

운송 Overweight



항공화물

Air Cargo Supercycle

2026.09.08

운송/모빌리티 안도현 dohyunahn@hanafn.com

하나증권

2026년 9월 8일 | Equity Research

운송 Overweight

항공화물: Air Cargo SuperCycle

Summary

- ✓ 항공화물 산업 흐름: 장거리 프론트홀 수요 증가
- ✓ 대한항공의 항공화물 운임이 좋을 수 밖에 없는 이유
- ✓ 대한항공: 항공화물이 실적 변동성 완화 + Next Step까지 실적 드라이버가 될 것

Top Picks 및 관심종목

기업명	투자의견	목표주가(12M)	현재주가(9월7일)
대한항공(003490)	BUY	41,000원	30,350원
한국공항(005430)	Not Rated		79,900원

목차

1. 국내 항공화물 업황이 유독 좋은 이유	3
1) 대한항공 항공화물 아웃퍼폼 중	3
2) 항공화물 믹스 개선: 미주 프론트홀 수송량 증가에서 기인	4
3) 미주 노선 수요의 배경: 환적량 증가와 미국향 수출량 증가	6
4) 한국 항공화물 수출량이 늘어나야 국내 항공화물 운임에 긍정적	9
2. 큰 화물기가 부족해요	14
1) 광동체 화물기 Shortage	14
2) 대한항공은 글로벌 Top Tier 항공화물 캐리어	17
3. 결론: 대한항공의 항공화물 사업부 전망 밝음	18
1) 대한항공 항공화물 운임은 글로벌 평균 아웃퍼폼 할 것	18
2) 항공화물 사업부가 Valuation에 기여하는 바	19
기업분석	21
대한항공(003490)	21
한국공항(005430)	25

2026년 9월 8일 | 산업분석

Overweight

Top Picks 및 관심종목

*CP 2026년 9월 7일

대한항공(003490)

BUY | TP 41,000원 | CP 30,350원

한국공항(005430)

Not Rated | CP 79,900원

운송

항공화물: Air Cargo SuperCycle

항공화물 산업 흐름: 장거리 프론트홀 수요 증가

인천공항의 항공화물 물동량은 지난 10년간 큰 폭으로 증가하지 않았지만, 대한항공의 화물 운임은 10년 전 대비 2배 수준으로 상승했다. 핵심은 물동량 증가보다 믹스 개선이다. 인천 출발 화물 중 미주 항 비중이 상승하면서 장거리 프론트홀 수요가 구조적으로 늘었고, 여기에 중국 씨커머스 환적 수요까지 더해지며 중대형 화물기 수요가 증가하고 있다. 반면 광동체 생산량은 코로나19 이전 대비 62% 수준으로 공급 부족은 심화되고 있다. 특히 중국-미국 간 여객 노선 회복이 더디면서 밸리카고 공급이 제한된 상황이기 때문에, 아시아→미주 항공화물의 수급 타이트함은 당분간 이어질 가능성이 높다.

대한항공의 항공화물 운임이 좋을 수 밖에 없는 이유

대한항공 화물 운임이 글로벌 평균 대비 아웃퍼폼하는 이유는 한국발 수출화물 비중과 장기계약 비중이 함께 상승하고 있기 때문이다. 환적화물은 글로벌 항공사 간 경쟁이 치열하지만, 국내 대형 화주의 장거리 수출 물량은 장기계약을 통해 Space를 선점하는 비중이 올라올수록 운임 프리미엄을 확보할 수 있다. 2026년에는 반도체 장비, 자동차 부품, 화장품이 이를 견인하고 있다. 특히 미국 내 반도체 팹 건설이 본격화되면서 고가민감 화물인 반도체 장비의 항공운송 수요가 증가하고 있으며, 공장 가동 이후에도 소모품과 MRO 수요가 이어진다는 점에서 구조적 수요로 판단한다.

대한항공: 항공화물이 실적 변동성 완화 + Next Step까지 실적 드라이버가 될 것

결론적으로 대한항공은 아시아→미주 프론트홀의 공급 부족과 한국발 고부가 화물 증가를 동시에 누리는 구간에 진입했다고 판단한다. 이 과정에서 대한항공의 장기계약 비중은 기존 10% 미만에서 최근 30% 수준까지 상승한 것으로 추정되며, 향후 미국 리쇼어링 프로젝트가 이어질수록 추가 상승 여지도 있다. 아시아나항공과의 합병을 통해 미주 노선의 여객 네트워크와 밸리카고 Capa가 확대된다는 점도 중장기적으로 긍정적이다. 여객 사업은 매크로 환경과 유가, 수요 변화에 따라 이익 변동성이 큰 반면 화물사업은 장기계약과 구조적인 수급 타이트함을 바탕으로 수익성과 실적 가시성을 동시에 높여줄 수 있다. 따라서 2026~2027년 대한항공의 실적에서 화물 사업은 여객 프리미엄화 작업이 진행되기 전까지 실적 드라이버가 되어 줄 예정이다. 대한항공을 운송 업종 내 Top Pick 으로 유지하고 투자 의견 BUY와 목표주가 41,000원을 유지한다. 타 항공사 대비 화물 사업부가 가져올 이익 안정성과 향후 여객에서의 성장성, 항공우주/항공 MRO 등 밸류에이션 프리미엄의 근거가 충분하다는 판단이다.



Analyst 안도현 dohyunahn@hanafn.com

1. 국내 항공화물 업황이 유독 좋은 이유

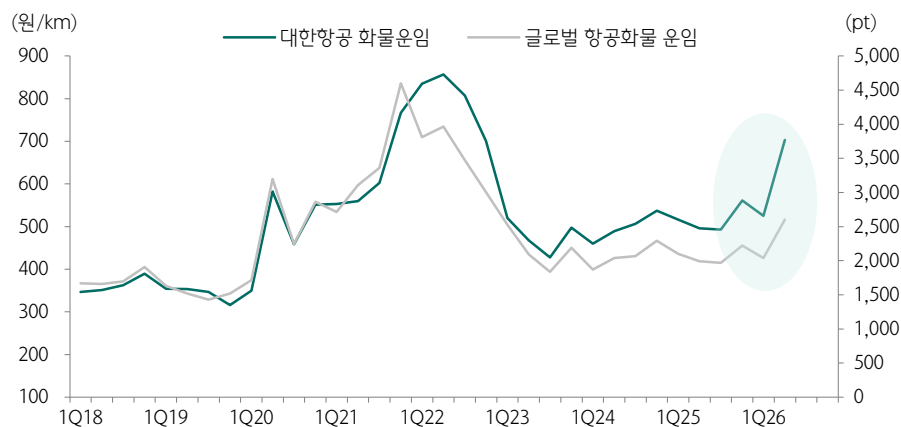
1) 대한항공 항공화물 아웃퍼폼 중

2026년 항공화물 호황 Again,
특히 한국발 항공화물 운임 상승률
높았음

인천공항의 2025년 항공화물 수송량은 295만톤(+0% (YoY))이었다. 인천공항에서 처리되는 화물량 중 40%가 환적화물이다. 화물 수송량은 코로나19로 인한 물류대란 시기에 정점을 기록하고, 10년간 수송 중량 차이는 크게 변화하지 않았다. 2022년은 글로벌 항공화물을 초 호황기였는데, 이 당시 대한항공이 화물만으로 영업이익 2.8조원(영업이익률 21.5%)을 벌어들였다. 이후 2024년 들어 씨커머스 발 수요 증가가 두드러졌고, 2026년 전쟁 발발 이후 항공화물 운임이 코로나19 이후 최고 수준으로 상승했다. 2022년의 평균 항공화물 운임은 800원/km였는데, 2026년 2분기는 700원/km에 육박했다. 특히 글로벌 운송사 대비 대한항공의 운임 상승폭이 컸다(글로벌 평균 +30% (YoY), 대한항공 +42%). 2026년 새로이 도래한 항공화물 호황의 세부적인 이유와 지속 가능성에 대해서 논의해보고자 한다.

기본적으로 항공화물은 범국가 단위로 영업하고, 수요와 공급 변동성이 크지 않고 환적 등이 자유롭기 때문에 국가별/기업별 항공화물에 적용되는 운임은 편차가 크지 않다. 그럼에도 불구하고 대한항공 화물운임과 글로벌 항공화물 운임간의 편차가 2024년 이후 점차 벌어졌고 특히 2026년 들어 두드러지는 중이다.

도표 1. 대한항공 항공화물 운임과 글로벌 비교



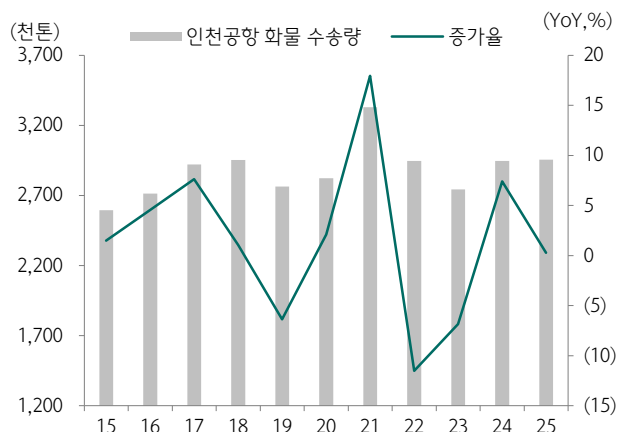
자료: 대한항공, 하나증권

2) 항공화물 믹스 개선: 미주 프론트홀 수송량 증가에서 기인

운임 상승의 배경: 믹스 개선

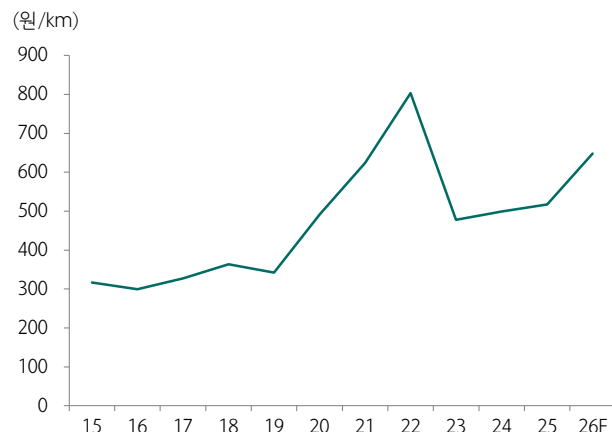
인천공항 자체의 화물 운송 중량은 10년간 14% 증가했다. 연도별로 보면 1~2% 성장에 그친 수준이다. 반면 대한항공의 항공화물 운임은 10년 전 대비 2배로 상승했다. 믹스가 개선되었기 때문이다.

