

중립/유지

항공업

양극화는 진행 중

원화 약세: 비용과 레저 수요에 부정적

항공유는 5월 휴전 기대 등으로 빠르게 진정되었다. 5월 말 대비 -43% 하락했고 스프레드도 \$40~\$50으로 축소됐다. 여전히 절대 수준은 연초의 약 1.7배, 스프레드는 평년의 2배로 부담스럽다. 원달러 환율은 최근 1,550원 수준까지 상승하며 약세 압력이 지속되었다. 유가 반등에 따른 인플레이 우려와 금리 인하 기대 후퇴가 복합적으로 작용했다. 원화 약세는 가격에 민감한 아웃바운드 레저 수요엔 부정적으로 작용할 전망이다.

여객: 일본 선방, 동남아 약세로 양극화 시현

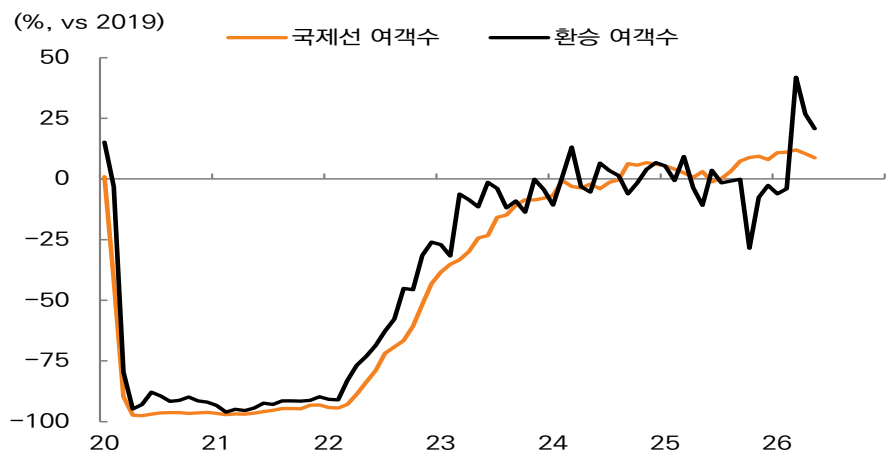
5월 일본(+13.9% YoY)은 엔화 약세와 낮은 할증료 부담으로 고성장을 이었고 환승(+35.4%, 19년 대비 +20.8%) 수요도 강세를 지속했다. 반면 중국(+13.8%)은 둔화, 동남아(-10.0%)는 역성장이 확대됐다. 장거리는 유럽(+12.6%) 위주의 성장이 지속되었다. 화물(+3.9%)·환적화물(+0.1%)은 둔화했지만 ISM이 5월 54.0pt로 개선돼 재반등 여지가 있고 BAI도 2,679pt로 높은 수준을 유지 중이다.

LCC 국제여객은 +6.7%(4월 14.8%)로 기저효과 소멸 효과가 나타났다. 특히 외항사의 19년 대비 수송량이 빠르게 둔화되고 있다. 단거리 노선에서의 점유율은 39.3%로 2월 고점(41.5%) 대비 3개월 연속 하락했으나 외항사 위주여서 국내 LCC는 선방하고 있다.

항공업 투자의견 중립: 대한항공 탑픽 논리 강화

투자의견은 중립을 유지한다. 유류할증료 및 환율 부담이 여객 수요 둔화로 이어지고 있는 만큼 7~8월 수요 반등 기대는 제한적이다. 전반적으로 항공사 실적 부담은 지속될 전망이며, 특히 여객 비중이 큰 LCC의 둔화 폭에 주목한다. FSC와 LCC 간, LCC 상호 간 양극화는 현재 진행형이다. 통합 이후 규모의 경제가 나타날 가능성이 높은 대한항공에 대한 탑픽 의견을 유지한다.

