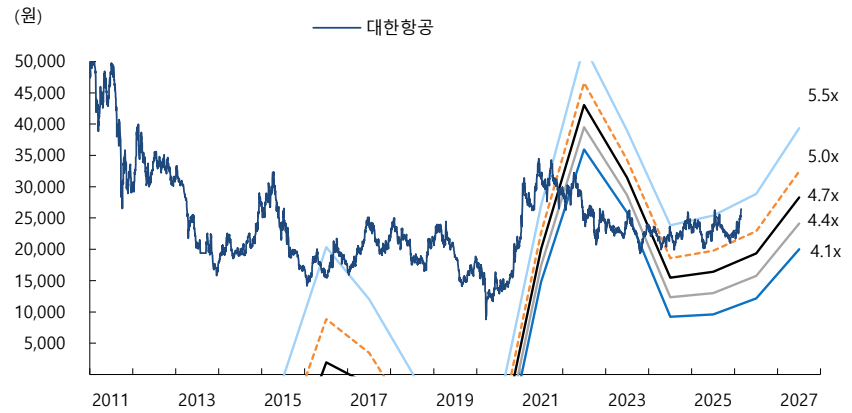
표 1. 대한항공 목표주가 Valuation

(십억원, 배, %)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	비고
(A) + (B) EBITDA(십억원)	3,035	4,347	3,448	3,856	4,066	4,417	5,116	2025년부터 아시아나 실적 반영
(A) 영업이익	1,418	2,831	1,790	2,110	1,114	1,226	1,777	
- 대한항공(별도)	1,418	2,831	1,790	2,110	1,539	1,611	2,047	
- 아시아나항공(연결)	93	599	620	276	-345	-327	-204	
(B) 감가상각비	1,695	1,650	1,723	1,796	2,953	3,192	3,338	
- 대한항공(별도)	1,695	1,650	1,723	1,796	1,965	2,162	2,288	
- 아시아나항공(연결)	1,324	990	1,005	1,153	941	862	887	
EPS (원)	1,661	4,694	2,882	3,577	2,130	2,224	2,843	지배주주순이익 기준
BPS (원)	19,418	24,426	25,870	28,442	29,668	31,127	33,205	지배주주소유자본 기준
고점 P/E (배)	20.8	6.9	9.1	7.3	12.3			최근 3년 평균: 9.6
평균 P/E (배)	17.8	5.7	8.0	6.0	10.8			최근 3년 평균: 8.3
저점 P/E (배)	12.7	4.4	6.7	5.6	9.5			최근 3년 평균: 7.2
고점 P/B (배)	1.55	1.78	1.32	1.01	0.91			최근 3년 평균: 1.1
평균 P/B (배)	1.52	1.10	0.89	0.75	0.77			최근 3년 평균: 0.8
저점 P/B 배)	1.09	0.85	0.75	0.70	0.68			최근 3년 평균: 0.7
고점 EV/EBITDA(배)	6.4	3.6	4.1	5.7	5.6			최근 3년 평균: 5.1
평균 EV/EBITDA(배)	5.5	3.3	3.8	5.4	5.3			최근 3년 평균: 4.8
저점 EV/EBITDA(배)	4.0	2.8	3.4	5.1	5.0			최근 3년 평균: 4.5
ROE (%)	8.6	19.2	11.1	12.6	7.2	7.0	8.3	
(C) 적용 EBITDA (십억원)						4,567		12개월 선행 EBITDA
(D) Target EV 배수						5.8		최근 3년 상단 평균 10% 할증
(E) 순차입금	7,295	4,584	4,607	12,372	13,500	14,100		4Q24부터 아시아나항공 B/S 통합
(F) 주식수(백만주)						368.2		
목표주가 (원) ([C*D-E]/F*10^3)						34,000		Target P/E 14.6x, Target P/B 1.13x
전일 증가 (원)						26,450		12M fwd P/E 11.4x, P/B 0.84x
상승 여력						28.5		

자료: iM증권 리서치본부

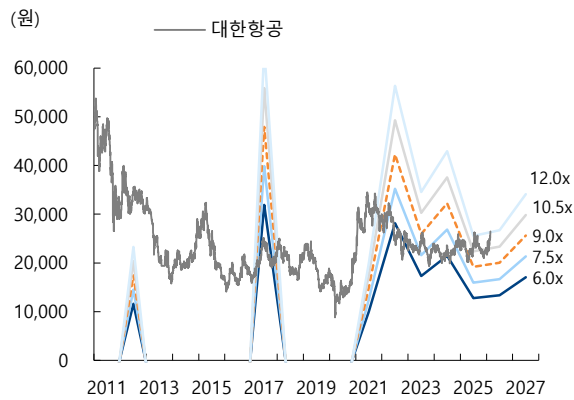
주: 아시아나항공의 B/S는 4Q24부터 연결, I/S는 1Q25부터 연결 인식

그림1.대한항공 EV/EBITDA Band



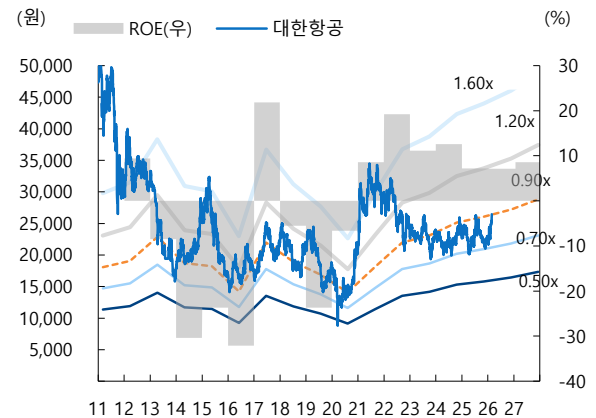
자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