도표 2. 인천공항 항공화물 수송량



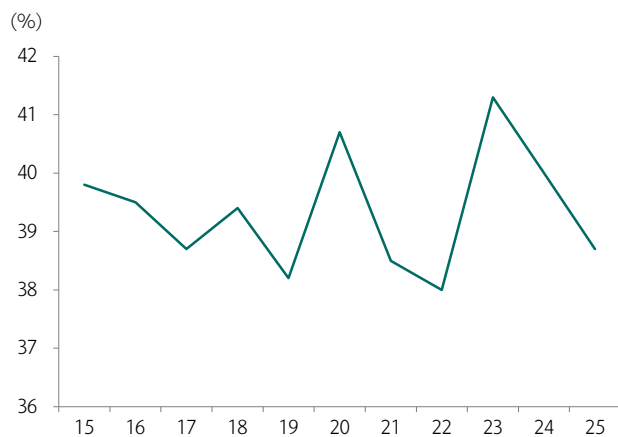
자료: 인천공항공사, 하나증권

도표 3. 대한항공 항공화물 운임 추이



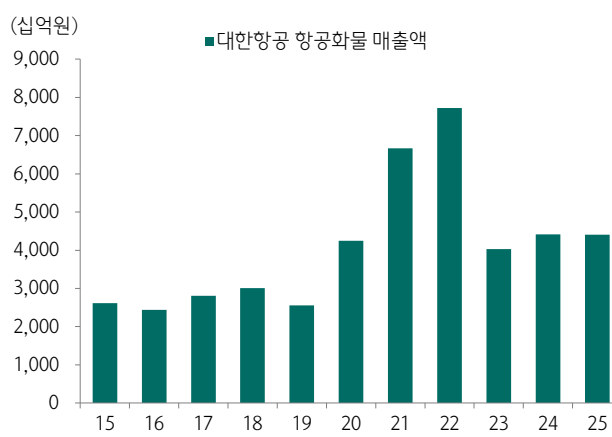
자료: 대한항공, 하나증권

도표 4. 인천공항 환적화물 비중 추이



자료: 인천공항공사, 하나증권

도표 5. 대한항공 항공화물 매출액 추이

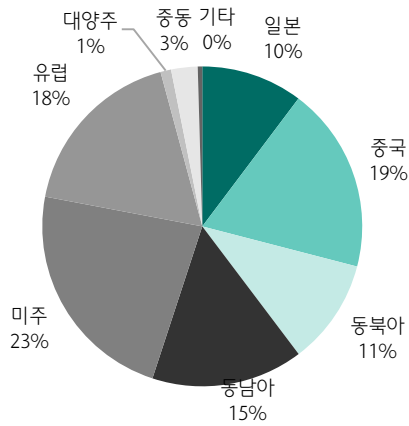


자료: 대한항공, 하나증권

프론트홀 비중 상승과
지역별 믹스 개선이 원인

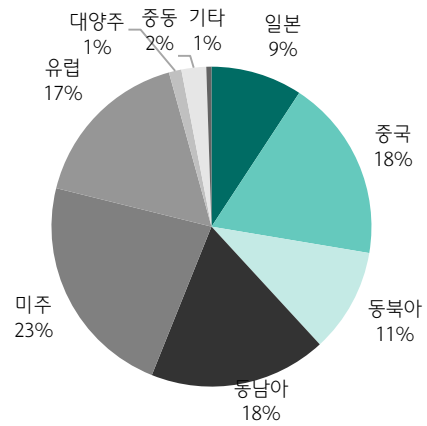
믹스 개선에는 2가지 요인이 있다. 프론트홀(Fronthaul, 주운송 구간, 항공화물에서는 아시아→미주/유럽 노선을 주로 칭함) 비중 상승과 지역별 믹스 개선이다. 인천공항의 출발 화물과 도착화물을 합산한 전체 화물 물동량을 비교해봤을 때, 항공화물의 지역별 믹스는 10년 전과 크게 변화한 바가 없다. 2015년과 2025년의 미주/유럽 수송량 비중은 23%/23%, 18%/17%로 유사하다.

도표 6. 인천공항 항공화물 지역별 수송량(2015년)



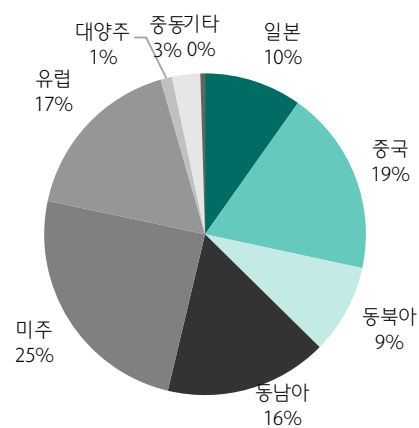
자료: 인천공항공사, 하나증권

도표 7. 인천공항 항공화물 지역별 수송량(2025년)



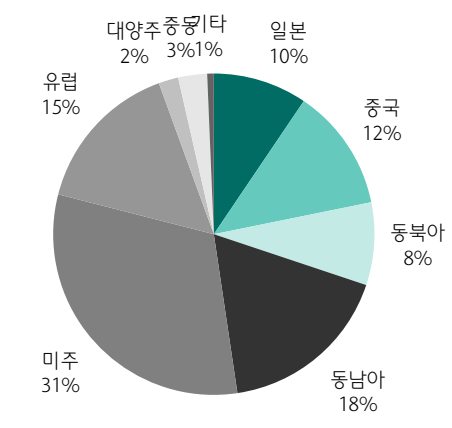
자료: 대한항공, 하나증권

도표 8. 인천공항 출발 항공화물 지역별 수송량(2015년)



자료: 인천공항공사, 하나증권

도표 9. 인천공항 출발 항공화물 지역별 수송량(2025년)



자료: 대한항공, 하나증권

**10년간 미주 항 화물 물동량
39% 증가**

**지역별 믹스 개선이
톤마일 증가를 견인**

하지만 프론트홀에서는 상황이 다르다. 인천공항에서 출발하는 화물로 범위를 한정하면 10년간 미주 지역으로 가는 화물의 양이 39% 증가했다. 미주 지역 비중은 6%p 증가했다. 반면 중국 항 화물은 27% 감소했다.

인천-상하이보다 인천-로스앤젤레스의 대권거리가 11배 이상이다. 같은 중량을 운반하더라도 화물기가 몇 배로 필요해진다. 화물기 Shortage는 여기에서 기인한다.

이론적으로 화물기 수요가 10년 전 대비 얼마나 증가했는지 측정해본다. 인천 출발 기준으로 측정했고, 모든 화물이 동일한 화물기로 운반된다는 가정이며 벨리카고의 공급 증감에 대해서는 배제한 계산이다.

도표 10. 화물기 수요 변화 변화

(단위: km, %)

지역	일본	중국	동북아	동남아	미주	유럽	대양주	중동	기타	합산
각 지역별 주요 도시의 대권거리	1,157	956	1,960	4,677	9,591	8,981	8,419	6,730	5,309	
지역별 거리계수, 일본=1	1.0	0.8	1.7	4.0	8.3	7.8	7.3	5.8	4.6	
2015년	131,067	205,213	203,810	883,092	2,727,143	1,786,280	112,394	220,106	29,128	6,298,232
2025년	138,402	149,330	206,187	1,036,526	3,801,379	1,755,386	211,383	247,748	44,383	7,590,724
증감률	6	(27)	1	17	39	(2)	88	13	52	21

자료: 인천공항공사, 하나증권

인천 출발 항공화물 톤마일
10년전 대비 21% 증가

단순 계산으로 인천 출발 항공 화물의 톤마일은 10년전 대비 21% 증가했다. 특히 2020년부터 미주 노선의 수출량이 눈에 띄게 증가하면서 화물 수송 수요를 견인했다. 미주 노선은 장거리 화물기가 투입되어야 하기 때문에 현재 중대형 화물기 위주 Shortage가 설명된다.

3) 미주 노선 수요의 배경: 환적량 증가와 미국향 수출량 증가

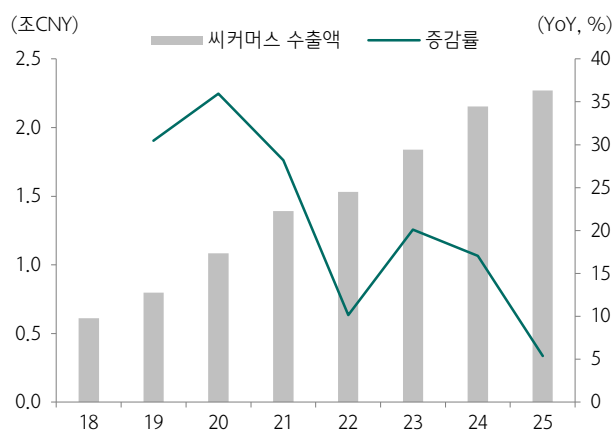
미주 노선 수요:
1)환적량 증가, 2)수출량 증가

왜 유독 미주 노선 수요가 크게 증가했을까? 인천은 아시아 내 항공화물의 허브라서 단순 국내 수출량 증가 뿐만 아니라 환적량 증가도 염두에 두어야 한다. 1)중국 씨커머스 등 환적량 증가, 2)국내 미국향 항공화물 수출 증가, 두가지 측면이 있다.

2024년부터 씨커머스
글로벌 확장 본격화

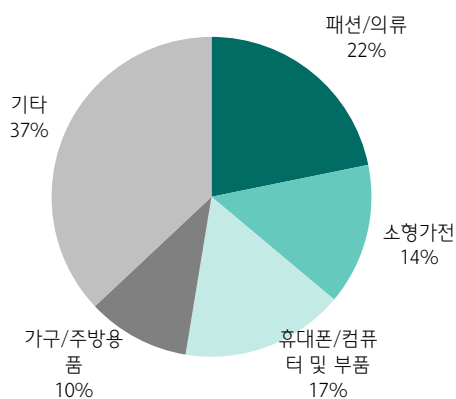
우선 2024년은 중국 씨커머스의 글로벌 확장이 본격화된 시기이다. 중국 씨커머스의 주요 수출지는 미국과 유럽이며 주요 품목은 패션/소형가전 등 저가 소비재 제품이 대부분이다. 2025년 씨커머스의 수출액 규모가 2019년 대비 3배 가량 성장했으며 큰 부분 항공화물에 의존하고 있다. 2024년은 테무/쉬인/알리바바 등 주요 플랫폼들의 글로벌 공급망이 갖춰지지 않아서 배송을 대부분 항공화물에 의존했고 미국으로 배송되는 중국 화물 물동량의 절반 정도가 씨커머스였다고 알려져 있다. 2025년, 특히 트럼프 집권 이후로는 로컬 풀필먼트를 세우는 등 항공화물 의존도를 낮추려고 시도 중이다.

도표 11. 씨커머스 수출액과 증감률 추이



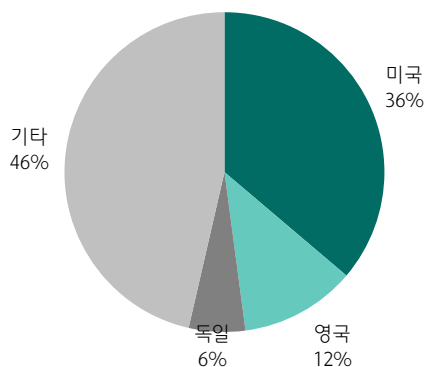
자료: 중국해관, 하나증권

도표 12. 씨커머스 수출 물품 비중



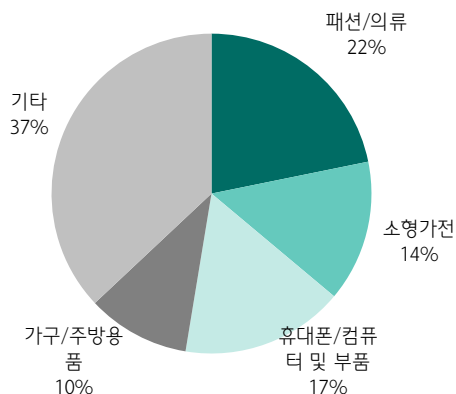
자료: 중국해관, 하나증권

도표 13. 씨커머스 수출액 국가 비중(2025년)



자료: 중국해관, 하나증권

도표 14. 씨커머스 수출 물품 비중



자료: 중국해관, 하나증권

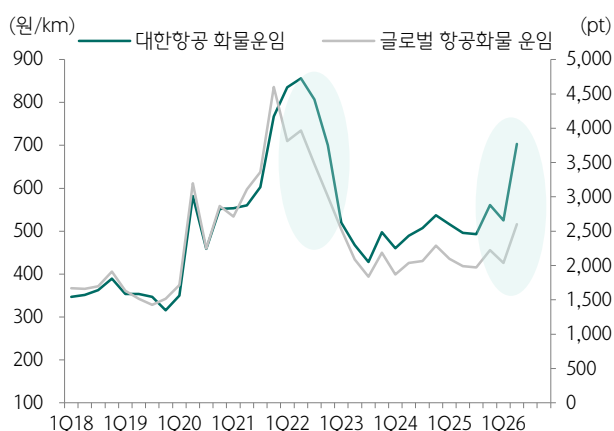
2026년 이후 씨커머스의
항공물류 의존도 하락했으나
그럼에도 불구하고 수요 이어질 것

2026년 상반기 씨커머스는 주로 미주/유럽의 로컬 창고 향 수출액이 크게 증가했으며, 자연스럽게 항공물류에 대한 의존도가 낮아지고 있는 상황이다. 미국의 소액면세 제도 폐지에 이어 EU 내에서도 2026년 7월부터 150유로 이하 소포에도 관세를 부과할 예정이다. 미국은 소액소포에 대해 국가별로 관세 차등을 두어 기본관세율+상호관세율을 더하여 부과하고 있고, EU의 경우 품목 분류당 3유로를 부과할 예정이다.