19년 대비 국제선여객 증감률 vs. 환승객 증감률



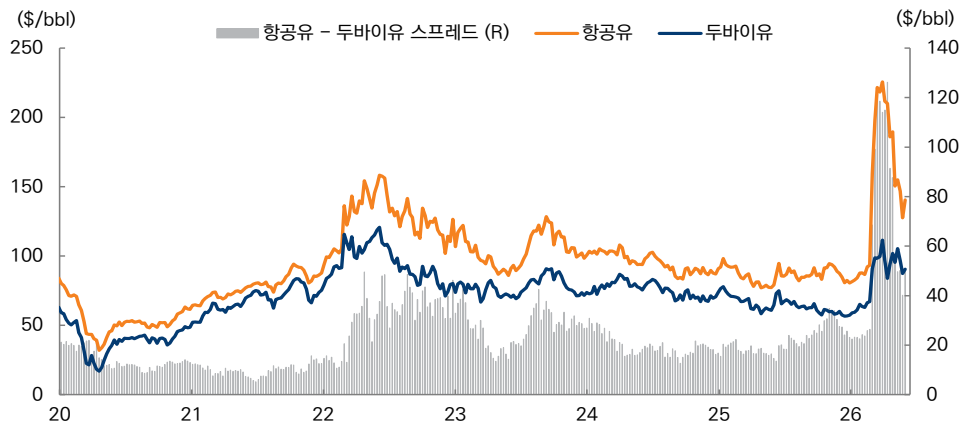
환율/유가: 비용과 수요 모두에 영향을 미치고 있는 원화 약세

5월 들어 휴전 기대와 호르무즈 일시 통항으로 빠르게 진정된 바 있다. 항공유는 5/31 \$127.5로 정점 대비 -43% 하락했고, 스프레드도 \$40~\$50으로 축소되었다. 다만, 6/7 항공유는 \$140.5로 상승했으며, 스프레드 역시 \$50으로 반등했다. 절대 수준은 연초의 약 1.7배, 스프레드도 평년의 2배 수준이다.

원달러 환율은 5월 평균 1,489원에서 6월 평균 1,531원으로 약세가 심화되고 있다. 특히 최근에는 1,550원을 돌파하기도 하며 절하 압력이 지속되고 있다. 유가 반등에 따른 인플레이 우려, 금리 인하 기대 후퇴가 복합적으로 작용한 결과이다.

유가 정점 통과는 연료단가 부담을 일부 덜어주고 있지만, 환율 상승은 이 효과를 일부 상쇄하고 있다. 달러 부채 부담이 큰 항공사는 외화환산손실 압력이 커지고 있다. 원화 약세는 일부 인바운드·환승 수요에는 긍정적이지만, 한국인 아웃바운드, 특히 가격에 민감한 레저 수요에는 부정적으로 작용할 전망이다.

그림 1. 두바이유, 항공유 및 스프레드



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 원달러 환율 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 미국 10년 국고채 금리



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

인천공항 여객 & LCC

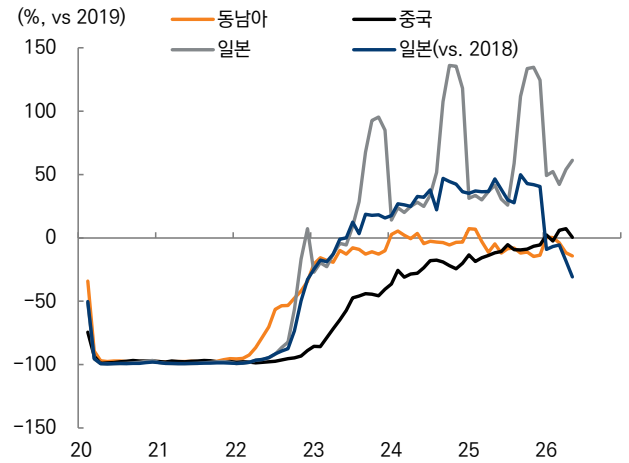
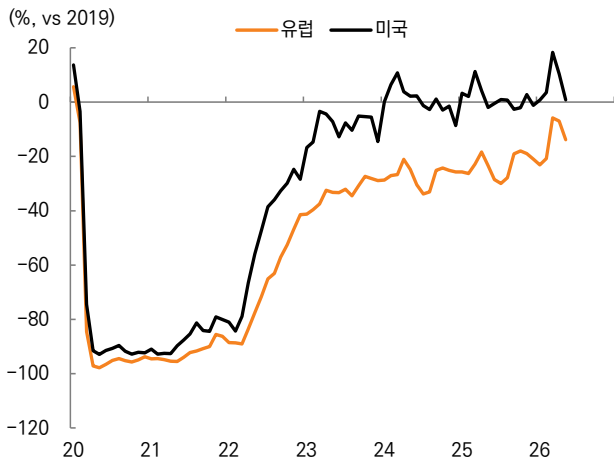
2026년 5월 인천공항 여객: 일본과 환승 수요 개선

일본(13.9% YoY, 4월 12.6% YoY)의 고성장이 이어졌다. 엔화 약세와 상대적으로 크지 않은 유류할증료 부담에 기인한 것으로 보인다. 반면, 중국(13.8% YoY, 4월 24.6% YoY)은 상승세가 둔화되었고, 동남아(-10.0% YoY, 4월 -0.4% YoY)는 역성장세가 확대되었다.