그림2.대한항공 P/E Band



자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

그림3.대한항공 P/B Band



자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

표5. 대한항공(별도) 영업실적 및 추이

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025P	2026E	2027E
주요 가정											
평균환율	1,453	1,399	1,387	1,449	1,435	1,400	1,400	1,410	1,422	1,411	1,410
WTI(달러/배럴)	72	64	65	59	59	58	56	54	65	57	55
국제선											
ASK(백만석km)	22,174	21,584	22,615	23,135	23,135	22,462	23,142	23,030	89,508	91,769	94,632
YoY	2.5	-0.9	-0.1	3.7	4.3	4.1	2.3	-0.5	1.3	2.5	3.1
RPK(백만인km)	18,836	18,354	18,998	19,387	19,387	18,805	19,370	19,273	75,575	76,835	79,746
YoY	4.5	-0.2	0.4	2.2	2.9	2.5	2.0	-0.6	1.7	1.7	3.8
L/F(%)	84.9	85.0	84.0	83.8	83.8	83.7	83.7	83.7	84.4	83.7	84.3
Yield(원km)	124	124	121	127	126	122	126	122	124	124	126
YoY	-0.1	-1.4	-8.2	6.6	2.0	-2.0	4.0	-4.1	-1.0	-0.1	1.9
화물											
AFTK(백만톤km)	2,896	2,944	3,034	3,121	2,996	3,101	3,008	3,128	11,995	12,233	12,456
YoY	-3.4	-2.5	-0.9	2.3	3.5	5.3	-0.9	0.2	-1.1	2.0	1.8
FTK(백만톤km)	2,043	2,128	2,162	2,197	2,131	2,216	2,172	2,215	8,530	8,735	8,847
YoY	-5.6	-5.0	-2.1	-1.5	4.3	4.2	0.5	0.8	-3.6	2.4	1.3
L/F(%)	71	72	71	70	71	71	72	71	71	71	71
Yield(원km)	516	496	493	561	531	513	502	552	517	524	524
YoY	12.1	1.3	-2.7	4.5	2.9	3.4	1.8	-1.7	3.7	1.5	0.0
실적 추정											
매출액											
YoY	3.5	-0.9	-5.5	13.0	6.1	4.3	5.6	-2.4	2.4	3.2	4.3
국제 여객	2,337	2,275	2,299	2,464	2,452	2,286	2,437	2,349	9,374	9,523	10,072
국내 여객	99	121	123	128	110	143	167	136	470	557	552
화물	1,054	1,055	1,067	1,233	1,131	1,136	1,091	1,222	4,409	4,580	4,638
기타	466	534	521	727	504	592	538	734	2,248	2,368	2,498
영업비용											
YoY	6.5	-0.6	0.3	15.1	6.4	7.2	4.6	-4.8	5.3	3.0	1.9
유류비	1,096	958	1,016	1,128	1,083	1,043	1,027	1,020	4,197	4,172	4,188
감가상각비	463	466	509	527	529	534	535	564	1,965	2,162	2,288
인건비	793	875	786	982	839	914	825	955	3,436	3,534	3,687
공항관련비	768	753	810	836	821	807	827	825	3,167	3,279	3,320
정비비	169	143	149	149	149	150	150	151	611	600	607
기타	315	391	364	517	413	398	434	425	1,587	1,669	1,624
영업이익											
YoY	-19.5	-3.5	-39.2	-5.1	3.6	-22.0	15.6	21.3	-19.1	4.6	27.1
영업이익률	8.9	10.0	9.4	9.1	8.7	7.5	10.3	11.3	9.3	9.5	11.5
영업외손익											
	-94	156	-223	-82	-31	45	-68	-88	-242	-142	-282
세전이익											
	253	551	145	331	332	356	367	413	1,280	1,469	1,766
순이익											
	193	396	92	284	241	258	266	300	965	1,065	1,280
순이익률(%)											
	4.9	9.9	2.3	6.2	5.7	6.2	6.3	6.8	5.8	6.3	7.2

자료: Dart, iM증권 리서치본부

표6. 아시아나항공(연결) 영업실적 및 추이

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025P	2026E	2027E
매출액	2,074	1,887	1,681	1,624	1,675	1,532	1,609	1,472	7,267	6,288	6,460
YoY	3.3	-6.4	-22.8	-23.3	-19.2	-18.8	-4.3	-9.4	-12.6	-13.5	2.7
아시아나항공	1,743	1,676	1,464	1,314	1,371	1,278	1,343	1,215	6,197	5,207	5,305
YoY	6.7	-3.5	-22.1	-27.4	-21.4	-23.7	-8.3	-7.6	-12.2	-16.0	1.9
에어부산	250	171	176	235	248	195	207	202	833	852	922
YoY	-8.3	-27.2	-29.5	-5.5	-0.8	13.7	17.5	-14.0	-17.3	2.3	8.2
기타	82	40	41	75	57	59	59	55	237	229	234
YoY	-21.1	-9.8	-14.3	31.1	-30.4	46.0	44.6	-26.5	-6.0	-3.4	1.8
영업비용	2,019	1,894	1,879	1,820	1,722	1,621	1,674	1,598	7,612	6,615	6,664
YoY	3.7	-5.2	-6.1	-13.3	-14.7	-14.4	-10.9	-12.2	-5.4	-13.1	0.8
아시아나항공	1,751	1,642	1,640	1,507	1,456	1,371	1,414	1,338	6,539	5,579	5,552
YoY	5.2	-7.1	-6.3	-17.9	-16.8	-16.5	-13.8	-11.2	-6.8	-14.7	-0.5
에어부산	204	182	205	240	215	204	208	207	832	833	881
YoY	1.5	-16.0	-3.7	4.9	4.9	11.7	1.4	-13.9	-3.3	0.1	5.7
기타	64	70	34	73	51	47	52	53	241	203	231
YoY	-21.5	426.0	-8.0	113.8	-20.2	-32.9	52.9	-27.1	45.4	-15.6	14.0
영업이익	55	-7	-198	-196	-46	-89	-65	-126	-345	-327	-204
YoY	-11.1	적전	적전	적전	적전	적지	적지	적지	적전	적지	적지
아시아나항공	-8	34	-176	-193	-86	-92	-71	-123	-342	-372	-248
YoY	적지	흑전	적전	적지	적지	적전	적지	적지	적전	8.6	-33.3
에어부산	40	-11	-29	-5	33	-9	-1	-5	-5	19	41
YoY	-43.4	적전	적전	적전	-17.7	적지	적지	적지	적전	흑전	120.4
기타	23	-30	7	2	6	12	7	2	2	26	2
YoY	2.6	적전	-37.1	-91.5	-73.2	흑전	1.6	-1.5	-97.9	1,344.4	-91.6
영업이익률(%)	2.7	-0.4	-11.8	-12.1	-2.8	-5.8	-4.0	-8.5	-4.8	-5.2	-3.2
아시아나항공	-0.5	2.0	-12.0	-14.7	-6.2	-7.2	-5.3	-10.1	-5.5	-7.1	-4.7
에어부산	16.1	-6.5	-16.2	-2.1	13.4	-4.6	-0.3	-2.2	-0.5	2.2	4.5
기타	28.4	-74.4	16.1	2.6	10.9	19.8	11.3	3.5	0.8	11.5	0.9
영업외손익	128	243	-239	-120	-37	42	-53	-58	12	-106	-199
아시아나항공	148	265	-216	-85	-25	43	-37	-43	112	-61	-154
에어부산	0	46	-35	-29	-5	7	-9	-13	-17	-19	-35
기타	-20	-69	12	-6	-7	-9	-8	-2	-83	-26	-10
세전이익	144	179	-336	-280	-57	-31	-81	-128	-293	-296	-278
지배주주순이익	126	161	-308	-248	-69	-30	-77	-121	-269	-297	-281
아시아나	111	233	-304	-177	-80	-35	-78	-120	-137	-314	-291
에어부산(41.89%)	13	12	-21	-13	9	-1	-3	-6	-10	1	2
기타	1	-84	18	-58	2	5	4	5	-122	17	8