그럼에도 불구하고 항공 화물 수요에 대해서는 걱정하지 않는다. 중국 저가상품들의 경우 대부분 트렌드에 민감한 패스트패션 비중이 크기 때문에 온전히 해운으로만 운반이 불가능하다. 항공화물이 단가 상으로는 해상운송 대비해서 5배 가량 비싸보이지만 저가 물품의 경우 운송료를 부과하더라도 물건 단가 자체가 선진국 대비 현저하게 낮기 때문에 수요가 이어지고 있다. 예를 들면 중국에서 단가가 \$3인 티셔츠를 미국으로 운송한다고 가정해보면, 관세와 항공운송비만 벌당 약 \$3 부과되나, 이를 감안해도 가격 경쟁력이 있다. 또한 현재 유럽으로의 해운 수송이 40일 이상 소요되는 점도 항공화물 수요에는 긍정적이다.

씨커머스 발 환적량 증가는 분명 긍정적으로 작용했다. 2024년부터 글로벌 항공화물 운임 대비 대한항공의 화물 운임이 초과 상승하는 모습을 보여주고 있다. 하지만 오히려 격차가 확대된 것은 씨커머스의 항공화물 의존도가 낮아진 2025년 하반기 이후이다.

도표 15. 대한항공 vs. 글로벌 항공화물 운임 비교



자료: 대한항공, 하나증권

도표 16. 인천->미주 항공화물 물동량 중 한국 수출량 비중



자료: 인천공항공사, KITA, 하나증권

대한항공의 화물운임 초과상승은
오히려 2022년과 2026년
국내 수출량 증가하던 시기

2022년과 2026년 모두 대한항공의 화물 운임 상승률이 글로벌 대비 아웃퍼폼하고 있는 시기인데, 양 시기의 공통점은 인천->미주 물동량 중 국내에서의 수출량 비중이 상승한 시기였다는 점이다.

인천에서 미주로 발송되는 항공화물 수출량 중 한국에서 수출되는 중량은 20% 내외이다. 이외는 환적 물량인데, 이 비중이 2022년에는 24%, 2026년 7월 누적으로도 역시 24%까지 상승했다.

4) 한국 항공화물 수출량이 늘어나야 국내 항공화물 운임에 긍정적

환적화물은 완전경쟁 구도이나
한국 수출화물은
운임 프리미엄 부과 가능

결론적으로 한국 출발 항공화물의 운임이 올라가려면 한국에서의 수출 비중이 올라가야 하는 것이다. 이외 환적 화물의 경우 기타 항공사들과의 완전경쟁 구도이나, 한국 수출 화물의 경우 1)대형 화주와의 장기계약을 통해 스페이스 차터를 제공하는 방식으로 운임 프리미엄을 받을 수 있으며, 2)경쟁 구도가 글로벌 화물 대비 제한적이라는 점이 강점이다.

항공화물 장기계약이 증가하면
유리한 구조

항공화물 장기계약은 기본적으로 일정 스페이스에 대해서 우선 탑재를 보장하는 방식인데, 대신 이 공간의 사용 여부와 상관없이 요금을 지불한다. 물론 스팟 운임을 온전히 반영하기는 어려우나 Surcharge 등을 추후에 부과 가능하고, 장기계약 스페이스가 남는 경우 스팟 화물도 적재 가능한 점을 감안하면 항공사 입장에서는 장기계약을 체결해두는게 유리한 구조이다.

한국->미국 주요 수출품: 1)화장품
2)자동차 부품, 3)반도체 제조기기

따라서 대한항공의 장기계약은 1)국내 대기업(제조업)의 2)장거리 고정 수출 물량이 대부분이라고 파악된다. 2026년 상반기 한국에서 미국으로 가는 수출량 중 가장 많은 비중을 차지하고 있는 제품이 1)화장품, 2)자동차 부품, 3)반도체 제조 기기인데, 특히 2026년 상반기는 반도체 제조 기기 관련 항공화물 선적이 크게 증가한 것을 볼 수 있다. 2022년은 자동차 부품의 수출 증량이 크게 증가했었다.

도표 17. 한국->미국 항공화물 수출증량별 순위

순번	품목명	2025년 수출증량	2025년 수출증감률	2026년 (6월) 수출증량	2026년 (6월) 수출증감률
합산		88,846	-4.2	55,495	26.7
1	미용제품	8,302	21.2	6,265	83.9
2	알루미늄 합금판	285	439.0	4,556	37,892.8
3	광학 디스크	2,973	-34.1	2,278	72.1
4	마스크팩 등	1,985	99.8	1,544	231.3
5	자동차 부품/악세서리	2,402	19.2	1,272	-32.3
6	반도체 제조 기기	233	-20.3	1,149	817.0
7	전기분배장치	217	2,383.4	1,087	460.1
8	전기분배장치	565	2.7	787	169.5
9	자동차 부품/악세서리	2,121	238.8	698	38.6
10	자동차 부품/악세서리	1,398	-48.5	670	-21.7
11	메모리 반도체	1,032	20.8	661	45.7
12	클렌징품 등	554	61.4	642	254.7
13	플라이휠	114	101.6	634	927.0
14	컴퓨터 부품	1,168	18.5	596	17.6
15	스마트폰	674	402.4	584	93.5
16	엔진 부품	1,102	0.9	562	2.4
17	진공펌프 부품	805	-2.3	526	22.0
18	진공펌프 부품	439	-57.1	477	100.7
19	철제 제품	890	-21.2	467	-20.6
20	플라스틱 제품	931	-12.1	458	15.9

자료: KITA, 하나증권

(1) 반도체: 미국 팹 건설

반도체 장비는 항공화물 수송 필요

이는 삼성전자의 테일러 프로젝트(2026년 2분기부터 장비 반입 본격화 추정)와 밀접한 연관이 있다. 파운드리 공장 가동에 앞서 필요한 반도체 장비와 공장 설비, 반도체 원재료 등은 항공화물로 운송할 수 밖에 없다. 우선 반도체 장비의 경우 무게/부피가 크고 민감 화물로 분류되기 때문에 전세기를 사용할 수 밖에 없고, 반도체/IT화물의 특성상 온도/제습 등에도 민감하기 때문에 특수 컨테이너가 들어가기도 한다.

도표 18. 대한항공이 인텔 공장에서 사용될 노광기를 운송하는 모습



자료: 인텔, 언론보도

도표 19. 대한항공이 온도조절 가능한 특수 컨테이너를 운송하는 모습



자료: 대한항공

해상 운송으로 반도체 장비를 운반하는 경우는 거의 없다. 고가 장비이기 때문에 운송료보다는 운송 품질이 우선되는 것이다. 컨테이너선으로 운송할 경우 파손할 위험이 있고 수천 개의 컨테이너가 혼적되어 있기 때문에 별도 관리도 어렵거니와 운송 기간도 20일 이상 소요된다.

특히 반도체 장비의 경우 매우 고가이기 때문에 운송 품질에 보다 초점을 맞춘다. 예를 들면 ASML의 EUV장비의 경우 별도설계된 컨테이너에 탑재가 필요하고, 적재/하역 시에도 특수한 트레일러를 사용한다고 알려져 있다. 운송 품질이 강조되기 때문에 운송 업체의 트랙 레코드가 중요한 상황이다.

삼성전자의 테일러 팹 기여도
컸다고 추측

삼성전자의 테일러 팹에 필요한 장비는 수백대 규모로 총 규모는 2만톤으로 알려져있다. 이중 한국에서만 5,000톤 이상의 장비가 반입될 예정이다. 화물기의 최대 적재량은 100톤 내외(777F 기준)이나, 부피와 특수 컨테이너 등을 감안하면 50항차보다 훨씬 많은 항차가 필요할 것으로 추정된다. 가장 고가의 장비인 EUV 장비와 생산 시스템만 해도 B747 화물기 3항차가 필요한 상황이다.

공장 건설 이후에도
항공화물 수요는 이어질 것

공장 건설이 완료된 이후에도 항공화물 수요는 이어진다. 장비 소모품 보충과 MRO를 지속적으로 수행해야 하는데, 이 또한 운송 품질과 속도가 중요하기 때문이다.

삼성전자 뿐만 아니라 SK하이닉스도 미국 인디애나에 HBM 생산 거점을 구축하고 있고, 이러한 미국 리쇼어링 정책이 강하게 추진되면서 과거 없었던 항공화물 수요의 큰 축을 담당하게 될 예정이다.

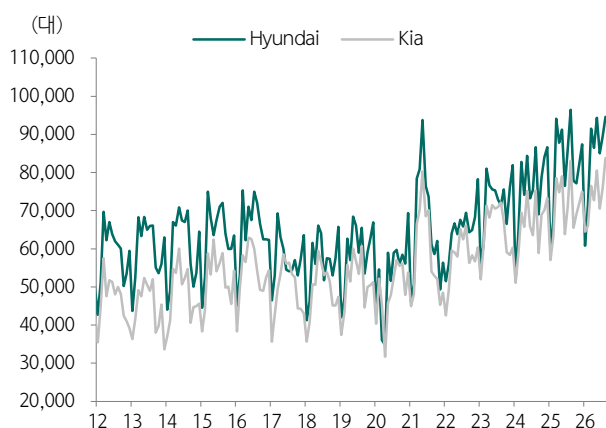
(2) 자동차: 자동차 부품은 On demand

현대차/기아의 미국 점유율 상승
자동차 부품 수요 증가 동반

국내 발 항공화물의 큰 축은 자동차 부품이다. 자동차의 경우 PCC(자동차선)으로 수출하지만 자동차 부품은 항공화물로 운송한다. 자동차 부품의 경우 그때 그때 필요한 부품이 다르고 JIT로 재고관리하는 경우가 많아 항공화물로의 수출이 적합하다.

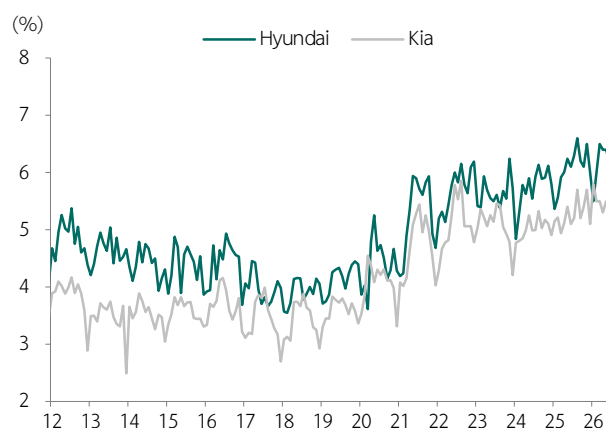
현대차/기아의 미국 점유율이 코로나19 이후에 유의미하게 상승했는데, 순차적으로 AS 부품 수요가 따라온다는 점을 감안하면 향후로도 자동차 부품 수출 수요가 견조하게 이어질 것으로 예상된다.

도표 20. 현대차/기아의 미국내 판매 추이



자료: Omdia, 하나증권

도표 21. 현대차/기아의 미국내 시장점유율 추이

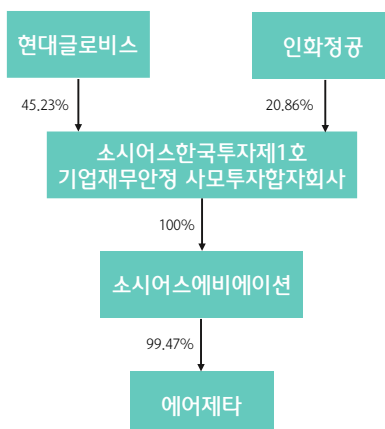


자료: Omdia, 하나증권

현대글로벌비스가 에어제타에
출자하는 등 항공화물 중요성 인지

현대글로벌비스가 CKD/PCTC 등 현대자동차의 핵심 물류를 담당하고 있는데, 에어제타 인수 펀드에 현대글로벌비스가 출자하는 등(에어제타에 대한 우선매수권 확보) 항공화물에 대한 중요성을 인지하는 모습이다.

