

운송 (Overweight)

Issue Comment

Overweight

유류비 부담에도 대한항공이 웃는 이유

3~5월 유류비 상승분을 운임에 전가하지 못한 항공사들

항공유 가격은 2월 89달러/배럴에서 3월 195달러/배럴, 4월 200달러/배럴로 급등했고, 유류할증료 적용 방식(전전월 15일 ~ 전월 16일의 싱가포르 항공유 평균)을 감안 시, 항공사들은 유가가 급등하기 시작한 3월부터 5월까지 유가 상승분은 항공료에 온전히 전가하지 못했다. 항공유 가격은 4월 > 3월 > 5월 초 순서로 높았으며, 항공사들의 회계 인식 기반(서비스 실행 시점의 항공료와 항공유 구매가)으로 항공사들의 비용 부담은 4월 > 5월 > 3월 순으로 높았을 것으로 보인다.

현재 수준의 항공유 가격(150달러/배럴 수준)이 유지되기만 한다면 항공사는 유류할증료 최고 단계 적용으로(197달러/배럴), 6월부터는 유류비 상승분을 온전히 운임에 전가할 수 있는 구조가 된다. 차월 유류할증료 결정(전전월 15일~전월 16일의 싱가포르 항공유 평균) 이후 항공유 가격이 우상향 한다면, 초과분에 대해서는 손실로, 우하향 한다면 하락분에 대해서는 이익으로 인식할 수 있다.

항공사들은 3월, 4월 저수익 노선을 감편하며 수익성 방어를 노력했지만, 2Q26 대거 적자를 피하기 어려울 것으로 예상된다. 유가 수준과 상관없이도 일부 LCC들의 재무 부담은 심화되고 있었으나, 현재 유가 급등으로 더욱 어려운 경영 활동에 직면하게 되었다. LCC들의 구조 개편의 가능성도 염두할 필요가 있다.

2Q26 항공사 영업적자 불가피

10개 국내 항공사들의 2026년 3월, 4월 국제선 운항 편수는 5.9만편으로 2025년 3월, 4월 5.6만편 대비 5.6% 증가했다. 유가 급등에도 기재가 전년대비 늘어난 이스타항공, 에어로케이, 에어프레미아 중심으로 운항 편수가 크게 증가했고, 공정위의 제재로 국제선 운항 편수를 늘리지 못하는 아시아나항공을 제외하고 기타 항공사들의 국제선 운항 편수도 전년과 유사한 수준을 보였다.

다만 수익성 방어를 위해 항공사들은 노선별로 고수익 노선인 일본 노선을 늘리고, 저수익 노선인 동남아 노선을 크게 감편하였다. 3-4월 국내 항공사들의 일본 노선은 전년대비 17% 증가했고, 동남아 노선은 8% 감소했다. 대한항공, 티웨이, 제주항공, 진에어의 동남아 노선의 감소 폭이 두드러졌다.

항공사들의 수익성 방어 노력에도 불구하고 2Q26 연료비 상승에 따른 영업적자는 불가피할 것으로 보인다. 유류할증료 부과에도 항공유 가격과의 스프레드, 그리고 항공유 상승과 유류할증료의 부과 시차를 고려 시 2Q26 운임에 전가하지 못한 유류비 초과 비용은 대한항공 5,500여억원, 아시아나항공 2,100여억원, 제주항공 600여억원, 진에어 460여억원으로 추정된다. 경상적 2Q26 영업이익 레벨을 감안 시 모두 영업적자를 기록할 것으로 예상된다.

중소형 LCC들에게는 치명타, 항공업계 구조조정 가능성도 염두

운임에 전가하지 못한 유류비 초과분에 대한 비용은 중소형 LCC들의 재무 상태에 치명적일 것으로 예상된다. 구체적으로 2025년말 기준 완전자본잠식인 에어프레미아 외에도 이스타항공, 에어로케이 모두 2Q26 기점으로 완전자본잠식의 가능성이 있다. 보유 기재를 감안 시 이들 항공사의 유류비 상승에 대한 초과 비용은 200~300억원

대로 예상되며, 기존 영업활동에 대한 적자 추이도 감안 시 2Q26말 현금성자산도 대부분 소진될 가능성이 있어, 추가적인 자본조달이 필요할 수 있다.