자료: Dart, iM증권

표6. 대한항공(연결) 영업실적 및 추이

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	6,492	6,211	6,027	6,496	6,278	5,961	6,153	6,224	25,226	24,615	25,523
YoY	51.3	41.1	28.9	44.3	-3.3	-4.0	2.1	-4.2	41.2	-2.4	3.7
대한항공	3,956	3,986	4,009	4,552	4,197	4,157	4,233	4,441	16,502	17,028	17,760
YoY	3.5	-0.9	-5.5	13.0	6.1	4.3	5.6	-2.4	2.4	3.2	4.3
아시아나항공(연결)	2,074	1,887	1,681	1,624	1,675	1,532	1,609	1,472	7,267	6,288	6,460
YoY	3.3	-6.4	-22.8	-23.3	-19.2	-18.8	-4.3	-9.4	-12.6	-13.5	2.7
진에어	418	306	304	307	378	248	288	286	1,335	1,199	1,206
YoY	-2.9	-0.7	-16.5	-14.4	-9.6	-19.1	-5.5	-6.9	-8.7	-10.2	0.6
영업비용	6,061	5,841	5,869	6,341	5,946	5,773	5,809	5,861	24,112	23,389	23,746
YoY	61.5	47.5	46.4	57.0	-1.9	-1.2	-1.0	-7.6	217.3	107.6	65.8
대한항공	3,605	3,587	3,632	4,139	3,834	3,846	3,798	3,940	14,963	15,417	15,713
YoY	6.5	-0.6	0.3	15.1	6.4	7.2	4.6	-4.8	5.3	3.0	1.9
아시아나항공(연결)	2,019	1,894	1,879	1,820	1,722	1,621	1,674	1,598	7,612	6,615	6,664
YoY	21.3	7.2	7.3	-0.8	-14.7	-14.4	-10.9	-12.2	-5.4	-13.1	0.8
진에어	360	348	327	316	345	260	293	284	1,351	1,181	1,190
YoY	8.4	13.4	0.7	-5.6	-4.1	-25.5	-10.4	-10.0	212.3	78.8	8.7
영업이익	431	370	158	155	332	188	343	363	1,114	1,226	1,777
YoY	-19.8	-16.4	-76.3	-66.6	-23.1	-49.2	117.9	134.1	-47.2	10.1	45.0
대한항공	350.9	399	376	413	363.4	311	435	501	1,539	1,611	2,047
YoY	-19.5	-3.5	-39.2	-5.1	3.6	-22.0	15.6	21.3	-19.1	4.6	27.1
아시아나항공(연결)	55	-7	-198	-196	-46	-89	-65	-126	-345.2	-327	-204
YoY	-11.1	적전	적전	적전	적전	적지	적지	적지	적전	적지	적지
진에어	58	-42	-23	-10	33	-12	-5	1	-17	17	15.6
YoY	-40.8	적전	적전	적전	-43.5	적지	적지	흑전	적전	흑전	-8.5
영업이익률(%)	6.6	6.0	2.6	2.4	5.3	3.2	5.6	5.8	4.4	5	7
대한항공	8.9	10.0	9.4	9.1	8.7	7.5	10.3	11.3	9.3	9	12
아시아나항공	2.7	-0.4	-11.8	-12.1	-2.8	-5.8	-4.0	-8.5	-4.8	-5.2	-3.2
진에어	13.9	-13.8	-7.4	-3.4	8.7	-4.8	-1.8	0.5	-1	1	1
영업외손익	21	409	-491	-216	-73	86	-127	-152	-708	-267	-494
대한항공	-94	156	-223	-82	-31	45	-68	-88	-242	-142	-282
아시아나항공(연결)	128	243	-239	-120	-37	42	-53	-58	12	-106	-199
진에어	0	22	-12	-9	0	5	-1	-3	1	1	-5
세전이익	452	779	-334	-74	258	274	216	210	823	958	1,283
지배주주순이익	285	485	-119	134	193	210	199	217	784	819	1,047
대한항공	193	396	92	284	241	258	266	300	965	1,065	1,280
아시아나(63.88%)	80	103	-196	-158	-44	-19	-49	-77	-172	-190	-180
진에어(54.91%)	25	-9	-15	-8	14	-3	-3	-1	-7	7	4
기타	-14	-5	0	16	-18	-25	-15	-5	-2	-64	-58

자료: Dart, iM증권

표1. 글로벌 항공사 손익 및 밸류에이션(CY 기준)