도표 21. 에어제타 지배구조도



자료: DART, 하나증권

(3) 화장품: K-뷰티의 확장에 기여하는 항공물류

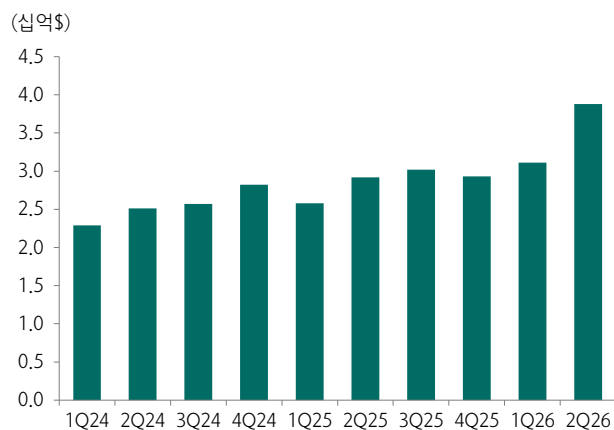
미국/유럽 항 장거리 수송 수요
증가 및 On Time Demand 발생

국내 화장품 수출량이 늘어나면서 항공물류에도 긍정적으로 작용하고 있다. 특히 해외 매출 비중이 큰 화장품 업체는 항공화물 비중이 상당할 것으로 추정된다. 해외 매출비중이 80% 이상인 에이피알의 매출원가 중 30% 이상, 매출액의 7% 이상이 운반비로 사용된다(2025년 기준). 물론 이는 창고 비용/도메스틱 물류비용 등을 모두 합산한 숫자이나, 에이피알의 주요 매출 품목인 화장품/디바이스의 평균 판매 단가와 중량을 생각하면 운송 단가 역시 굉장히 높다. 따라서 항공화물로 수송되는 물량이 상당하다는 추정이 합당하다. 만약 항공화물 없이 온전히 컨테이너선만으로 운송한다고 가정했을 때 컨테이너선 운임은 매출액 대비 1%도 되지 않을 것으로 예상되기 때문이다.

국내 화장품 업체가 선진국을 타겟팅하는 것도 항공화물의 수요를 늘리는 동인이다. 현재 주요 시장인 미국/유럽까지 해상으로 운송하려면 1달/2달이 소요된다. 긴급 재고 보충은 항공화물에 의존할 수 밖에 없다. 또한 화장품의 경우 고단가 상품이기 때문에 항공운송이 상대적으로 덜 부담스러운 산업이기도 하다.

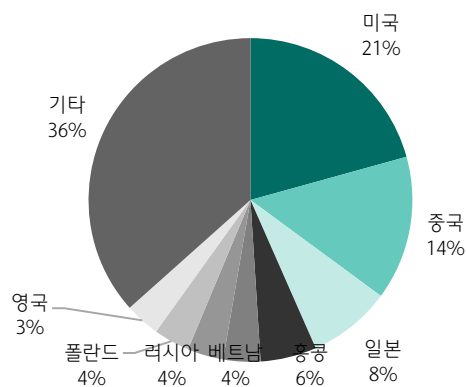
상반기 국내 화장품 수출액은 27% (YoY) 증가한 \$70억이었고, 이 중 미국 비중이 21%로 수출액 중 가장 많은 비중을 차지하고 있다. 향후에도 K뷰티의 수출량이 증가하며 항공화물 수요도 진작될 것으로 예상 중이다.

도표 22. 한국 화장품 수출액 추이



자료: 한국무역협회, 하나증권

도표 23. 한국 화장품 수출 국가 비중



자료: 한국무역협회, 하나증권

(4) 결론: 한국 발 항공화물 수요는 견조하게 이어질 것, 장기계약 추가 가능성 높음

항공화물 장기계약 비중 상승
가능성 높음

반도체, 화장품, 자동차 부품이 항공화물 수요를 견조하게 뒷받침하는 가운데, 국내 출발 항공화물기의 장기계약 비중이 상승할 가능성이 높다.

미국 반도체 장비가 Capa를 차지
하는 상황에서 여분 Space가
제한적이기 때문

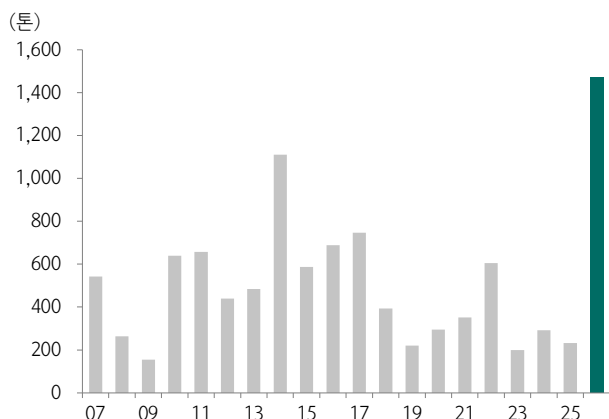
이유는 단순하다. 반도체 미국 팹 건설에 필요한 장비/장비 부품/소모품 등이 당분간 화물기 Capa를 사용할 것으로 예상되며, 이 물량은 장기계약으로 체결된 상황이다. 가용화물기가 줄어든 상황에서 남은 여분의 Space에 대한 헤게모니는 항공사가 가져가게 될 가능성이 높다.

한국발 항공화물 운임이
글로벌 평균 아웃퍼폼 할 것

따라서 당분간 한국 출발 항공화물 운임이 글로벌 평균 대비 높게 유지될 가능성이 높으며, 장기계약 비중도 상승할 것으로 전망한다.

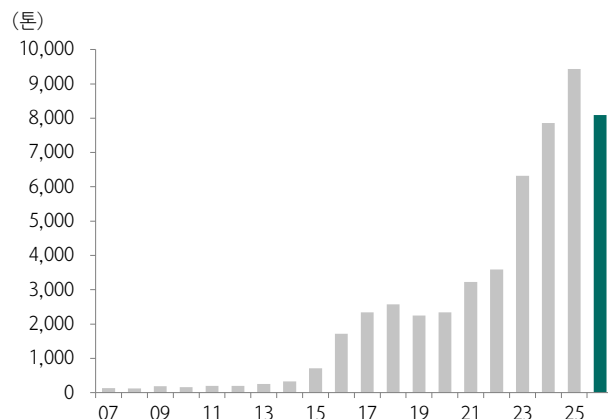
대한항공도 기존 화물 사업부의 장기계약 비중이 10% 미만이었었는데, 최근 30% 수준으로 상승한 것으로 추정되며 장기계약의 대부분은 인천->미주 노선이다.

도표 24. 인천->미국 항 반도체 장비 항공화물 수출 증량 추이



주) 26년은 7월까지의 누적증량
자료: 한국무역협회, 하나증권

도표 25. 인천->미국 항 화장품 항공화물 수출 증량 추이



주) 26년은 7월까지의 누적증량
자료: 한국무역협회, 하나증권

2. 큰 화물기가 부족해요

1) 광동체 화물기 Shortage

2026년 광동체 인도량은
2019년의 62% 수준

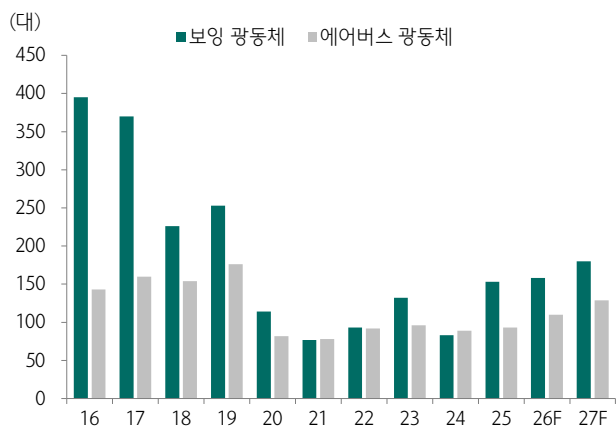
아시아->유럽, 아시아->미주를 중심으로 화물기 수요가 늘어나고 있는 반면, 화물기 공급은 부족한 상황이다. 글로벌 항공기 제조사는 보잉과 에어버스 두 곳인데, 광동체 여객기의 공급이 좀처럼 회복되지 않고 있다. 블룸버그 추정치에 따르면 2026년 광동체 여객기의 인도량은 268대로, 2019년의 62% 수준 회복에 머무르고 있다. 2027년에도 70%의 회복을 전망 중이다.

광동체 여객기 공급 부족이 장기화되면서, 자연히 광동체 화물기의 인도 시기도 지연되고 있다. 대한항공/아시아나항공도 수년째 화물기 수가 늘지 않고 있고, 2028년 되어서야 신규 화물기 도입이 가능할 것으로 전망 중이다.

미-중 간 여객 노선 감소로
밸리카고 공급도 감소한 상황,
환적 수요 이어지는 중

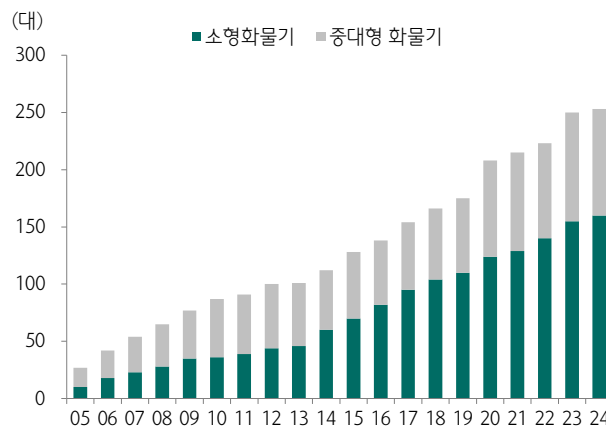
국내 화물기의 환적 수요자인 중국도 화물 운송 공급이 부족한 상황이 이어지고 있다. 중국-미국 간 여객 노선이 사라지면서 밸리카고 공급이 줄어들고 있기 때문이다(2019년 아시아-미주 노선 항공화물 공급의 20%가 밸리카고로 운반). 현재 2019년 대비 중-미 간 여객 노선 공급은 30% 내외로 급감한 상황이다. 여객 노선 감소 영향으로 미-중간의 직항 화물 공급이 2019년 대비 14% 감소한 것이나 다름 없다. 반면 씨커머스 발 미국 향 항공화물 수요는 이어지고 있기 때문에 당분간은 인천/홍콩/싱가폴 등에서 환적 수요가 이어질 예정이다.

도표 26. 보잉/에어버스의 광동체 인도량 추이 및 전망



자료: 블룸버그, 하나증권

도표 27. 중국 내 화물기 대수 추이



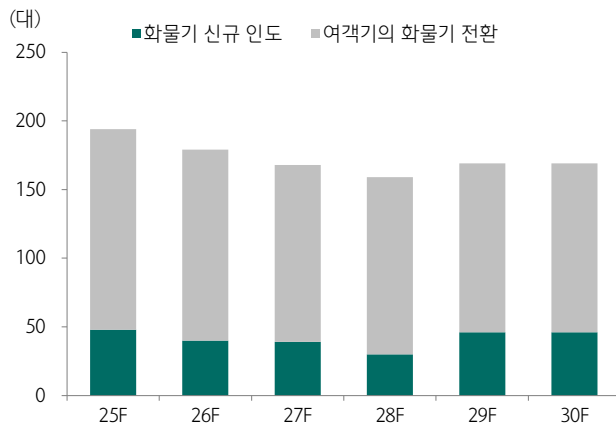
자료: COMAC, 하나증권

화물기는 신조보다는 노후 여객기가 화물기로 전환되면서 공급이 늘어나는 방식이다. 노후된 광동체는 많으나, 이를 대체할 신규 광동체가 도입되지 않으면서 여객에서의 사용 기간이 늘어나고 있고, 향후 10년간 퇴역할 여객기 중에서도 광동체 비중은 크지 않다. 따라서 광동체 화물기의 공급이 증가하려면 우선 광동체 여객기의 순증이 선행되어야 할 것이다.