에어로케이의 2025년말 기준 자본은 77억원으로 2025년말 500억원 규모의 유상증자로 완전자본잠식을 해소하였다. 2025년말 기준 현금성자산은 612억원, 순차입금(리스부채 포함)은 789억원, 부채비율은 4,058%에 달한다. 2Q26말에는 다시 완전자본잠식이 예상된다.

이스타항공의 2025년말 기준 자본은 434억원으로 2025년 6월 600억원 규모의 유상증자로 완전자본잠식을 해소하였다. 2025년말 기준 현금성자산은 802억원, 순차입금(리스부채 포함)은 5,259억원, 부채비율은 2,443%에 달한다. 이스타항공 역시 2Q26말에는 다시 완전자본잠식이 예상된다.

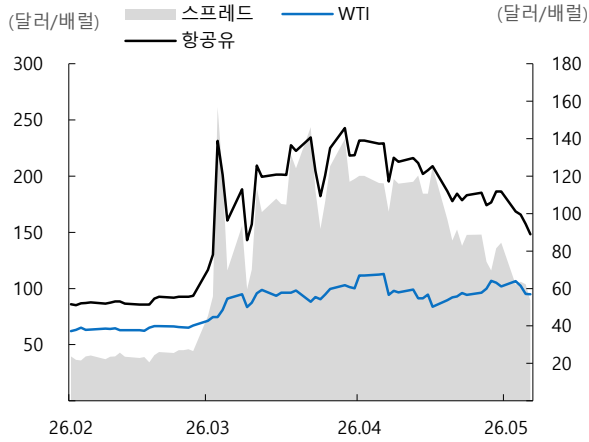
에어프리미아의 2025년말 기준 자본은 -471억원으로 완전자본잠식 상태이다. 현금성자산은 280억원, 순차입금(리스부채 포함)은 1조원에 달한다. 에어프리미아는 완전자본잠식 해소를 위해 유상증자를 계획하고 있다.

대한항공, 대형 LCC 장기적으로 수혜

중소형 LCC들의 구조조정이 현실화될 경우 경쟁 강도 완화 측면에서 항공 업계의 이익 레벨이 크게 상승할 수 있다. 또한 2027년 초 한진그룹 LCC 3사(진에어, 에어부산, 에어서울)의 합병도 항공 업계의 경쟁 강도 완화를 기대할 수 있는 요인이다. 3사의 합산 국제선 점유율은 13%에 달한다.

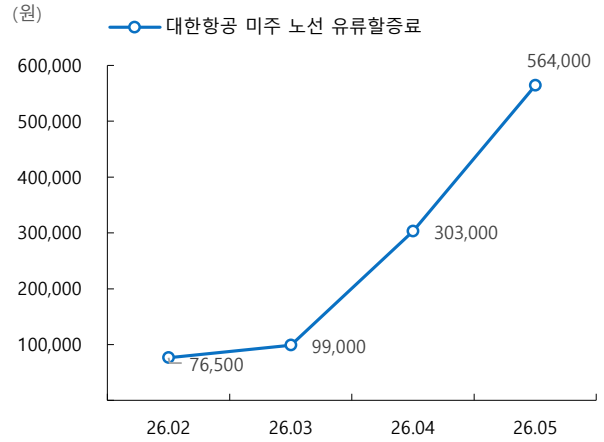
대한항공, 제주항공, 진에어, 에어부산의 수혜가 예상된다. 대한항공의 경우 항공 업계 재판 속 1위 사업자로서 이익 측면에서 가장 큰 수혜를 입을 것으로 예상된다(거대한 변화를 앞두고 2/24 발간). 제주항공, 진에어, 에어부산의 경우에도 유류비 급등에도 유동성에 무리가 없고, 2027년 본격적인 업황의 턴어라운드가 기대된다는 점에서 주가 상승을 기대할 수 있다. 현재 이들 항공사들의 현재 시가총액은 코로나19 팬데믹이 본격적으로 시작되었던 2020년 3월 수준에 불과하다.