(백만USD, %)		대한항공	델타항공	ANA홀딩스	싱가포르항공	에어캐나다	케세이퍼시픽
시가총액(백만USD)		6,822	45,353	10,344	17,332	4,532	11,043
매출액 증가율(%)	2023	14.3	14.8	20.4	133.4	31.9	85.1
	2024	10.9	6.2	9.4	7.0	1.9	10.5
	2025	40.0	-5.3	10.9	1.6	-0.6	7.1
	2026E	1.8	6.7	4.3	1.1	8.0	4.3
영업이익 증가율(%)	2023	-36.8	50.8	73.2	흑전	흑전	306.1
	2024	17.9	8.6	-11.3	-7.0	-44.6	-9.2
	2025	-42.3	-2.2	11.9	-27.5	-20.0	-5.4
	2026E	17.0	17.5	5.5	-14.2	37.3	-5.9
영업이익률(%)	2023	11.1	9.5	10.1	16.3	10.4	16.2
	2024	11.8	9.7	8.2	14.2	5.7	13.3
	2025	4.9	10.0	8.3	10.1	4.6	11.7
	2026E	5.6	11.1	8.4	8.6	5.8	10.6
P/E(배)	2023	8.3	8.6	9.6	16.1	3.5	5.8
	2024	6.3	10.3	11.2	10.1	7.5	6.4
	2025	13.1	12.0	10.6	8.8	17.8	10.0
	2026E	12.5	9.7	9.9	22.8	9.0	9.6
P/B(배)	2023	0.9	2.3	1.4	1.2	8.4	1.0
	2024	0.8	2.6	1.4	1.3	3.2	1.2
	2025	0.9	2.3	1.2	1.3	2.9	1.5
	2026E	0.9	1.8	1.1	1.4	2.1	1.4
EV/EBITDA(배)	2023	4.0	5.6	4.9	4.5	3.0	4.2
	2024	5.5	6.2	4.7	4.6	4.3	4.6
	2025	6.3	6.6	4.3	6.1	4.1	5.6
	2026E	6.0	5.8	4.1	6.4	3.4	5.8
ROE(%)	2023	11.4	52.1	16.5	16.3	N/A	19.2
	2024	13.1	26.2	12.5	18.8	108.0	18.7
	2025	7.0	21.8	11.8	14.7	15.7	15.7
	2026E	7.4	21.1	11.2	6.2	22.5	15.2

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

주: ANA홀딩스는 3월 31일 결산, CY2026년은 FY2027년

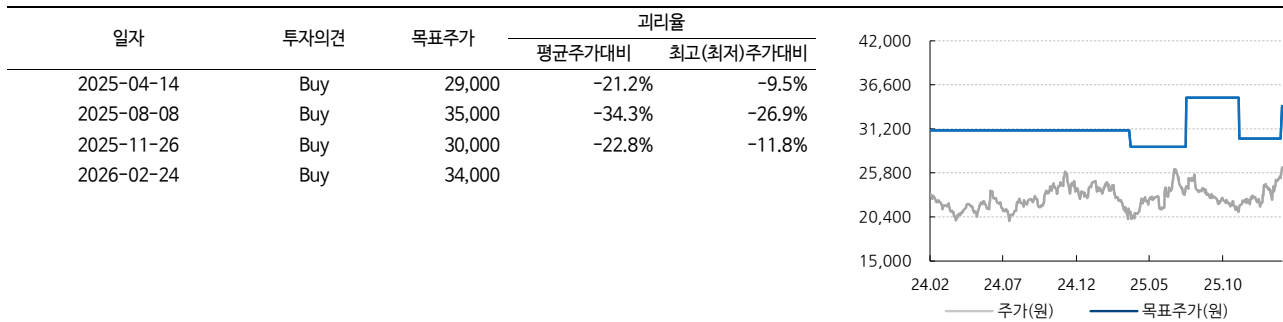
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	11,617	11,426	10,520	12,321	매출액	17,871	25,226	24,615	25,523
현금 및 현금성자산	2,216	2,057	1,962	1,911	증가율(%)	10.9	41.2	-2.4	3.7
단기금융자산	4,687	3,781	3,781	4,727	매출원가	14,113	21,583	21,149	21,506
매출채권	1,590	1,596	1,560	1,651	매출충이익	3,758	3,643	3,466	4,017
재고자산	1,171	2,063	1,299	2,052	판매비와관리비	1,648	2,529	2,241	2,240
비유동자산	35,395	35,219	35,153	34,491	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	28,374	28,302	28,342	27,781	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	3,077	2,973	2,868	2,767	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	47,012	46,645	45,673	46,812	영업이익	2,110	1,114	1,226	1,777
유동부채	16,973	13,854	11,866	11,888	증가율(%)	17.9	-47.2	10.1	45.0
매입채무	352	325	317	324	영업이익률(%)	11.8	4.4	5.0	7.0
단기차입금	2,517	2,270	2,433	2,499	이자수익	281	609	189	246
유동성장기부채	4,723	2,005	1,545	1,585	이자비용	514	515	557	567
비유동부채	19,075	21,171	21,642	21,981	지분법이익(손실)	-	20	12	15
사채	1,463	2,064	2,459	2,793	기타영업외손익	-326	988	440	160
장기차입금	1,819	3,313	3,390	3,395	세전계속사업이익	1,836	823	958	1,283
부채총계	36,049	35,024	33,508	33,870	법인세비용	454	-50	240	331
지배주주지분	10,473	11,040	11,685	12,558	세전계속이익률(%)	10.3	3.3	3.9	5.0
자본금	1,847	1,847	1,847	1,847	당기순이익	1,382	874	718	952
자본잉여금	4,145	4,145	4,145	4,145	순이익률(%)	7.7	3.5	2.9	3.7
이익잉여금	3,486	3,993	4,535	5,304	지배주주귀속 순이익	1,317	784	819	1,047
기타자본항목	0	0	0	0	기타포괄이익	-103	-102	-102	-102
비지배주주지분	490	580	479	384	총포괄이익	1,279	772	617	850
자본총계	10,963	11,620	12,165	12,943	지배주주귀속총포괄이익	1,279	772	617	850