환승 수요(35.4% YoY, 19년 대비 +20.8%)의 강세도 이어갔다. 중동 지역의 허브 기능을 인천공항이 일부 대체하는 효과가 지속되고 있다. 환승 수요 개선과 함께 장거리 노선인 유럽(12.6% YoY, 4월 13.9% YoY)의 두 자릿수 증가세가 이어졌다. 미주(2.8% YoY, 4월 5.9% YoY) 역시 환율 움직임에 비해 둔화폭은 크지 않은 것으로 보인다.

그림 4. 인천공항 19년 대비 장거리 여객 수송

그림 5. 인천공항 19년 대비 단거리 여객 수송

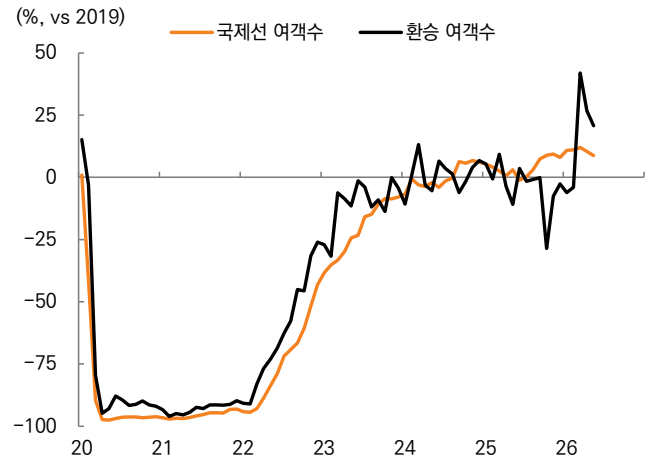
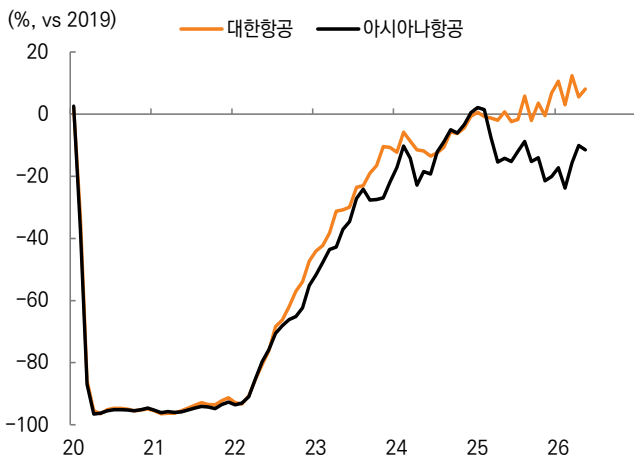


자료: 인천국제공항공사, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 인천국제공항공사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 19년 대비 국제여객 증감률: 대한항공 vs. 아시아나항공