그림1. WTI와 항공유 가격 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림2. 대한항공 미주 노선 유류할증료 추이(편도)



자료: 대한항공, iM증권 리서치본부

표1. 2026년 3~4월 항공사 국제선 운항편수

항공사	2025-03	2025-04	2026-03	2026-04	2025 3-4	2026 3-4	YoY
대한항공	8,756	8,270	9,048	8,368	17,026	17,416	+2.3
아시아나항공	5,385	5,054	4,199	4,283	10,439	8,482	-18.7
제주항공	3,882	3,473	4,253	4,036	7,355	8,289	+12.7
티웨이항공	3,042	2,930	3,510	3,051	5,972	6,561	+9.9
진에어	2,955	2,892	2,964	2,902	5,847	5,866	+0.3
에어부산	1,904	1,630	2,064	1,836	3,534	3,900	+10.4
에어서울	804	775	780	719	1,579	1,499	-5.1
이스타항공	1,341	1,219	2,085	1,932	2,560	4,017	+56.9
에어로케이	627	619	1,339	977	1,246	2,316	+85.9
에어프레미아	270	241	441	404	511	845	+65.4
합계	28,966	27,103	30,683	28,508	56,069	59,191	+5.6

자료: iM증권 리서치본부

표2. 2026년 3~4월 항공사 국제선 운항편수(일본)

항공사	2025-03	2025-04	2026-03	2026-04	2025 3-4	2026 3-4	YoY
대한항공	2,013	1,947	2,248	2,088	3,960	4,336	+9.5
아시아나항공	1,565	1,370	1,158	1,175	2,935	2,333	-20.5
제주항공	1,953	1,766	2,387	2,291	3,719	4,678	+25.8
티웨이항공	1,211	1,256	1,763	1,571	2,467	3,334	+35.1
진에어	1,643	1,800	1,778	1,806	3,443	3,584	+4.1
에어부산	1,013	838	1,084	1,034	1,851	2,118	+14.4
에어서울	585	566	589	552	1,151	1,141	-0.9
이스타항공	774	686	1,194	996	1,460	2,190	+50.0
에어로케이	404	443	999	786	847	1,785	+110.7
에어프레미아	46	42	66	80	88	146	+65.9
합계	11,207	10,714	13,266	12,379	21,921	25,645	17.0

자료: iM증권 리서치본부

표3. 2026년 3~4월 항공사 국제선 운항편수(동남아)

항공사	2025-03	2025-04	2026-03	2026-04	2025 3-4	2026 3-4	YoY
대한항공	2,112	1,817	2,209	1,760	3,929	3,969	+1.0
아시아나항공	1,257	947	918	789	2,204	1,707	-22.5
제주항공	1,291	993	1,058	910	2,284	1,968	-13.8
티웨이항공	1,112	884	935	616	1,996	1,551	-22.3
진에어	970	748	810	604	1,718	1,414	-17.7
에어부산	491	372	581	394	863	975	+13.0
에어서울	192	180	165	143	372	308	-17.2
이스타항공	371	179	500	308	550	808	+46.9
에어로케이	137	53	152	91	190	243	+27.9
에어프레미아	73	70	107	74	143	181	+26.6
합계	8,006	6,243	7,435	5,689	14,249	13,124	-7.9

자료: iM증권 리서치본부

표4. 2026년 3~4월 항공사 국제선 운항편수(중국)

항공사	2025-03	2025-04	2026-03	2026-04	2025 3-4	2026 3-4	YoY
대한항공	1,858	1,817	1,903	1,893	3,675	3,796	+3.3
아시아나항공	1,227	1,429	1,198	1,317	2,656	2,515	-5.3
제주항공	317	359	384	496	676	880	+30.2
티웨이항공	159	169	111	130	328	241	-26.5
진에어	38	128	61	91	166	152	-8.4
에어부산	163	200	152	176	363	328	-9.6
에어서울	26	29	26	24	55	50	-9.1
이스타항공	38	181	162	285	219	447	+104.1
에어로케이	18	32	74	36	50	110	+120.0
에어프레미아	0	0	2	0	0	2	N/A!
합계	3,844	4,344	4,073	4,448	8,188	8,521	+4.1