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	4,559	3,555	3,706	4,000	주당지표(원)				
당기순이익	1,382	874	718	952	EPS	3,577	2,130	2,224	2,843
유형자산감가상각비	-	3,780	3,943	4,119	BPS	28,442	29,668	31,127	33,205
무형자산상각비	59	114	111	107	CFPS	3,737	12,705	13,233	14,319
지분법관련손실(이익)	-	20	12	15	DPS	750	750	750	750
투자활동 현금흐름	-871	-768	-1,789	-2,550	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-2,894	-3,067	-3,183	-3,003	PER	6.3	12.4	11.9	9.3
무형자산의 처분(취득)	-	0	0	0	PBR	0.8	0.9	0.8	0.8
금융상품의 증감	929	905	-	-945	PCR	6.0	2.1	2.0	1.8
재무활동 현금흐름	-2,163	-1,693	-648	-376	EV/EBITDA	5.4	5.6	5.1	4.4
단기금융부채의증감	-	-519	117	71	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	2,095	472	339	ROE	12.6	7.2	7.1	8.6
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	21.5	16.1	17.9	20.0
배당금지급	-278	-277	-277	-277	부채비율	328.8	301.4	275.5	261.7
현금및현금성자산의증감	1,593	-159	-95	-51	순부채비율	33.0	32.8	33.6	28.1
기초현금및현금성자산	623	2,216	2,057	1,962	매출채권회전율(x)	13.1	15.8	15.6	15.9
기말현금및현금성자산	2,216	2,057	1,962	1,911	재고자산회전율(x)	17.7	15.6	14.6	15.2

자료 : 대한항공, iM증권 리서치본부

대한항공 투자의견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2025-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
90.6%	9.4%	-

제주항공 (089590)

2026.02.24

완전한 실적 턴어라운드

[건설/운송] 배세호
2122-9178 seho.bae@imfnsec.com

투자의견 Buy, 목표주가 8,500원 유지

제주항공에 대해 투자의견을 Buy와 목표주가 8,500원을 유지한다. 목표주가는 12개월 선행 BPS에 Target P/B 3.0배를 적용했다. 중단거리 노선에서 여전히 공급 과잉이 이어지고 있으나 2027년 대한항공, 아시아나항공 합병, LCC 3사 통합으로 경쟁 강도는 점차 줄어들 수 있을 것으로 보인다. 제주항공은 2025년 대규모 적자와 높은 Capex로 유동성 우려가 높았지만 유연한 스케줄 운영과 B737-8 도입 효과로 2026년 영업흑자가 기대되고, 자회사 AK아이에스 매각, B737-8 매각 검토 등 유동성 우려는 매우 줄어들었다. 실적의 턴어라운드와 2027년 산업 환경 변화를 앞두고 충분히 매수가 가능한 구간이라고 판단한다.

2026년 완전한 실적 턴어라운드

연결 기준 제주항공의 2026년 매출액은 1.8조원(+12.7% YoY), 영업이익은 319억원(흑자전환 YoY)이 예상된다. 유연한 스케줄 운영과 전년 운항횟수 감편에 대한 기저효과로 실적의 턴어라운드가 예상된다.

1Q26 매출액은 4,920억원(+27.9% YoY), 영업이익 399억원(흑전 YoY)이 예상된다. 1Q25 안전 관리에 따라 운항횟수를 대폭 감편하여(1Q25 국제 ASK - 10.7% YoY) 큰 폭의 영업적자를 기록(-326억원)했으나, 1Q26에는 정상 운항 횟수를 회복할 것으로 보인다. 제주항공은 1월 인천 - 오사카 +63% 인천 - 도쿄 +25%, 인천 - 후쿠오카 +13% 등 인기 노선 중심으로 운항횟수를 크게 늘렸다.

4Q25 공급과잉이 심화된 동남아 노선의 감편과 일본 노선 중심의 증편으로 비수기임에도 영업이익(+186억원)을 기록했고, 비슷한 영업환경이 예상되는 2026년에도 유연한 스케줄 운영이 지속된다면 2026년 연간 영업흑자가 가능할 것으로 보인다. 또한 전체 기체 45대 중 9대(20%)를 차지하는 B737-8의 연료비 절감 효과도 실적에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 보인다.

구조적인 항공 산업 환경을 앞두고, 충분히 버틸 수 있는 체력

2026년 12월 대한항공과 아시아나항공의 합병, 2027년 LCC 3사 통합(진에어, 에어부산, 에어서울)으로 국내 항공 산업은 공급 과잉이 일부 해소될 것으로 기대된다. 특히 경쟁 강도가 굉장히 심화된 중단거리 노선에서 제주항공 역시 수혜가 기대된다. 2025년 큰 폭의 영업적자로 유동성 우려가 높았던 제주항공은 2026년 영업흑자가 예상되며 그 우려가 대폭 줄었다. 2025년말 기준 제주항공의 현금성자산은 2,000여억원으로 파악된다. 2026년 B737-8 7대 도입에 따라 2,000여억원 이상의 Capex를 감안하여 FCF(잉여현금흐름)는 -1,500억원이 예상되지만 4월 자회사 매각(AK아이에스)과 소유 기체인 B737-8 3대 매각도 검토하고 있어 유동성 우려는 없을 것으로 예상된다.

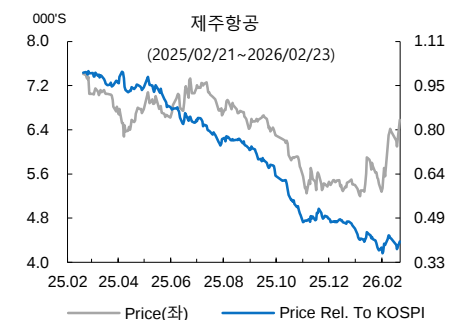
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	8,500원(유지)
증가(2026.02.23)	6,580원
상승여력	29.2 %

Stock Indicator	
자본금	4,405십억원
발행주식수	102,504만주
시가총액	23,525십억원
외국인지분율	7.9%
52주 주가	15,750~22,950원
60일평균거래량	3,004,377주
60일평균거래대금	61.0십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	14.6	17.7	-2.4	-11.2
상대수익률	-2.5	-34.0	-86.9	-131.4