그림 7. 19년 대비 국제선여객 증감률 vs. 환승객 증감률



자료: 인천국제공항공사, 미래에셋증권 리서치센터

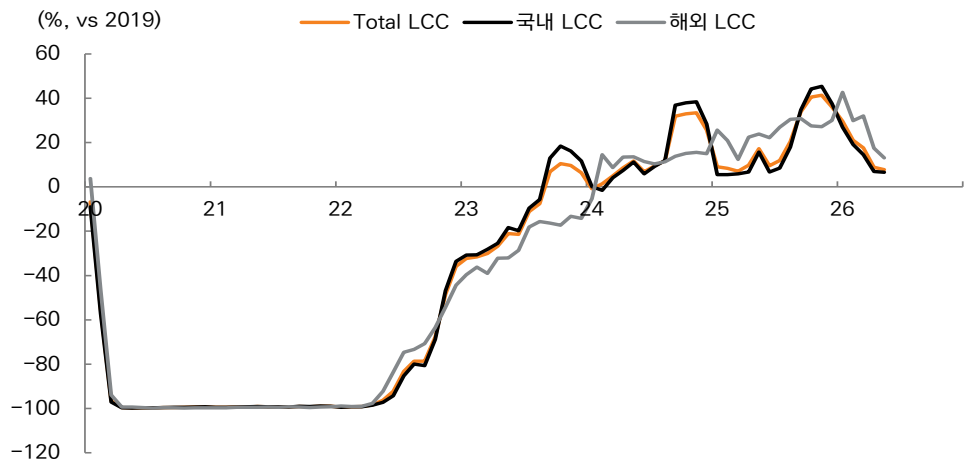
자료: 인천국제공항공사, 미래에셋증권 리서치센터

LCC: 외항사 위주로 둔화세 확대

LCC 국제 여객 수는 6.7% YoY(4월 14.8% YoY)로 둔화세가 확대되었다. 기저효과가 사라진 효과로 보인다. 19년 대비로도 소폭 둔화(7.7%, 4월 8.8%)되었다. 국적 LCC의 둔화세(19년 대비 6.6%, 4월 7.0%)가 진정되는 가운데, 해외 LCC 19년 대비 수치는 빠르게 하락(19년 대비 13.1%, 4월 17.4%)하고 있다.

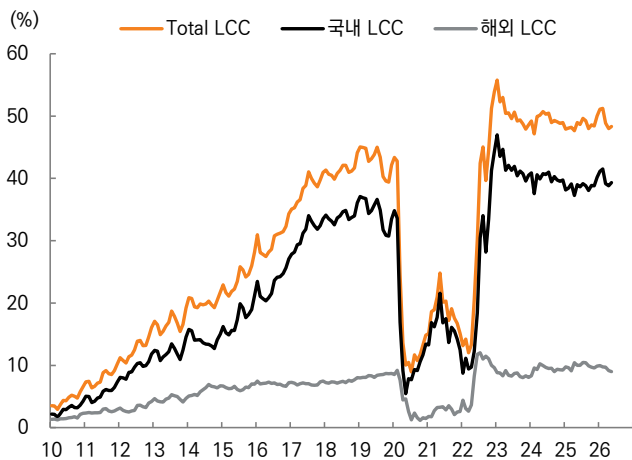
국적사 LCC의 단거리 노선 점유율은 39.3%로 2월 고점(41.5%)대비 3개월 연속 하락하였다. 고유가 효과가 본격화되는 가운데, 점유율 하락은 다소 아쉽다. 다만, 최근 LCC 점유율 하락은 외항사 위주로 진행되고 있으며, 주요 국적 LCC의 점유율은 비교적 선방하고 있다는 점은 긍정적이다.

그림 8. 단거리 국제노선 LCC 여객 수요 증감률 (2019년 대비)



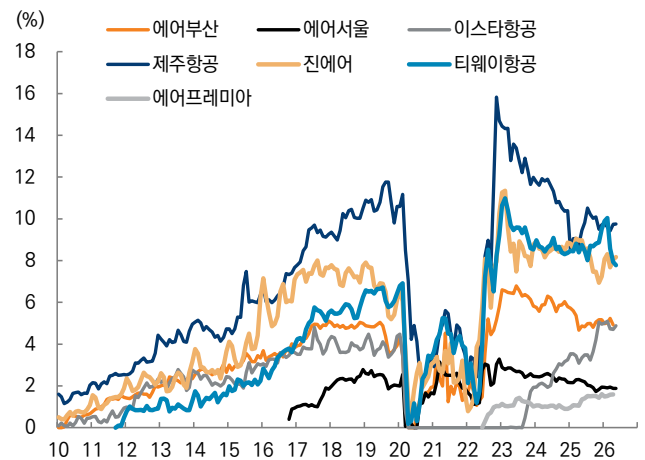
주: LCC는 국내 6사, 해외 20사 기준
 자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 단거리 국제노선 LCC 점유율



자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 단거리 국제선 국내 저가항공사 점유율 추이



자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, 미래에셋증권 리서치센터

2026년 5월 인천공항 화물: 둔화 기조 속 견조한 ISM 지수에 기대

화물 수송량(3.9% YoY, 4월 5.4% YoY)은 소폭 둔화되었다. 환적화물 역시(0.1% YoY, 4월 3.2% YoY) 부진했다. 지정학적 리스크에 따른 항공 화물 대체 수요 효과가 4월 정점을 지나 진정되는 모습이다. 단, 화물 시장 바로미터인 ISM 제조업지수가 4월 52.7pt에서 5월 54.0pt로 개선된 점을 감안하면, 향후 재반등 가능성은 여전히 존재한다.

BAI 기준 항공 운임은 높은 수준을 유지하고 있다. 6월 8일 기준 BAI index는 2,679pt로 전년 대비 33.4% 상승했다. 비수기임에도 불구하고 나타나는 운임 반등은 긍정적이다. 해운 공급망 악화와 컨테이너 운임 급등에 따른 반사 수혜, 제한적인 공급증가가 주원인으로 보인다.