자료: iM증권 리서치본부

표5. 대한항공 2Q26 유류비 초과 비용 계산

	3월	4월	5월(가정)	6월(가정)
평균 환율(원/달러)	1,492	1,484	1,466	1,450
항공유 가격(달러/배럴)	195	201	170	170
항공유 가격(센트/갤런)	464	479	405	405
유류할증료 산정 유가(센트/갤런)	204	322	513	405
할증료, 항공유 스프레드(센트/갤런)	260	156	-108	0
유류 사용량(백만갤런)	120	120	120	120
유류비(백만달러)	557	574	486	486
유류비 초과(백만달러)	312	187	-130	0
유류비 초과분(십억원)	466	278	-190	0
One-month lag(회계 인식)		466	278	-190
유류비 초과 비용 합계(십억원)			554	

자료: iM증권 리서치본부

표6. 아시아나항공 2Q26 유류비 초과 비용 계산

	3월	4월	5월(가정)	6월(가정)
평균 환율(원/달러)	1,492	1,484	1,466	1,450
항공유 가격(달러/배럴)	195	201	170	170
항공유 가격(센트/갤런)	464	479	405	405
유류할증료 산정 유가(센트/갤런)	204	322	513	405
할증료, 항공유 스프레드(센트/갤런)	260	156	-108	0
유류 사용량(백만갤런)	47	47	47	47
유류비(백만달러)	217	223	189	189
유류비 초과(백만달러)	121	73	-50	0
유류비 초과분(십억원)	181	108	-74	0
One-month lag(회계 인식)		181	108	-74
유류비 초과 비용 합계(십억원)			215	

자료: iM증권 리서치본부

표7. 제주항공 2Q26 유류비 초과 비용 계산

	3월	4월	5월(가정)	6월(가정)
평균 환율(원/달러)	1,492	1,484	1,466	1,450
항공유 가격(달러/배럴)	195	201	170	170
항공유 가격(센트/갤런)	464	479	405	405
유류할증료 산정 유가(센트/갤런)	204	322	513	405
할증료, 항공유 스프레드(센트/갤런)	260	156	-108	0
유류 사용량(백만갤런)	13	13	13	13
유류비(백만달러)	62	64	54	54
유류비 초과(백만달러)	35	21	-14	0
유류비 초과분(십억원)	52	31	-21	0
One-month lag(회계 인식)		52	31	-21
유류비 초과 비용 합계(십억원)			62	

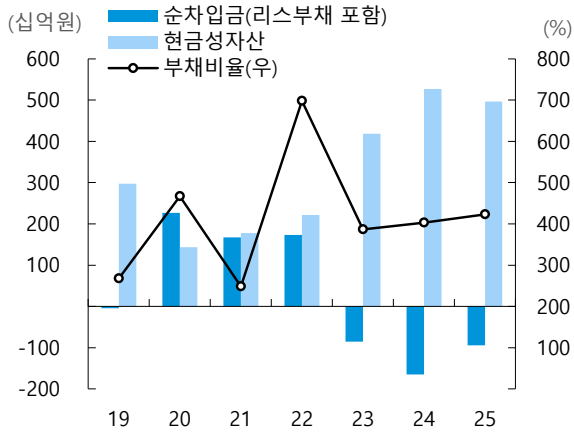
자료: iM증권 리서치본부

표8. 진에어 2Q26 유류비 초과 비용 계산

	3월	4월	5월(가정)	6월(가정)
평균 환율(원/달러)	1,492	1,484	1,466	1,450
항공유 가격(달러/배럴)	195	201	170	170
항공유 가격(센트/갤런)	464	479	405	405
유류할증료 산정 유가(센트/갤런)	204	322	513	405
할증료, 항공유 스프레드(센트/갤런)	260	156	-108	0
유류 사용량(백만갤런)	10	10	10	10
유류비(백만달러)	46	48	40	40
유류비 초과(백만달러)	26	16	-11	0
유류비 초과분(십억원)	39	23	-16	0
One-month lag(회계 인식)		39	23	-16
유류비 초과 비용 합계(십억원)			46	