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	1,936	1,580	1,801	1,866
영업이익(십억원)	80	-111	32	52
순이익(십억원)	22	-144	-20	-10
EPS(원)	270	-1,781	-242	-127
BPS(원)	4,018	2,993	2,875	2,748
PER(배)	27.8			
PBR(배)	1.9	1.9	2.0	2.1
ROE(%)	6.7	-59.5	-8.4	-4.6
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	6.7	152.1	9.9	8.7

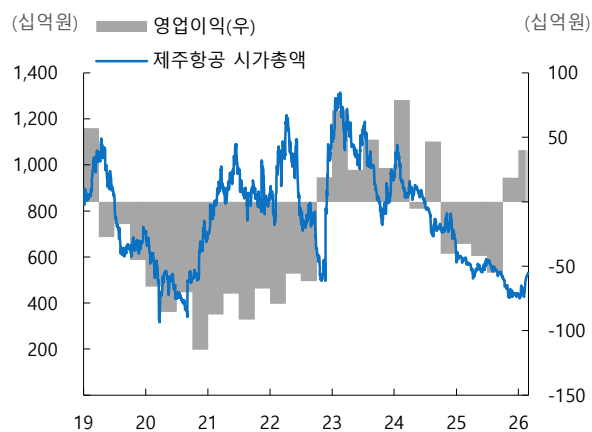
주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 제주항공 여객 수 Top 10 노선

노선	여객 수(명)			운항 횟수		
	2026년 1월	2025년 1월	YoY	2026년 1월	2025년 1월	YoY
인천 - 오사카	73,986	39,764	86.1	434	266	63.2
인천 - 도쿄	61,313	43,862	39.8	352	282	24.8
인천 - 후쿠오카	45,763	33,495	36.6	248	220	12.7
김해 - 오사카	26,971	23,323	15.6	152	150	1.3
인천 - 다낭	22,197	21,940	1.2	124	170	-27.1
김해 - 후쿠오카	22,187	18,425	20.4	124	124	0.0
김포 - 오사카	21,807	20,765	5.0	124	124	0.0
인천 - 마쓰야마	21,576	19,188	12.4	124	124	0.0
인천 - 나고야	20,675	17,291	19.6	124	124	0.0
인천 - 보홀	20,271	16,452	23.2	124	124	0.0

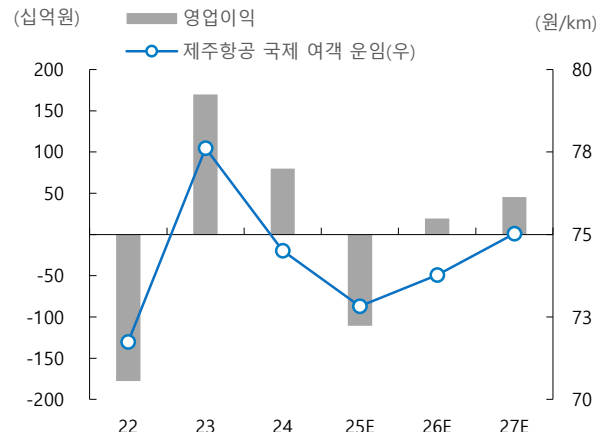
자료: Airportal, iM증권 리서치본부

그림1. 제주항공 시가총액과 영업이익 추이



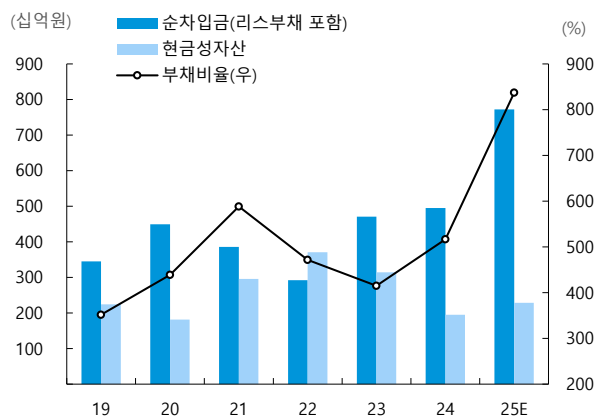
자료: Quantwise, iM증권

그림2. 제주항공 연간 영업이익과 국제 여객 운임 추이



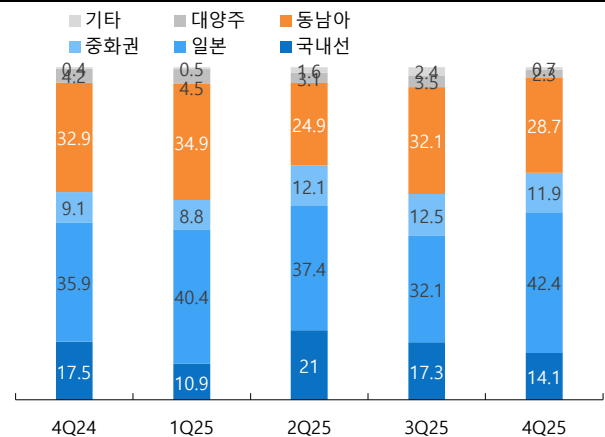
자료: Dart, iM증권

그림3. 제주항공 현금성자산 및 부채비율 추이



자료: Dart, iM증권

그림4. 제주항공 여객 사업 매출 비중



자료: Dart, iM증권

표2. 제주항공 1Q26E 영업실적 및 컨센서스 비교(연결)

(십억원, %)	1Q26E	전년동기대비		전분기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		1Q25	YoY %	4Q25	QoQ %	1Q26E	Diff %	1Q26E	Diff %
매출액	492	385	27.9	474.6	3.7	500	-1.5	515	-4.5
영업이익	40	-33	흑전	18.6	114.7	51	-21.7	56	-28.7
세전이익	28	-31	흑전	-9	흑전	37	-25.9	43	-36.4
지배주주순이익	21	-33	흑전	-41	흑전	28	-26.9	33	-36.5
영업이익률	8.1	-8.5	16.6	3.9	4.2	10.2	-2.1	10.9	-2.8
지배주주순이익률	4.2	-8.5	12.7	-8.6	12.8	5.7	-1.5	6.3	-2.1