그림 11. 주요 노선 항공운임 추이(BAI)

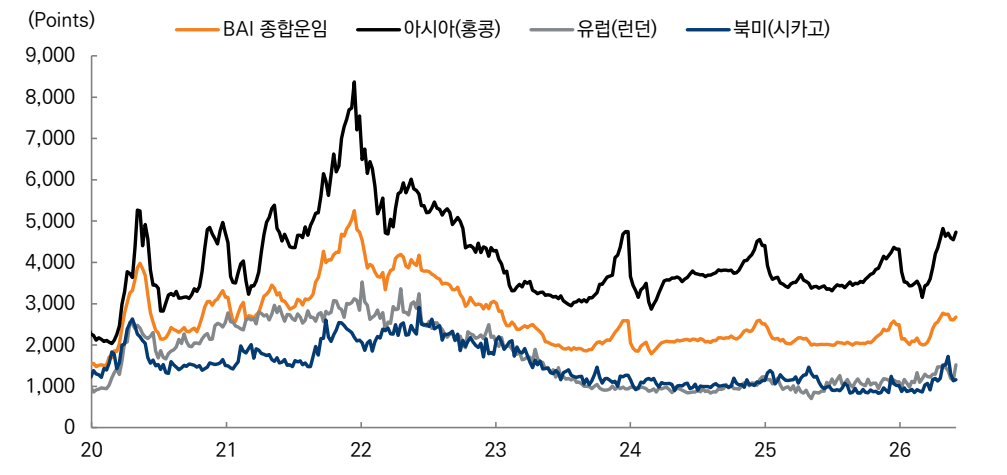


그림 12. 인천공항 장거리 화물 수송량 증감률

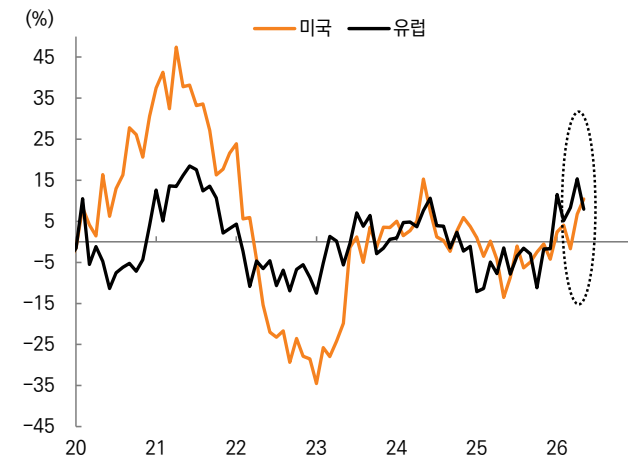


그림 13. 인천공항 단거리 화물 수송량 증감률

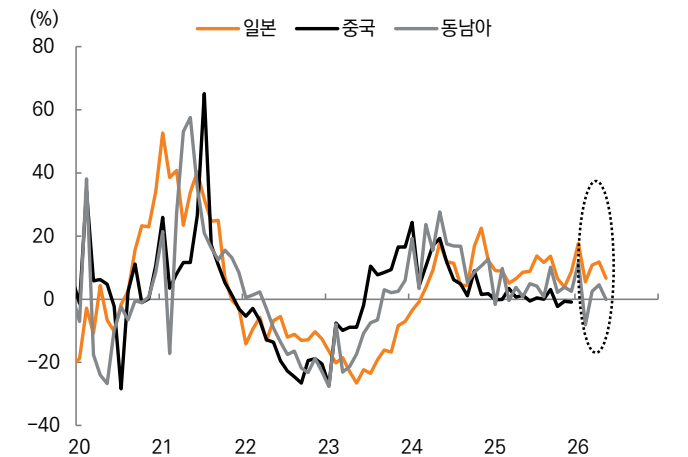
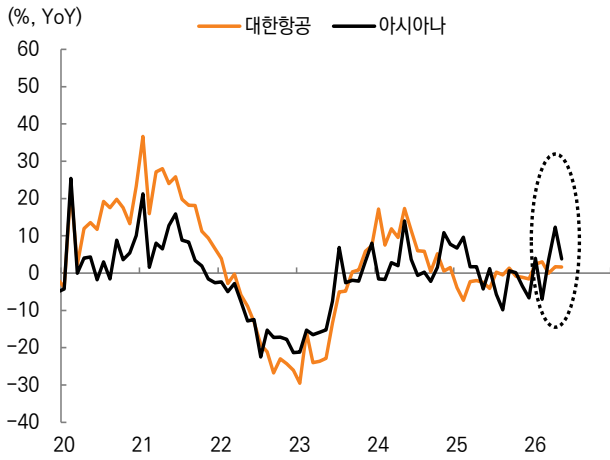
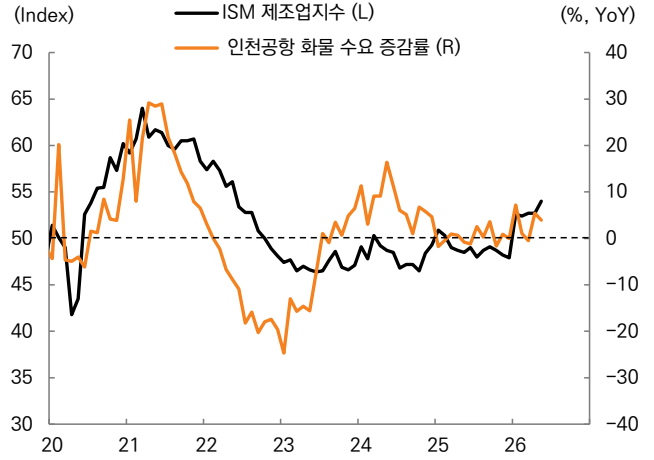