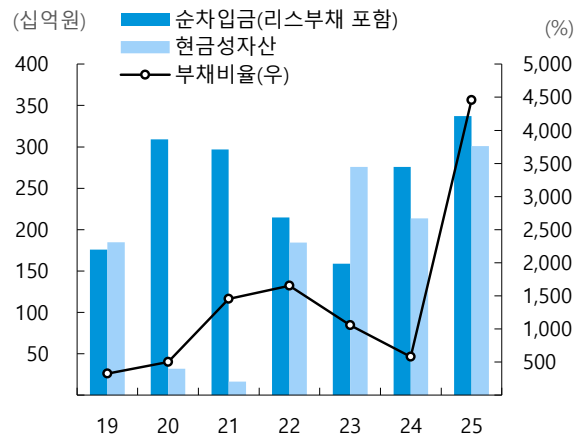
자료: iM증권 리서치본부

그림3. 제주항공 현금성자산, 순차입금 추이



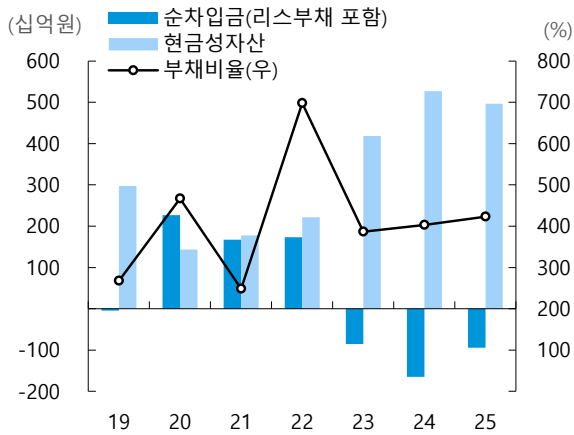
자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림4. 티웨이항공 현금성자산, 순차입금 추이



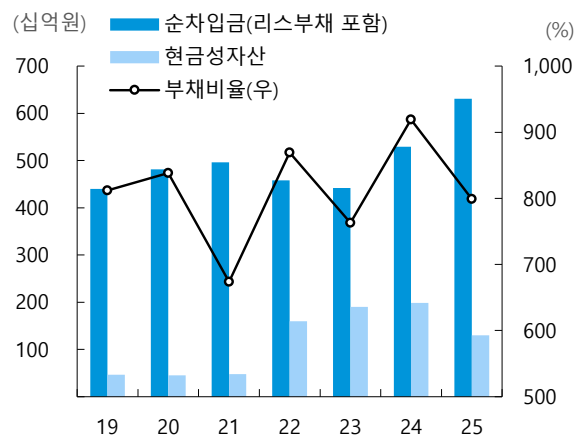
자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림5. 진에어 현금성자산, 순차입금 추이



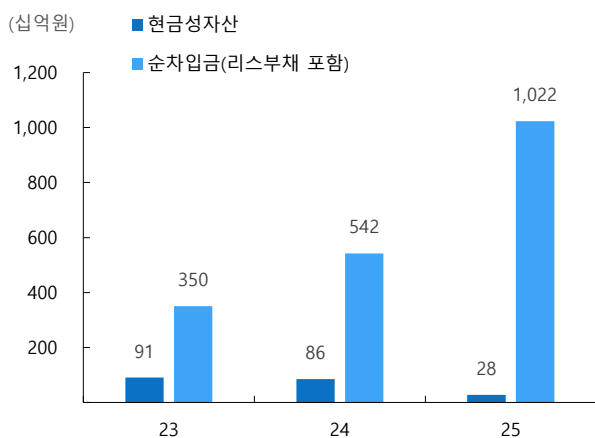
자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림6. 에어부산 현금성자산, 순차입금 추이



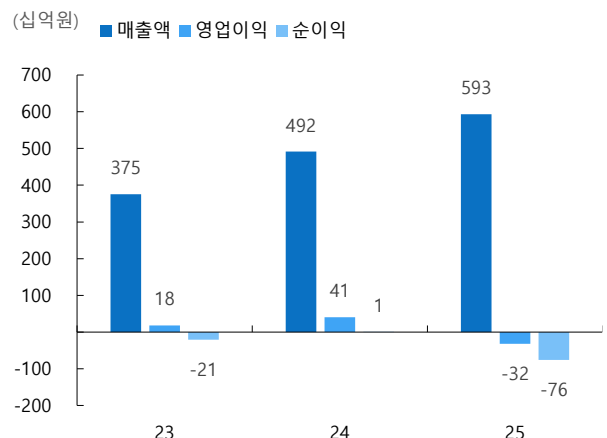
자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림7. 에어프레미아 현금성자산, 순차입금 추이