광동체 화물기 증가율 연 1% 수준 전망

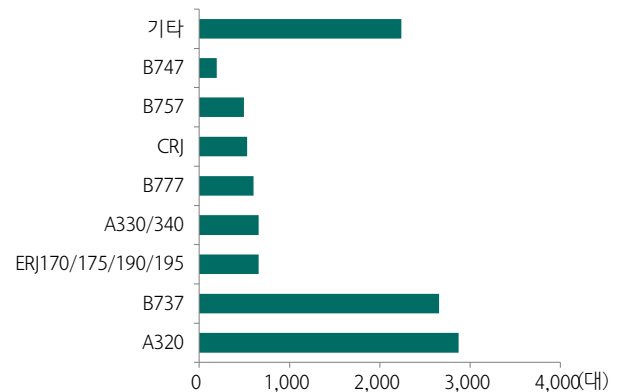
현재 글로벌 화물기는 2,400대 수준이고, 이중 광동체 화물기 비중의 60%로 파악된다. 연간 50대의 화물기 인도와 100대 이상의 여객기의 화물기 전환이 이루어질 예정이나, 광동체 여객기의 퇴역이 지연되면서 광동체 화물기 증가율도 연간 1% (YoY) 대 증가율에 그칠 것으로 전망한다.

도표 28. 글로벌 화물기 연간 증가량 전망



자료: Aviation Week, 하나증권

도표 29. 향후 10년간 퇴역 여객기 기종 전망



자료: Aviation Week, 하나증권

국내 항공사들이 보유한 광동체 화물기는 34대로, 대한항공이 23대, 에어제타(아시아나항공의 화물기 인수)가 11대를 보유하고 있다. 기령은 평균 17.5년으로, 에어제타 광동체 화물기의 평균 기령은 27년에 이르기 때문에 퇴역 부담이 있는 상황이다.

도표 30. 국내 광동체 화물기 등록 현황(2026년 8월)

순번	항공사	기종	기령(년)	등록일자	구매형태
1	대한항공	B747-400F	22	04.08.16	구매
2	대한항공	B747-400F	20	05.10.30	구매
3	대한항공	B747-400F	20	06.01.13	구매
4	대한항공	B747-400F	20	06.06.30	구매
5	대한항공	B747-8F	14	12.02.06	임구
6	대한항공	B777F	14	12.02.06	임구
7	대한항공	B777F	14	12.06.29	임구
8	대한항공	B747-8F	13	12.09.04	임구
9	대한항공	B777F	13	13.02.25	임구
10	대한항공	B747-8F	13	13.03.28	임구
11	대한항공	B747-8F	12	13.12.30	임구
12	대한항공	B777F	12	14.02.24	임구
13	대한항공	B747-8F	12	14.03.14	임구
14	대한항공	B777F	11	15.02.24	임구
15	대한항공	B747-8F	11	15.06.30	임구
16	대한항공	B777F	10	16.06.24	임차
17	대한항공	B777F	9	16.08.31	임차
18	대한항공	B777F	9	16.09.19	임차
19	대한항공	B777F	9	16.10.28	임차
20	대한항공	B777F	9	16.10.31	임차
21	대한항공	B777F	9	16.12.19	임차
22	대한항공	B747-8F	10	16.12.29	임구
23	대한항공	B777F	8	17.10.16	임차
24	에어제타	B747-400F	24	02.05.23	임차
25	에어제타	B747-400F	21	10.12.17	임차
26	에어제타	B747-400(BDSF)	26	12.06.28	임차
27	에어제타	B747-400F	23	24.10.14	구매
28	에어제타	B747-400F	24	24.11.07	구매
29	에어제타	B747-400(BDSF)	32	93.12.03	구매
30	에어제타	B747-400F	31	94.11.04	구매
31	에어제타	B747-400F	31	95.06.27	구매
32	에어제타	B747-400(BDSF)	30	96.08.16	구매
33	에어제타	B767-300F	30	96.08.23	구매
34	에어제타	B747-400(BDSF)	29	97.05.30	구매

자료: ATIS, 하나증권

2) 대한항공은 글로벌 Top Tier 항공화물 캐리어

대한항공은
글로벌 7위 화물 캐리어

대한항공은 글로벌 Top 10 항공화물 캐리어이다. 대한항공은 2024년 기준 글로벌 7위(CTK 기준) 캐리어인데, 1위는 미국의 Fedex, 2위는 카타르항공, 3위는 UPS이다. 아시아권 항공화물 수송사업자 중 중국남방항공과 대한항공, 케세이퍼시픽이 10위권 플레이어로 이름을 올리고 있다.

항공화물 시장은
특송 업체와 항공사로 양분:
항공사는 벨리칸고가 강점

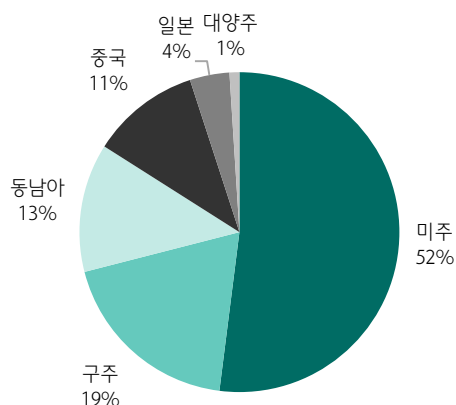
항공화물 시장은 Fedex/UPS 등 특송 업체와 항공사(여객/화물 겸업)로 양분되는데, 항공사의 경우 여객기의 벨리칸고(여객기의 화물칸을 사용하는 항공 화물 운반)를 사용할 수 있고, 벨리칸고의 경우 원가가 매우 낮은 점이 강점이다. 따라서 화물 노선도 여객 중심으로 꾸려진다. 특송 업체의 경우 노선 커버리지가 더 넓고, 허브앤스포크 방식으로 영업한다. Fedex의 글로벌 특송 허브는 미국 멤피스, UPS는 미국 루이빌, DHL은 독일 라이프치히에 위치한다.

대한항공의 화물 시장 우위:
1)미주 중심 벨리칸고 공급력,
2)인천 공항 허브

대한항공이 항공화물 캐리어로서 갖는 우위는 크게 두가지이다. 1)미주 노선 중심 벨리칸고 공급력, 2)인천을 허브 공항으로 하는 지리적 이점이다. 대한항공은 아시아권에서 미주 여객 노선이 가장 많은 항공사 중 하나인데, 아시아나항공까지 합산하면 아시아 1위 미주 노선 여객 항공사가 될 예정이다. 벨리칸고 공급량도 자연히 가장 많은 수준으로 올라선다.

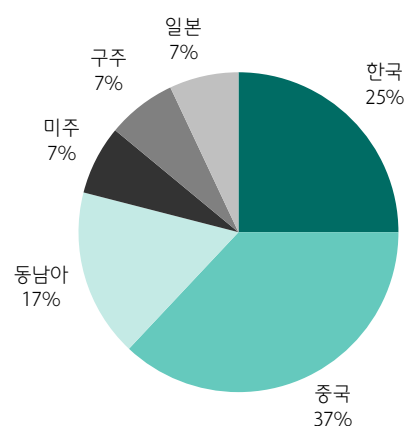
또한 인천공항은 아시아권 내에 가장 미주와 근접한 지리적 이점을 가지고 있기 때문에 아시아권 화물의 미주 향 환적 항로의 핵심이다. 대한항공의 화물 노선 중 50%가 미주이고, 매출 발생 기준으로는 40% 가까이 중국에서 발생한다.

도표 31. 대한항공 화물 노선 매출 비중



자료: 대한항공, 하나증권

도표 32. 대한항공 화물 사업 발생지역별 매출 비중



자료: 대한항공, 하나증권

3. 결론: 대한항공의 항공화물 사업부 전망 맑음

1) 대한항공 항공화물 운임은 글로벌 평균 아웃퍼폼 할 것

2분기 대한항공 흑자 원인은
항공화물 사업부

2분기 대한항공은 별도 영업이익 2,618억원을 기록하며 항공사 중 유일한 흑자를 기록했다. 항공유 가격이 전쟁 이전 대비 2배 수준으로 상승하면서 영업비용 상승률이 33%에 달했는데도 불구하고 흑자를 달성할 수 있었던 이유는 항공화물 사업부였다. 2분기 국제선 여객 운임 상승률은 11% (YoY) 였으나, 화물 운임 상승률은 42% 를 기록했다. 원가는 동일하게 증가했는데, 화물의 운임 반영 정도가 훨씬 빠르고 컸던 것이다.

장기계약 비중 상승과
한국발 항공화물 수출 증가로
대한항공 항공화물 운임은 당분간
글로벌 평균을 아웃퍼폼할 것

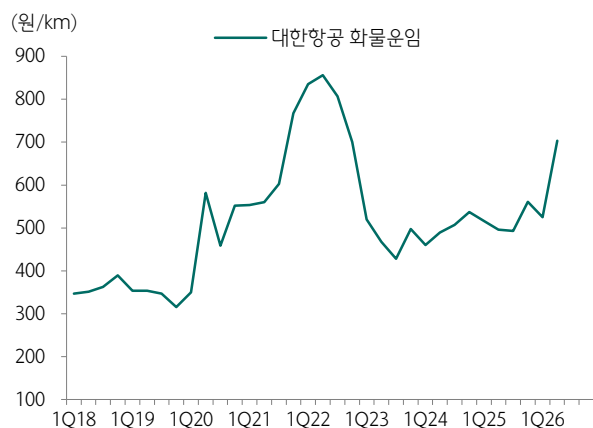
여객 부문 적자는 여객 운임 상승(유류할증료 부과 등)을 통해 해소될 예정이고, 화물 운임의 높은 상승폭이 유지될지, 언제까지 유지될지가 향후 대한항공 실적에서의 관전 포인트라고 생각한다. 대한항공의 항공화물 운임 상승률은 글로벌 평균(+30% (YoY)) 대비로도 높았는데, 이는 한국발 항공화물 비중과 장기계약 비중이 상승했기 때문으로 판단한다.

대한항공은 장기계약이 2026년 들어 유의미하게 늘었다고 밝혔는데, 이는 반도체 장비의 미국 반입, 화장품/자동차 등 복합적 요인이 작용한 결과로 보여진다. 특히 당분간 미국의 리쇼어링 프로젝트들이 진행되는 과정에서 대한항공의 장기계약 비중이 추가적으로 상승할 가능성도 충분히 기대할 수 있다.

현재 광동체 화물기의 Shortage 상황에서 당분간 아시아->미주 프론틀홀 수요가 공급을 따라가지 못하는 상황이 지속될 것으로 예상된다. 1)중국 항공사의 밸리카고 축소, 2)중국의 씨커머스 화물량 증가가 지속적으로 인천 발 화물창을 채워주는 가운데, 국내에서도 3)고부가 상품들의 수송 수요 증가(반도체 장비/신선식품/화장품/자동차 부품 등)가 늘어나고 있고, 4)장기계약 비중도 상승하고 있기 때문에 대한항공의 항공화물 운임은 당분간 글로벌 평균을 아웃퍼폼 할 수 밖에 없다는 판단이다.

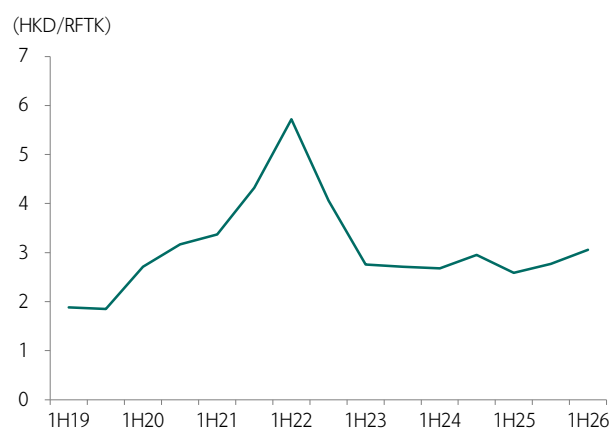
아시아나항공과의 합병을 통해서 미주 노선의 밸리카고 운용 Capa 가 증가한다는 점도 긍정적으로 평가한다.