자료: Dart, Quantwise, iM증권

표3. 제주항공 2026E 영업실적 및 컨센서스 비교(연결)

(십억원, %)	2026E	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		2025E	YoY %	2026E	Diff %	2026E	Diff %
매출액	1,801	1,580	14.0	1,755	2.6	1,805	-0.2
영업이익	31.9	-111	흑전	40	-20.5	46	-30.6
세전이익	-19	-130	적지	4	적전	-5	적지
지배주주순이익	-20	-144	적지	2	적전	-9	적지
영업이익률	1.8	-7.0	8.8	2.3	-0.5	2.5	-0.8
지배주주순이익률	-1.1	-9.1	8.0	0.1	-1.2	-0.5	-0.6

자료: Dart, Quantwise, iM증권

표4. 제주항공 연간 실적추정 변경(연결 기준)

(단위: 십억원, %)	신규추정		기존추정		변동률	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
매출액	1,801	1,866	1,805	1,850	-0.2	0.9
영업이익	32	52	46	59	-30.6	-11.7
영업이익률	1.6	2.6	2.3	2.9	-0.7	-0.3
EBITDA	155	176	170	183	-8.6	-4.0
세전이익	-19	-5	-5	2	적지	적전
지배주주순이익	-20	-10	-9	-4	적지	적지
지배주주순이익률	-1.0	-0.5	-0.4	-0.2	-0.5	-0.3
EPS	-242	-127	-107	-55	적지	적지
BPS	2,999	2,872	2,887	2,831	3.9	1.4

자료: iM증권

표5. 제주항공 목표주가 Valuation

(십억원, 배, %)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	비고
(A) + (B) EBITDA(십억원)	-198	-56	286	200	10	155	176	지배주주순이익 기준 지배주주소유자본 기준
(A) 영업이익	-317	-178	170	80	-111	32	52	
(B) 감가상각비	129	126	127	136	141	142	142	
EPS (원)	-4,559	-2,334	1,666	270	-1,781	-242	-127	
BPS (원)	3,083	3,736	3,859	4,018	2,993	2,875	2,748	
고점 P/E (배)	N/A	N/A	10.3	50.0	N/A			
평균 P/E (배)	N/A	N/A	8.1	38.0	N/A			
저점 P/E (배)	N/A	N/A	5.8	27.8	N/A			
고점 P/B (배)	8.0	6.0	4.4	3.4	2.6			
평균 P/B (배)	6.4	4.2	3.5	2.5	2.2			
저점 P/B 배)	4.7	2.7	2.5	1.9	1.7			
고점 EV/EBITDA(배)	N/A	N/A	6.2	8.0	192.8			
평균 EV/EBITDA(배)	N/A	N/A	5.3	6.7	183.7			
저점 EV/EBITDA(배)	N/A	N/A	4.2	5.6	172.6			
ROE(%)	-147.9	-62.5	43.2	6.7	-59.5	-8.4	-4.6	
(C) 적용 BPS						2,843		12개월 선행 BPS
(D) Target P/B						3.00		
목표주가 (원) (C*D)						8,500		
전일 증가 (원)						6,570		12M fwd P/B 2.3x
상승 여력						29.4		

자료: iM증권 리서치본부

표6. 제주항공 영업실적 및 추이

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025P	2026E	2027E
주요 가정											
평균환율	1,453	1,399	1,387	1,449	1,435	1,400	1,400	1,410	1,422	1,411	1,410
YoY	4.2	4.3	3.2	6.9	9.3	2.0	2.4	3.5	4.3	-0.8	-0.1
WTI(달러/배럴)	72	64	65	59	59	58	56	54	65	57	55
YoY	2.2	-10.2	6.4	2.2	-3.5	-1.2	-2.4	-2.4	-14.4	-12.6	-3.1
국제선											
ASK	4,866	4,149	5,235	4,771	5,176	4,850	5,345	4,934	19,021	20,305	21,796
YoY	-10.7	-19.5	-1.8	-9.3	6.4	16.9	2.1	3.4	-10.3	6.8	7.3
RPK	3,764	3,540	4,370	4,139	4,760	4,331	4,851	4,318	15,813	18,260	19,109
YoY	-23.6	-22.7	-7.1	-9.6	26.5	22.4	11.0	4.3	-15.8	15.5	4.6
L/F	77	85	83	87	92	89	91	88	83	90	88
YoYp	-13.1	-3.5	-4.7	-0.3	14.6	4.0	7.3	0.8	-5.5	6.8	-2.3
Yield(원)	78.9	64	64	85	82	66	76	75	71	69	65
YoY	-9.5	-5.3	-13.9	23.2	3.4	4.0	19.6	-11.9	-12.4	-2.7	-5.5
국내선											
ASK	501	634	623	614	584	595	598	586	2,372	2,363	2,255
YoY	-18.7	-0.6	-0.6	-3.3	16.5	-6.1	-4.0	-4.6	-5.7	-0.4	-4.6
RPK	420	584	585	569	532	548	557	537	2,158	2,174	2,050
YoY	-25.3	-2.3	0.5	-4.5	26.8	-6.1	-4.9	-5.7	-7.7	0.7	-5.7
L/F	84	92	94	93	91	92	93	92	91	92	91
YoYp	-7.4	-1.6	1.1	-1.2	7.4	0.0	-0.9	-1.1	1.9	-0.4	-4.0
Yield(원)	87	102	100	101	97	99	101	99	98	99	99
YoY	-23.0	-18.3	-15.0	-13.7	12.6	-2.8	1.4	-1.6	-18.9	1.3	-0.1
실적 추정											
매출액	385	332	388	475	492	392	480	436	1,580	1,801	1,866
YoY	-30.8	-26.0	-19.2	5.4	27.9	18.0	23.6	-8.0	-18.4	14.0	3.6
국제 여객	297	225	278	352	388	286	369	323	1,152	1,367	1,444
국내 여객	36	60	58	58	52	55	56	53	212	216	204
화물 및 기타	32	31	35	42	32	32	35	39	139	139	139
영업비용	417	374	443	456	452	419	461	436	1,691	1,769	1,814
YoY	-12.5	-17.6	2.2	-7.1	8.4	12.0	4.1	-4.4	-8.9	4.6	2.6
유류비	124	102	124	124	125	116	123	113	475	477	493
감가상각비	29	30	31	31	31	31	31	31	121	123	124
인건비	75	76	76	81	79	78	86	87	307	331	342
공항관련비	66	64	76	78	69	65	71	66	284	272	289
영업이익	-33	-42	-55	19	40	-27	19	0	-111	32	52
YoY	적전	적지	적전	흑전	흑전	적지	흑전	-98.3	-238.7	-128.8	63.2
영업이익률	-8.5	-12.6	-14.2	3.9	8.1	-6.9	3.9	0.1	-7.0	1.8	2.8
영업외손익	2	30	-24	-27	-12.4	-9.9	-14.0	-14.9	-19.1	-51.1	-57.1
세전이익	-31	-12	-79	-9	27.5	-36.7	4.6	-14.6	-130.0	-19.2	-5.0
지배주주순이익	-33	-10	-60	-41	20.6	-31.2	3.4	-12.4	-144	-20	-10
YoY	적전	적지	적전	적지	흑전	적지	흑전	적지	적전	적지	적지
순이익률	-8.5	-3.0	-15.5	-8.6	4.2	-8.0	0.7	-2.8	-9.1	-1.1	-0.5