그림 14. 국제화물 증감률: 대한항공 vs. 아시아나



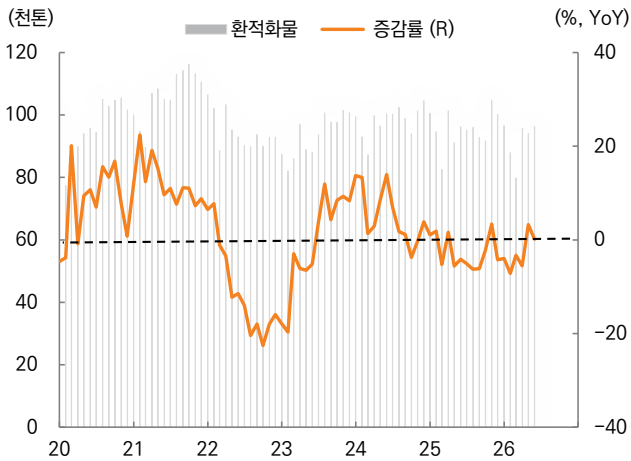
자료: 인천국제공항공사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. ISM 제조업지수 vs. 인천공항 화물 수요 증감률



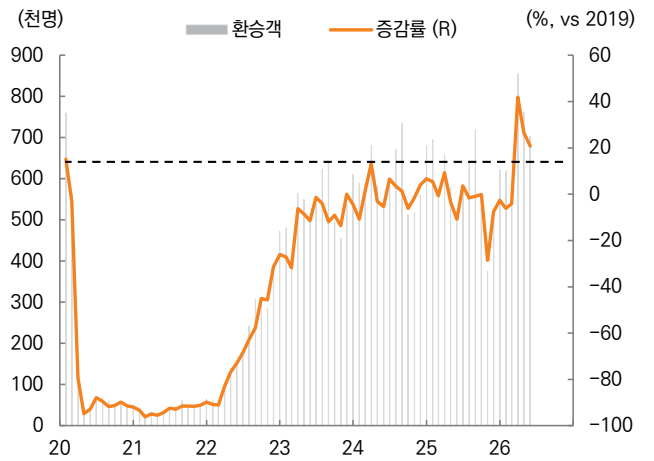
자료: 인천국제공항공사, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 인천공항 환적화물 수송량 증감률



자료: 인천국제공항공사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. 인천공항 환승객 수요 증감률