도표 33. 대한항공 항공화물 운임 추이



자료: 대한항공, 하나증권

도표 34. 케세이퍼시픽 항공화물 운임 추이



자료: 케세이퍼시픽, 하나증권

여객 변동성 큰 시기에
항공화물의 실적 안정성 담보 효과
+프리미엄 전환 이전의
성장성을 견인할 것

2) 항공화물 사업부가 Valuation에 기여하는 바

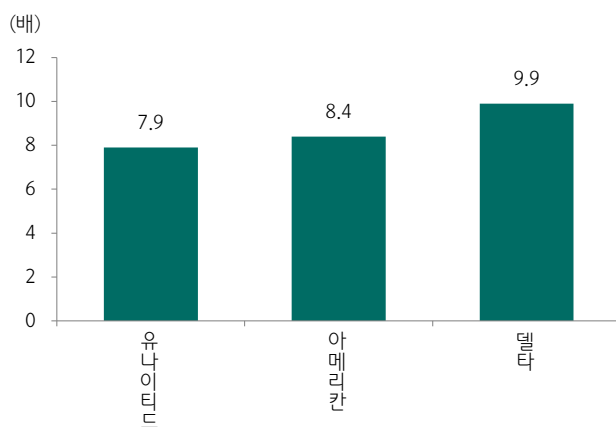
항공 여객 운송 사업은 매크로 영향에 노출되어 있고, 이익 변동성이 크다. 이를 화물 사업으로 눌러주는 효과가 있어 실적 가시성과 안정성을 담보하고, 이익률을 제고하는 효과가 있다.

한국의 아웃바운드는 더 이상 증가율이 유의미하게 나오지 않는다. 인구 구조가 고령화되고 있고, 인당 해외여행 지출액만 증가하고 있다. 따라서 항공사 중 FSC가 LCC보다 유리하고, FSC도 인바운드 유입 증가와 프리미엄화를 통한 단위 매출 증대, 항공화물과 항공우주 사업 부를 통한 성장을 도모하고 있다.

현재 글로벌 FSC의 밸류에이션은 10배~11배 전후에서 형성되어 있는데, 1)성장성, 2)실적의 안정성, 3)주주환원 요인이 밸류에이션의 차별화 요인이다. 대한항공의 2027년 기준 P/E는 8배인데, 화물사업부가 성장성과 실적의 안정성 측면에서 프리미엄 요인이라는 판단이다.

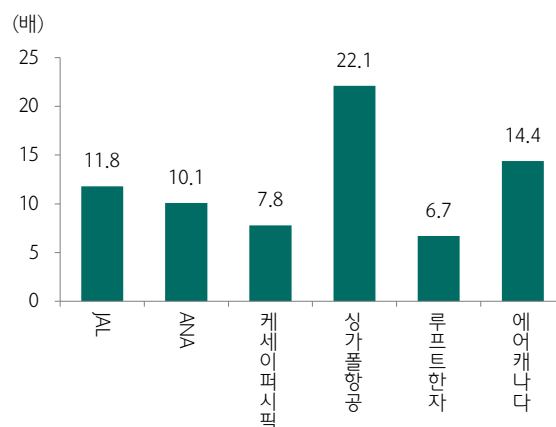
특히 대한항공의 경우 글로벌 FSC 대비 프리미엄 좌석 도입 속도가 더딘데, 이 구간(2026년~2027년)을 항공화물을 통해 make-up 가능하고, 2028년 이후는 프리미엄 전환으로 인한 단위 매출 증대와 MRO 기지 완공, 추가 방산 수주까지 기대할 구석이 많다.

도표 35. 미국 FSC Valuation



자료: 블룸버그, 하나증권

도표 36. 글로벌 FSC Valuation



자료: 블룸버그, 하나증권

기업분석

대한항공(003490)	21
한국공항(005430)	25

2026년 9월 8일 | 기업분석_Update

BUY

목표주가(12M) 41,000원
현재주가(9.07) 30,350원

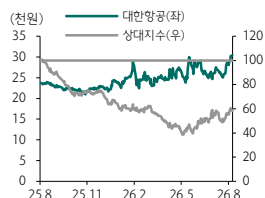
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	6,995.39
52주 최고/최저(원)	30,350/21,000
시가총액(십억원)	11,175.5
시가총액비중(%)	0.19
발행주식수(천주)	388,558.3
60일 평균 거래량(천주)	3,037.4
60일 평균 거래대금(십억원)	83.5
외국인지분율(%)	24.42
주요주주 지분율(%)	
한진칼 외 27 인	27.06
국민연금공단	8.10

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	28,257.5	28,012.4
영업이익(십억원)	1,159.4	2,221.1
순이익(십억원)	290.4	1,420.6
EPS(원)	909	3,634
BPS(원)	28,682	31,830

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	17,870.7	25,225.5	29,124.1	29,390.3
영업이익	2,110.2	1,113.6	556.3	2,313.3
세전이익	1,836.2	823.5	(48.7)	1,975.4
순이익	1,317.3	779.7	(29.1)	1,544.1
EPS	3,567	2,111	(79)	3,963
증감율	24.16	(40.82)	적전	흑전
PER	6.34	10.68	(382.28)	7.62
PBR	0.80	0.76	1.06	0.96
EV/EBITDA	5.48	6.51	6.82	4.33
ROE	13.17	7.28	(0.26)	13.21
BPS	28,356	29,659	28,399	31,612
DPS	750	750	750	750



Analyst 안도현 dohyunahn@hanafn.com

대한항공 (003490)

항공화물 국내 1위를 넘어 아시아 1위로

한국발 항공화물이 당분간 좋을 수 밖에 없는 이유

한국발 항공화물 운임에는 환적 물량보다 한국 향 항공화물 수출량 증가가 보다 긍정적인 영향을 준다. 2026년 상반기 한국발 미주 향 항공화물 수출량(증량)이 27% (YoY) 증가했는데, 다방면으로 수요가 늘어나고 있다. IT/자동차부품/신선식품 등이 모두 성장하는 가운데, 특히 반도체 장비 수출이 급증했고, 화장품 물동량도 성장세가 빠르다. 아시아-미주 노선에서는 지리적 특성상 인천이 항공화물 허브가 될 수 밖에 없는 상황이고, 광동체 항공기 부족까지 중첩되면서 프론트홀 운임이 당분간 높을 수 밖에 없고, 특히 한국발 항공화물의 운임 아웃퍼폼이 이어질 것으로 전망한다.

항공화물 국내 1위, 아시아나항공까지 합산하면 아시아 1위

대한항공은 2024년 글로벌 No.7의 항공화물 운송사였고, 아시아권 항공사 내에서는 No.1의 수송량을 기록 중이다. 여기에 아시아나항공의 밸리카고를 더하면 아시아권에서는 독보적 항공화물 1위 수송사가 될 예정이다. 또한 대한항공이 보유한 화물기 기령도 상대적으로 낮고, 다종다양한 화물을 운반한 트랙레코드도 우수하며, 국내 주요 화주와의 장기계약도 체결되어 있다. 현재 한국발 미주 항공화물의 장기계약 비중이 상승하는 환경에서는 항공사가 당분간 운임 헤게모니를 가져가게 될 가능성이 높다는 판단이다.

항공화물이 가져다주는 안도감

지금 항공화물의 의미에 대해서 생각하는 이유는 크게 두 가지다: 1)유가를 예측하기 어려운 매크로 상황 속에서 1~3개월 전에 발권되는 항공권 매출과 비용 사이의 시차가 어느때보다 크게 발생하고 있다. 반면 항공화물은 Booking과 매출 사이의 시차가 짧고, 장기계약에 대해서도 추가 유류할증료를 부과 가능하기 때문에 실적 안정성을 크게 보장하는 역할을 해주고 있다. 2)대한항공은 결국 프리미엄화를 통한 여객 단위 매출 증대를 목표할 것으로 예상된다. 아웃바운드 증가율이 제한적이기 때문에 프리미엄화는 필수적인 방향성이다. 여객 프리미엄화 전략 이전에 2026~2027년간은 항공화물이 이익 드라이버 역할을 해줄 것으로 기대하고, 2028년부터는 프리미엄화+MRO+항공우주/방산 등 기대할 업사이드가 추가로 발생한다. 대한항공은 국내 여객 1위일 뿐만 아니라 아시아 항공화물 1위 업체이고, 방산/무인기에도 기술력을 보유하고 있는 회사이다. 대한항공이 충분히 Valuation 프리미엄을 유지할 수 있는 영업환경이라고 판단하고, Target Valuation인 P/E 11배, P/B 1.2배를 유지하여 목표주가 41,000원, 투자의견 BUY를 유지한다.

도표 1. 대한항공 별도 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

구분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2023	2024	2025	2026F
매출액	3,956	3,986	4,009	4,552	4,515	5,020	5,122	5,278	14,575	16,117	16,502	19,935
항공운송	3,490	3,452	3,488	3,825	3,704	4,390	4,500	4,787	13,044	14,190	14,254	17,380
여객	2,436	2,397	2,421	2,592	2,613	2,848	2,989	3,191	9,014	9,779	9,845	11,641
화물	1,054	1,055	1,067	1,233	1,091	1,542	1,511	1,596	4,030	4,412	4,409	5,740
항공우주	135	162	174	308	252	210	247	289	541	593	780	998
기타	331	372	347	419	559	420	374	203	991	1,333	1,468	1,556
영업이익	351	399	376	413	517	262	497	415	1,587	1,903	1,539	1,690
세전이익	253	551	145	331	322	(97)	349	327	1,302	1,670	1,280	902
당기순이익	193	396	92	284	243	(97)	262	269	917	1,222	965	676
증가율 (YoY)												
매출액	3	(1)	(5)	13	14	26	28	16	9	11	2	21
영업이익	(20)	(3)	(39)	(5)	47	(34)	32	0	(45)	20	(19)	10
세전이익	(46)	17	(62)	(5)	27	(118)	140	(1)	(50)	28	(23)	(30)
당기순이익	(44)	13	(67)	13	26	(125)	185	(5)	(48)	33	(21)	(30)
Margin												
영업이익률	8.9	10.0	9.4	9.1	11.4	5.2	9.7	7.9	10.9	11.8	9.3	8.5
세전이익률	6.4	13.8	3.6	7.3	7.1	(1.9)	6.8	6.2	8.9	10.4	7.8	4.5
당기순이익률	4.9	9.9	2.3	6.2	5.4	(1.9)	5.1	5.1	6.3	7.6	5.8	3.4

자료: 대한항공, 하나증권

도표 2. 대한항공(별도)의 수송실적 추이 및 전망

구분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2023	2024	2025	2026F
국내선												
ASK(백만km)	614	704	749	843	646	610	786	897	2,724	2,713	2,910	2,939
RPK(백만km)	517	621	637	685	546	531	682	751	2,358	2,356	2,460	2,509
여객운임(원/km)	191	195	192	187	189	227	211	200	203	201	191	206
운임증감률(YoY)	-3	-6	-6	-3	-1	16	10	7	9	-1	-5	8
국제선												
ASK(백만km)	22,174	21,584	22,615	23,135	22,110	22,686	23,293	24,104	78,053	88,343	89,508	92,193
RPK(백만km)	18,836	18,354	18,998	19,387	19,560	19,762	19,758	20,274	65,696	74,310	75,575	79,354
여객운임(원/km)	124	124	121	127	128	138	144	150	130	125	124	140
운임증감률(YoY)	0	-1	-8	7	3	11	19	18	-3	-4	-1	13
화물												
ACTK(백만톤km)	2,896	2,944	3,034	3,121	2,961	3,076	3,064	3,194	11,757	12,131	11,995	12,295
CTK(백만톤km)	2,043	2,128	2,162	2,197	2,079	2,193	2,205	2,266	8,431	8,845	8,530	8,743
화물운임(원/km)	516	496	493	561	525	703	685	704	478	499	517	656
운임증감률(YoY)	12	1	-3	4	2	42	39	26	-40	4	4	27