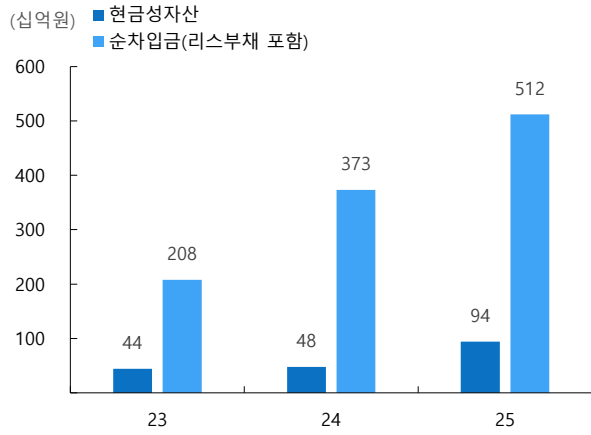
자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림8. 에어프레미아 실적 추이



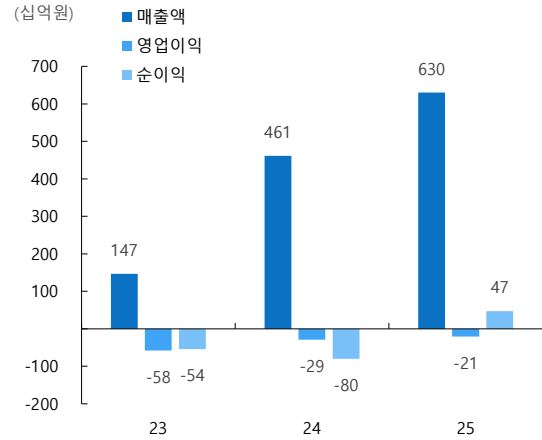
자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림9. 이스타항공 현금성자산, 순차입금 추이



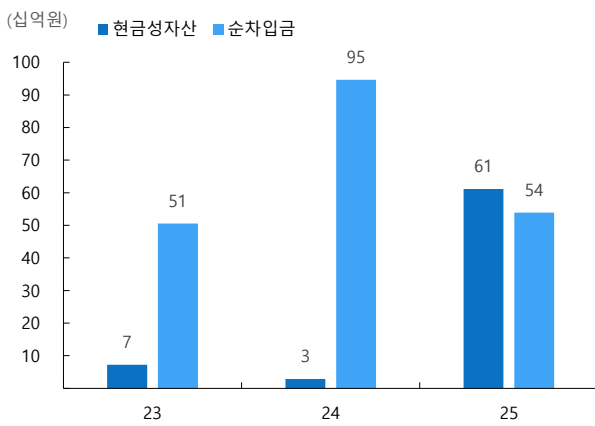
자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림10. 이스타항공 실적 추이



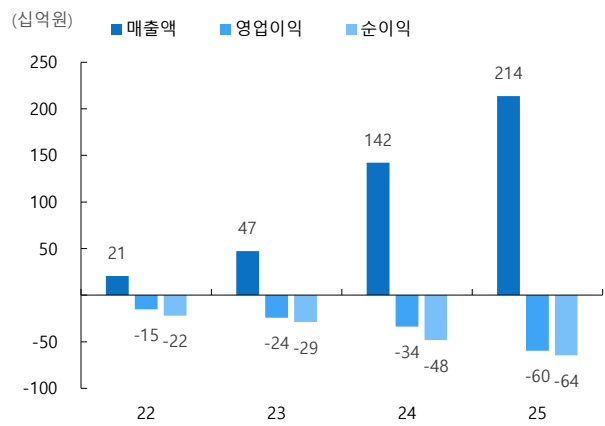
자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림11. 에어로케이 현금성자산, 순차입금 추이



자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림12. 에어로케이 실적 추이



자료: Dart, iM증권 리서치본부

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 기관투자가 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.

[투자의견]

<p>종목추천 투자등급 종목투자의견은 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</p>	<p>산업추천 투자등급 시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임 · Overweight(비중확대) · Neutral (중립) · Underweight (비중축소)</p>
--	---

[투자등급 비율 : 2026-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
88.2%	11.8%	-