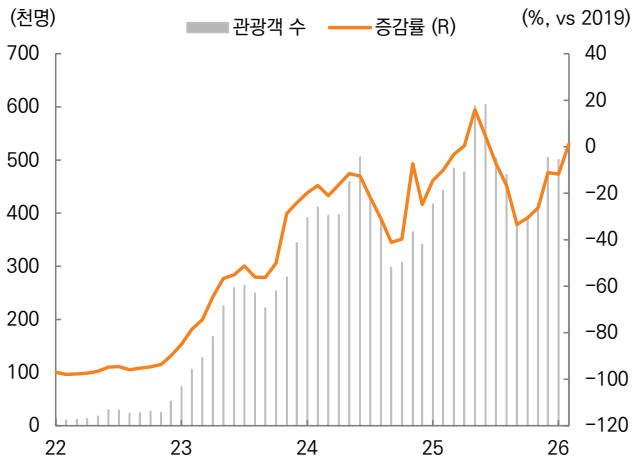
자료: 인천국제공항공사, 미래에셋증권 리서치센터

항공업종 중립의견 제시: 대한항공에 대한 선호 유지

항공업에 대한 투자의견은 중립을 유지한다. 화물보다 여객 수요 둔화가 눈에 띄는 상황이다. 동남아 위주의 실적 둔화로 레저수요의 유류할증료에 대한 민감도가 확인되고 있는 만큼, 7~8월 여객 수요 반등에 대한 기대감은 제한적이다.

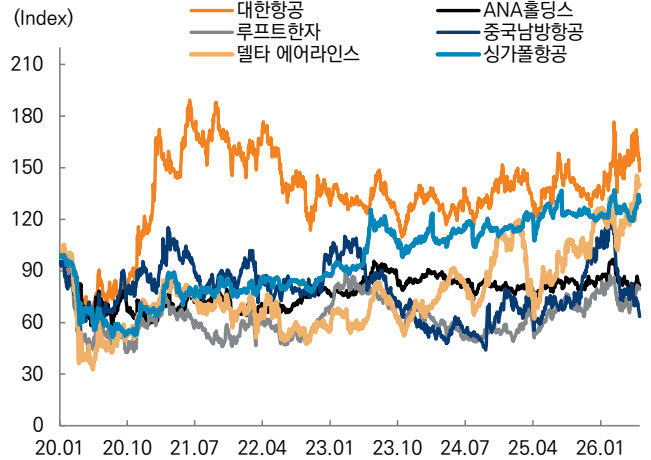
전반적으로 항공사의 실적 부담은 지속될 전망이다. 특히 여객 비중이 더 큰 LCC의 실적 둔화 폭에 주목한다. FSC와 LCC간, LCC 간 양극화는 현재 진행형이다. 통합 이후 규모의 경제가 나타날 가능성이 높은 대한항공에 대한 탐픽 의견을 유지한다.

그림 18. 중국인 방한 관광객 수 추이



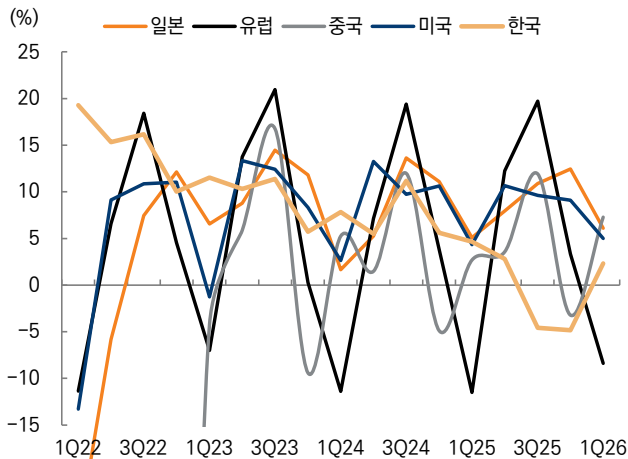
자료: 한국 관광 데이터랩, 미래에셋증권 리서치센터

그림 19. 각 지역 주요 항공사 상대주가 비교



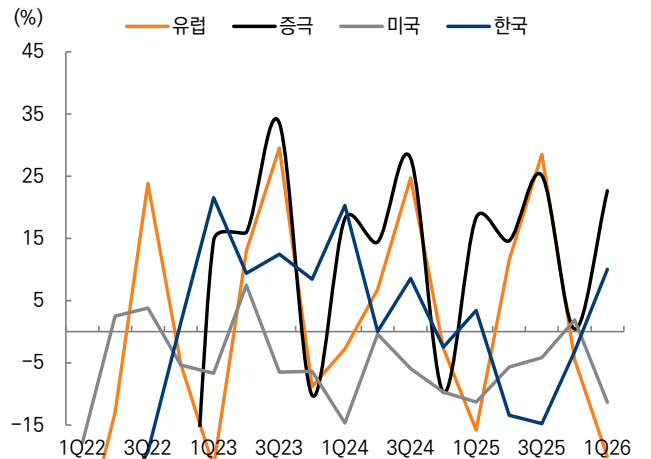
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. 각국 FSC업체 평균 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 21. 각국 LCC업체 평균 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 글로벌 FSC Peer Valuation