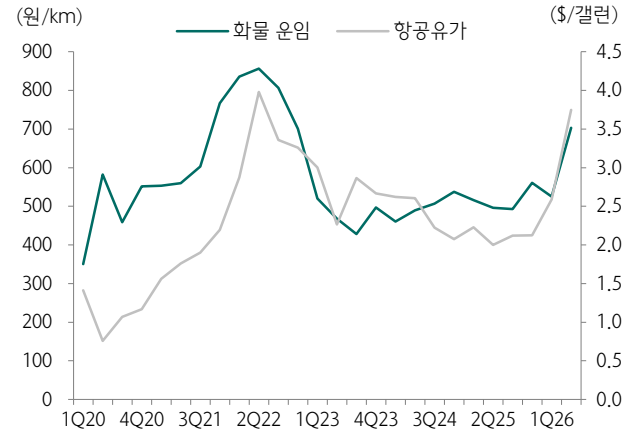
자료: 대한항공, 하나증권

도표 3. 대한항공 항공화물 운임 추이 및 전망



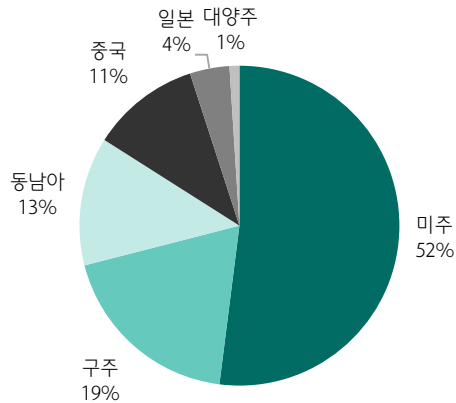
자료: 대한항공, 하나증권

도표 4. 대한항공 항공화물 운임과 항공유가 비교



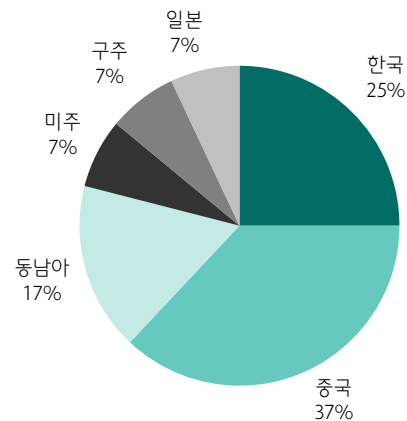
자료: 대한항공, 하나증권

도표 5. 대한항공 화물 노선 매출 비중



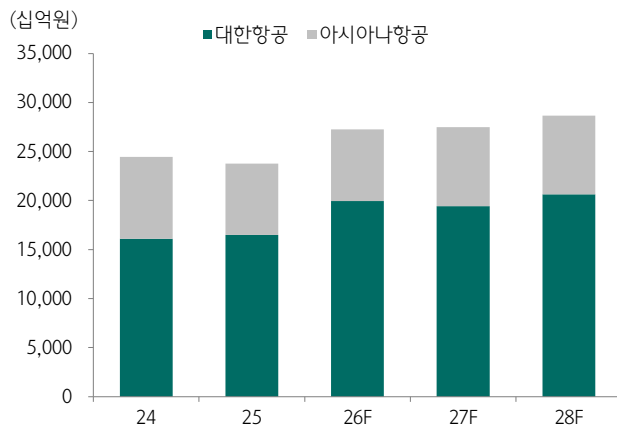
자료: 대한항공, 하나증권

도표 6. 대한항공 화물 사업 발생지역별 매출 비중



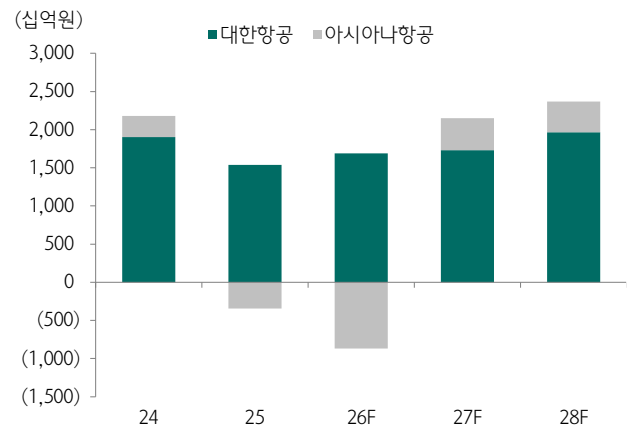
자료: 대한항공, 하나증권

도표 7. 대한항공+아시아나항공 매출액 추이 및 전망



자료: 대한항공, 아시아나항공, 하나증권

도표 8. 대한항공+아시아나항공 영업이익 추이 및 전망



자료: 대한항공, 아시아나항공, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	17,870.7	25,225.5	29,124.1	29,390.3	30,567.4
매출원가	14,112.6	21,550.3	25,917.3	24,390.2	25,347.6
매출총이익	3,758.1	3,675.2	3,206.8	5,000.1	5,219.8
판매비	1,648.0	2,561.6	2,650.4	2,686.8	2,808.6
영업이익	2,110.2	1,113.6	556.3	2,313.3	2,411.2
금융손익	51.5	(540.7)	(189.5)	(56.2)	(17.2)
종속/관계기업손익	0.0	22.4	24.4	26.4	25.4
기타영업외손익	(325.6)	228.2	(439.9)	(308.1)	(458.0)
세전이익	1,836.2	823.5	(48.7)	1,975.4	1,961.3
법인세	454.3	176.2	(20.5)	479.9	474.8
계속사업이익	1,381.9	647.3	(28.2)	1,495.5	1,486.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	1,381.9	647.3	(28.2)	1,495.5	1,486.5
비지배주주지분 순이익	64.6	(132.4)	0.9	(48.7)	(48.4)
지배주주순이익	1,317.3	779.7	(29.1)	1,544.1	1,534.9
지배주주지분포괄이익	1,223.9	783.1	(34.9)	1,855.6	1,844.5
NOPAT	1,588.1	875.3	321.9	1,751.3	1,827.5
EBITDA	3,906.2	3,968.8	3,800.1	5,691.4	5,961.0
성장성(%)					
매출액증가율	10.92	41.16	15.45	0.91	4.01
NOPAT증가율	23.81	(44.88)	(63.22)	444.05	4.35
EBITDA증가율	11.19	1.60	(4.25)	49.77	4.74
영업이익증가율	17.88	(47.23)	(50.04)	315.84	4.23
(지배주주)순이익증가율	24.13	(40.81)	적전	흑전	(0.60)
EPS증가율	24.16	(40.82)	적전	흑전	(0.61)
수익성(%)					
매출총이익률	21.03	14.57	11.01	17.01	17.08
EBITDA이익률	21.86	15.73	13.05	19.36	19.50
영업이익률	11.81	4.41	1.91	7.87	7.89
계속사업이익률	7.73	2.57	(0.10)	5.09	4.86

투자지표

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	3,567	2,111	(79)	3,963	3,939
BPS	28,356	29,659	28,399	31,612	34,801
CFPS	11,295	13,226	9,142	13,705	13,995
EBITDAPS	10,576	10,746	10,267	14,606	15,298
SPS	48,387	68,301	78,690	75,424	78,445
DPS	750	750	750	750	750
주가지표(배)					
PER	6.34	10.68	(382.28)	7.62	7.67
PBR	0.80	0.76	1.06	0.96	0.87
PCFR	2.00	1.70	3.30	2.20	2.16
EV/EBITDA	5.48	6.51	6.82	4.33	3.96
PSR	0.47	0.33	0.38	0.40	0.38
재무비율(%)					
ROE	13.17	7.28	(0.26)	13.21	11.86
ROA	3.40	1.60	(0.06)	2.93	2.82
ROIC	7.51	3.04	1.00	5.38	5.56
부채비율	328.82	339.88	350.01	317.41	298.16
순부채비율	114.60	147.85	147.33	123.76	106.49
이자보상배율(배)	4.10	1.38	0.64	3.01	3.13

자료: 하나증권

대차대조표

(단위:십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	11,616.9	9,709.0	10,828.5	11,864.9	13,373.9
금융자산	6,904.7	5,586.7	6,071.7	7,065.1	8,382.3
현금성자산	2,215.6	1,870.0	2,170.1	2,775.1	3,024.2
매출채권	1,256.5	1,086.9	1,254.9	1,266.4	1,317.1
재고자산	1,170.7	1,448.9	1,672.8	1,688.1	1,755.7
기타유동자산	2,285.0	1,586.5	1,829.1	1,845.3	1,918.8
비유동자산	35,395.2	40,697.0	41,193.3	41,360.3	42,103.7
투자자산	1,166.0	1,419.8	1,480.2	1,487.2	1,518.0
금융자산	1,011.4	1,246.8	1,280.4	1,285.6	1,308.4
유형자산	28,374.5	32,943.6	33,164.8	33,421.4	34,221.6
무형자산	3,077.4	2,986.3	2,879.8	2,783.2	2,695.5
기타비유동자산	2,777.3	3,347.3	3,668.5	3,668.5	3,668.6
자산총계	47,012.1	50,406.1	52,021.8	53,225.2	55,477.6
유동부채	16,973.5	15,081.5	15,298.4	15,749.9	16,484.8
금융부채	7,276.1	5,688.5	6,050.4	6,341.0	6,708.7
매입채무	351.9	334.9	386.6	390.2	405.8
기타유동부채	9,345.5	9,058.1	8,861.4	9,018.7	9,370.3
비유동부채	19,075.4	23,865.5	25,163.1	24,724.0	25,059.3
금융부채	12,192.5	16,841.0	17,053.0	16,505.2	16,511.4
기타비유동부채	6,882.9	7,024.5	8,110.1	8,218.8	8,547.9
부채총계	36,048.9	38,947.0	40,461.6	40,473.9	41,544.2
지배주주지분	10,472.9	10,954.0	11,066.3	12,318.2	13,560.8
자본금	1,846.7	1,846.7	1,948.3	1,948.3	1,948.3
자본잉여금	4,145.3	4,144.7	4,184.4	4,184.4	4,184.4
자본조정	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
기타포괄이익누계액	995.3	1,013.3	1,013.3	1,013.3	1,013.3
이익잉여금	3,485.6	3,949.4	3,920.3	5,172.1	6,414.8
비지배주주지분	490.3	505.1	493.9	433.1	372.6
자본총계	10,963.2	11,459.1	11,560.2	12,751.3	13,933.4
순금융부채	12,563.9	16,942.8	17,031.7	15,781.0	14,837.7

현금흐름표

(단위:십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	4,558.9	4,075.2	4,517.0	5,884.6	6,357.7
당기순이익	1,381.9	647.3	(28.2)	1,495.5	1,486.5
조정	2,765.5	4,073.9	4,123.5	4,154.9	4,331.5
감가상각비	1,796.0	2,855.2	3,243.8	3,378.1	3,549.8
외환거래손익	455.7	49.4	33.8	30.6	32.1
지분법손익	0.0	(12.6)	0.0	0.0	0.0
기타	513.8	1,181.9	845.9	746.2	749.6
영업활동 자산부채변동	411.5	(646.0)	421.7	234.2	539.7
투자활동 현금흐름	(870.7)	(2,340.2)	(3,970.9)	(3,976.2)	(5,405.4)
투자자산감소(증가)	26.5	425.2	(72.5)	(19.1)	(43.0)
자본증가(감소)	(2,894.1)	(4,289.1)	(3,358.4)	(3,538.1)	(4,262.3)
기타	1,996.9	1,523.7	(540.0)	(419.0)	(1,100.1)
재무활동 현금흐름	7,703.1	1,976.3	(148.8)	(1,319.1)	(688.7)
금융부채증가(감소)	8,494.3	3,060.9	573.9	(257.3)	373.9
자본증가(감소)	0.0	(0.7)	141.4	0.0	0.0
기타재무활동	(514.1)	(806.8)	(864.1)	(769.5)	(770.3)
배당지급	(277.1)	(277.1)	0.0	(292.3)	(292.3)
현금의 증감	11,391.4	3,711.3	(14,692.3)	605.0	249.2
Unlevered CFO	4,171.5	4,884.9	3,383.7	5,340.6	5,453.4
Free Cash Flow	1,664.8	(213.9)	941.7	2,129.6	1,880.5

2026년 9월 8일 | 기업분석_Update

Not Rated

목표주가(12M) Not Rated
현재주가(9.7) 79,900원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	6,995.39
52주 최고/최저(원)	93,200/55,000
시가총액(십억원)	253.0
시가총액비중(%)	0.00
발행주식수(천주)	3,166.4
60일 평균 거래량(천주)	14.9
60일 평균 거래대금(십억원)	1.2
외국인지분율(%)	13.02
주요주주 지분율(%)	
대한항공	59.54
Dalton Investments, Inc	5.01

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	705	N/A
영업이익(십억원)	64	N/A
순이익(십억원)	56	N/A
EPS(원)	17,749	N/A
BPS(원)	149,041	N/A

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024	2025
매출액	401	545	627	663
영업이익	3	34	45	47
세전이익	7	40	50	49
순이익	6	31	41	41
EPS	1,824	9,924	12,824	12,805
증감율	흑전	444.1	29.2	(0.1)
PER	22.1	5.0	4.4	5.1
PBR	0.4	0.4	0.5	0.5
EV/EBITDA	0.6	1.0	1.2	1.8
ROE	1.7	9.0	11.0	10.0
BPS	107,259	110,164	117,039	128,065
DPS	0	1,000	1,000	1,000



Analyst 안도현 dohyunahn@hanafn.com

한국공항 (005430)

항공 밸류체인 중 유가에도 끄덕 없는 회사

대한항공의 여객/화물 조업사, 국내 점유율 1위

한국공항은 대한항공 산하의 여객/화물 조업사로, 대한항공 및 계열사에서 발생하는 매출 비중은 77%에 달한다. 2026년 상반기 여객 조업량과 화물 조업량, 항공기 급유량이 모두 증가하면서 매출액은 11% (YoY) 증가한 3,518억원을 기록했고, 영업이익은 조업 단가 상승으로 25% 증가한 326억원(영업이익률 9.3%)을 기록했다. 한국공항의 여객/화물 조업 점유율은 각각 41%/50%로 국내 점유율 1위이다.