자료: Dart, iM증권 리서치본부

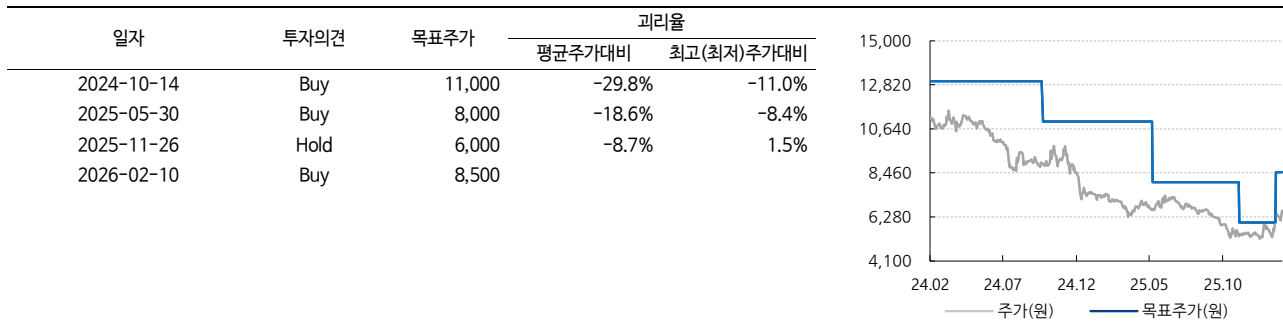
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	473	544	499	489	매출액	1,936	1,580	1,801	1,866
현금 및 현금성자산	190	261	231	217	증가율(%)	12.3	-18.4	14.0	3.6
단기금융자산	11	11	11	11	매출원가	1,662	1,504	1,567	1,607
매출채권	182	117	109	113	매출충이익	273	76	234	260
재고자산	35	44	41	41	판매비와관리비	194	187	202	208
비유동자산	1,525	1,614	1,624	1,634	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	664	758	773	788	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	32	26	21	17	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	1,999	2,158	2,122	2,123	영업이익	80	-111	32	52
유동부채	1,122	1,325	1,309	1,320	증가율(%)	-52.9	적전	흑전	63.0
매입채무	4	3	3	3	영업이익률(%)	4.1	-7.0	1.8	2.8
단기차입금	265	453	438	423	이자수익	13	4	4	4
유동성장기부채	123	138	144	145	이자비용	31	70	70	70
비유동부채	552	552	552	552	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-56	47	19	11
장기차입금	-	-	-	-	세전계속사업이익	9	-130	-19	-5
부채총계	1,674	1,878	1,861	1,872	법인세비용	-13	14	0	5
지배주주지분	324	281	261	251	세전계속이익률(%)	0.5	-8.2	-1.1	-0.3
자본금	81	81	81	81	당기순이익	22	-144	-20	-10
자본잉여금	121	221	221	221	순이익률(%)	1.1	-9.1	-1.1	-0.5
이익잉여금	89	-54	-74	-84	지배주주귀속 순이익	22	-144	-20	-10
기타자본항목	-2	-2	-2	-2	기타포괄이익	-7	-7	-7	-7
비지배주주지분	-	0	-	-	총포괄이익	15	-151	-27	-17
자본총계	324	281	261	251	지배주주귀속총포괄이익	15	-151	-27	-17

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	163	150	283	304	주당지표(원)				
당기순이익	22	-144	-20	-10	EPS	270	-1,781	-242	-127
유형자산감가상각비	-	135	137	142	BPS	4,018	2,993	2,875	2,748
무형자산상각비	9	6	5	-	CFPS	378	-29	1,512	1,632
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-22	-227	-180	-169	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-120	-229	-182	-171	PER	27.8			
무형자산의 처분(취득)	-	0	0	0	PBR	1.9	1.9	2.0	2.1
금융상품의 증감	93	1	-	-	PCR	19.8	-230.7	4.4	4.0
재무활동 현금흐름	-165	302	-9	-14	EV/EBITDA	6.7	152.1	9.9	8.7
단기금융부채의증감	-	189	-14	-15	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	6.7	-59.5	-8.4	-4.6
자본의증감	-	100	-	-	EBITDA이익률	10.3	0.6	8.6	9.4
배당금지급	-2	-	-	-	부채비율	516.7	668.7	712.3	745.7
현금및현금성자산의증감	-22	71	-30	-14	순부채비율	57.7	113.6	130.1	135.5
기초현금및현금성자산	212	190	261	231	매출채권회전율(x)	12.7	10.6	15.9	16.8
기말현금및현금성자산	190	261	231	217	재고자산회전율(x)	65.6	39.9	42.4	45.7

자료 : 제주항공, iM증권 리서치본부

제주항공 투자이전 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이전]

종목추천 투자등급

종목투자이전은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

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

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

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

[투자등급 비율 : 2025-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
90.6%	9.4%	-