(십억원, 배)

	회사명	시가총액	PER		PBR		EV/EBITDA	
			26F	27F	26F	27F	26F	27F
대한민국	대한항공	9,031	55.6	7.9	0.8	0.8	7.0	5.2
	아시아나항공	1,411	-	-	-	-	-	-
일본	일본항공	10,900	13.2	9.5	0.9	0.9	-	-
	ANA 홀딩스	12,857	12.2	8.7	0.9	0.8	3.9	3.2
태국	방콕 항공	1,548	11.3	9.1	2.3	2.0	6.7	5.7
싱가폴	싱가포르 항공	25,613	26.2	18.5	1.3	1.2	5.6	5.4
필리핀	세부 항공	469	-	6.5	1.2	1.0	9.5	5.7
중국	중국남방항공	18,328	-	10.7	1.6	1.4	-	-
	중국동방항공	17,465	-	12.3	1.6	1.4	-	-
대만	중화항공	5,643	11.7	9.4	1.1	1.1	4.2	3.9
	에바항공	9,505	11.1	8.9	1.4	1.2	3.4	3.1
홍콩	캐세이패시픽항공	14,817	9.4	8.3	1.3	1.2	-	-
아시아 평균		10,632	18.8	10.0	1.3	1.2	5.8	4.6
미국	델타 에어라인스	78,178	14.3	9.7	2.2	1.8	7.7	5.9
	유나이티드 에어라인스 홀딩스	52,022	11.4	7.3	1.8	1.4	5.8	4.4
프랑스	에어프랑스-KLM	5,119	4.4	2.7	1.6	1.0	3.0	2.6
러시아	아에로플로트-러시아 항공	-	-	-	-	-	-	-
독일	루프트한자 독일항공	17,377	8.0	6.2	0.8	0.7	3.6	3.1
호주	퀀타스 에어웨이즈	14,770	9.4	8.4	9.9	6.0	4.4	3.8
세계 평균		17,356	15.2	9.0	1.9	1.5	5.4	4.3

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 글로벌 LCC Peer Valuation

(십억원, 배)

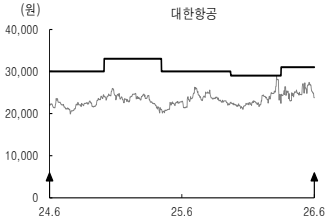
	회사명	시가총액	PER		PBR		EV/EBITDA	
			26F	27F	26F	27F	26F	27F
대한민국	제주항공	346	-	12.1	1.5	1.3	9.2	5.6
	진에어	283	-	5.3	1.5	1.2	3.0	1.3
	티웨이항공	-	-	-	-	-	-	-
태국	아시아 에비에이션	632	-	15.1	1.2	1.1	10.0	6.6
말레이시아	에어아시아 X	1,410	-	4.9	1.4	1.1	5.5	4.3
UAE	에어 아라비아	9,008	14.0	12.6	2.5	2.4	9.8	8.5
중국	춘추항공	9,611	18.3	14.2	2.1	1.9	-	-
	Juneyao Airlines Co Ltd	-	-	-	-	-	-	-
아시아 평균		3,548	16.1	10.7	1.7	1.5	7.5	5.3
미국	사우스웨스트 에어라인스	30,505	15.9	8.9	2.6	2.2	6.7	4.8
	제트블루 에어웨이즈	2,694	-	-	1.5	1.6	177.6	9.5
	스카이웨스트	5,041	7.7	7.0	1.0	0.8	5.1	4.7
	알래스카 에어 그룹	7,161	-	6.7	1.2	1.0	9.5	4.0
	얼리전트 트래블	3,366	21.0	8.5	1.3	1.0	7.1	5.1
	스피리트 에어라인스	-	-	-	-	-	-	-
영국	이지젯	7,174	20.9	10.6	1.0	0.9	2.9	2.2
아일랜드	라이언에어	44,579	12.7	11.5	2.3	2.1	6.4	5.9
세계 평균		9,370	15.8	9.8	1.6	1.4	21.1	5.2

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
대한항공 (003490)					2025.04.14	매수	30,000	-22.93	-12.50
2026.03.10	매수	31,000	-	-	2024.11.07	매수	33,000	-28.71	-21.36
2025.10.22	매수	29,000	-20.48	-0.17	2024.01.31	매수	30,000	-26.65	-18.33

* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상 매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준 비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자 의견 분류 기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
80.84%	0%	18.56%	0.6%

* 2026년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 대한항공 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.