견조한 여객/화물 수요 기반으로 안정적 수익 기대

지상조업사 특성상 매출액은 여객량과 화물량에 연동되어 있는데, 대한항공/진에어의 여객량/화물량 증가율은 견조하게 유지되고 있고, 단가 협상도 매년 진행하기 때문에 탄력적인 성장은 기존 고객사 위주로 견조하게 이어질 예정이고, 점유율/서비스품질이 높다보니 추가 외항사 계약도 기대 가능한 상황이다. 비용 단에서는 인건비성 비용(인건비+도급비)이 80%이기 때문에 수익 변동성은 제한적이다. 최근 유가 충격으로 항공사 2분기 실적은 모두 악화되었으나, 한국공항은 2분기에도 양호한 실적(영업이익+13% (YoY))을 기록했고, 향후로도 안정적인 흐름을 가져갈 것으로 예상된다.

외형성장과 내실 모두 갖췄다. 주주환원 여력도 충분

최근 한국 발 수출 화물이 증가하고 있고, 기계장치/신선식품 등 특수화물도 증가하는 상황에서 조업사도 P&Q 동반 수혜를 받을 것으로 예상된다. 일반 화물 대비 특수화물은 핸들링 단가 자체가 높다. 한국공항은 2분기 말 기준 1,000억원 이상의 현금을 보유하고 있는데, 항공사 통합 이후에는 현금성 자산의 사용 방안이 명확해질 것으로 기대한다. 아시아나에어포트(아시아나항공의 지상조업사)를 매입하거나, 주주환원에 사용 가능할 것으로 예상하는데 둘 다 긍정적인 방향이다. 현재 주가 기준 P/E 5배 대로 절대적으로 저렴한 주가 수준이다.

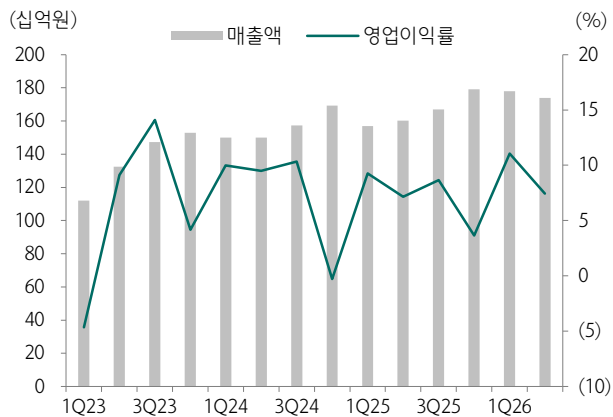
도표 1. 한국공항 연결 실적 추이

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	2022	2023	2024	2025
매출액	150	150	157	169	157	160	167	179	178	174	401	545	627	663
YoY	34	13	7	11	5	7	6	6	13.5	8.5	16	36	15	6
영업이익	15	14	16	0	15	11	14	7	20	13	3	34	45	47
YoY	-387	18	-22	-107	-3	-20	-11	-1,526	35.5	12.7	흑전	1,210	33	4
영업이익률	10.0	9.5	10.3	-0.3	9.3	7.2	8.7	3.7	11.1	7.4	0.6	6.2	7.2	7.1
당기순이익	13	11	13	3	11	9	12	8	16	10	6	31	41	41

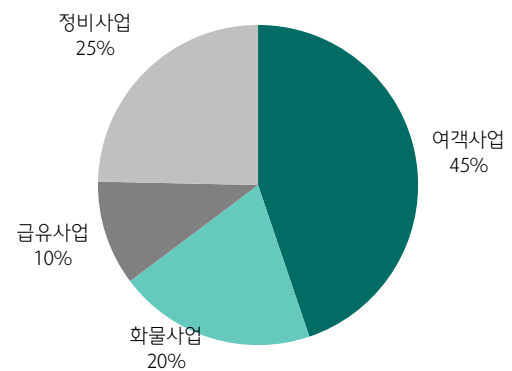
자료: 한국공항, 하나증권

도표 2. 한국공항 매출액 및 수익성 추이(분기별)



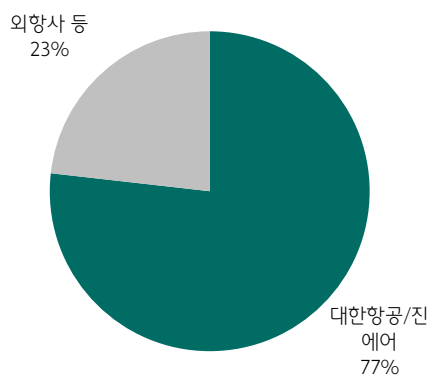
자료: 한국공항, 하나증권

도표 3. 한국공항 매출액 구성(2026년 상반기)



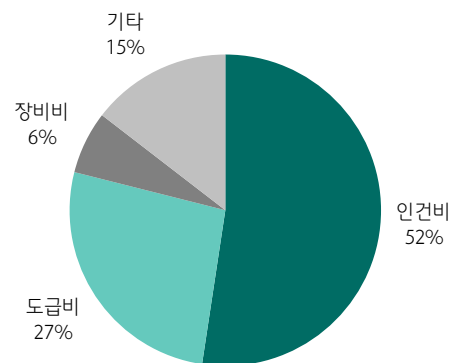
자료: 한국공항, 하나증권

도표 4. 한국공항 매출액 중 대한항공/진에어 비중(2026년 상반기)



자료: 한국공항, 하나증권

도표 5. 한국공항 비용 구성(2026년 상반기)



자료: 한국공항, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	346	401	545	627	663
매출원가	324	370	480	546	579
매출총이익	22	31	65	81	84
판매비	22	28	31	36	37
영업이익	(1)	3	34	45	47
금융손익	1	2	4	4	2
종속/관계기업손익	0	0	0	(0)	(0)
기타영업외손익	1	2	2	1	(0)
세전이익	0	7	40	50	49
법인세	(0)	1	8	9	8
계속사업이익	1	6	31	41	41
중단사업이익	3	0	0	0	0
당기순이익	3	6	31	41	41
비배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
지배주주순이익	3	6	31	41	41
지배주주지분포괄이익	18	49	9	25	38
NOPAT	(1)	2	27	36	39
EBITDA	21	24	57	71	75
성장성(%)					
매출액증가율	14.2	15.9	35.9	15.0	5.7
NOPAT증가율	적지	흑전	1,250.0	33.3	8.3
EBITDA증가율	흑전	14.3	137.5	24.6	5.6
영업이익증가율	적지	흑전	1,033.3	32.4	4.4
(지배주주)순이익증가율	흑전	100.0	416.7	32.3	0.0
EPS증가율	흑전	77.6	444.1	29.2	(0.1)
수익성(%)					
매출총이익률	6.4	7.7	11.9	12.9	12.7
EBITDA이익률	6.1	6.0	10.5	11.3	11.3
영업이익률	(0.3)	0.7	6.2	7.2	7.1
계속사업이익률	0.3	1.5	5.7	6.5	6.2

투자지표	2021	2022	2023	2024	2025
주당지표(원)					
EPS	1,027	1,824	9,924	12,824	12,805
BPS	91,720	107,259	110,164	117,039	128,065
CFPS	11,117	11,512	22,081	28,896	30,657
EBITDAPS	6,717	7,480	18,029	22,354	23,677
SPS	109,126	126,493	172,035	197,873	209,450
DPS	0	0	1,000	1,000	1,000
주가지표(배)					
PER	42.7	22.1	5.0	4.4	5.1
PBR	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5
PCR	3.9	3.5	2.2	2.0	2.1
EV/EBITDA	2.1	0.6	1.0	1.2	1.8
PSR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
재무비율(%)					
ROE	1.1	1.7	9.0	11.0	10.0
ROA	0.8	1.4	6.6	8.1	7.7
ROIC	(0.8)	1.2	14.3	17.4	16.1
부채비율	32.3	24.1	36.8	35.7	30.7
순부채비율	(32.8)	(33.2)	(28.8)	(25.9)	(16.9)
이자보상배율(배)	(0.8)	3.3	30.4	38.4	54.5

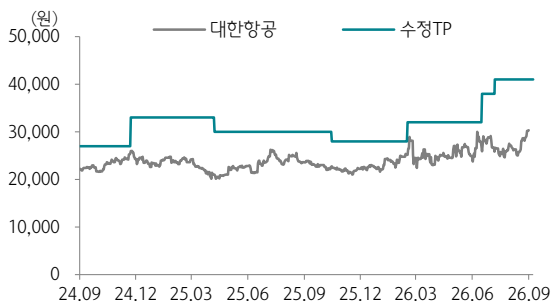
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	177	185	207	205	196
금융자산	116	129	128	122	91
현금성자산	106	37	40	63	84
매출채권	51	44	62	63	81
재고자산	4	5	5	6	9
기타유동자산	6	7	12	14	15
비유동자산	207	236	270	298	333
투자자산	19	20	26	26	34
금융자산	19	20	26	25	28
유형자산	140	172	191	222	252
무형자산	7	6	5	4	4
기타비유동자산	41	38	48	46	43
자산총계	384	421	477	503	529
유동부채	40	44	73	82	77
금융부채	7	8	11	11	8
매입채무	3	2	4	3	3
기타유동부채	30	34	58	68	66
비유동부채	54	38	55	50	48
금융부채	13	8	17	14	14
기타비유동부채	41	30	38	36	34
부채총계	94	82	128	132	124
지배주주지분	290	339	348	370	405
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	8	8	8	8	8
자본조정	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
기타포괄이익누계액	36	59	59	60	60
이익잉여금	230	256	266	287	322
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	290	339	348	370	405
순금융부채	(95)	(113)	(100)	(96)	(68)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023	2024	2025
영업활동 현금흐름	15	37	37	38	20
당기순이익	3	6	31	41	41
조정	32	32	44	52	53
감가상각비	22	21	23	26	28
외환거래손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	10	11	21	26	25
영업활동 자산부채변동	(20)	(1)	(38)	(55)	(74)
투자활동 현금흐름	(2)	(94)	(23)	(5)	16
투자자산감소(증가)	(1)	(2)	(5)	(0)	(8)
자본증가(감소)	(3)	(13)	(24)	(35)	(29)
기타	2	(79)	6	30	53
재무활동 현금흐름	(35)	(12)	(11)	(11)	(15)
금융부채증가(감소)	(52)	(20)	(10)	(25)	(20)
자본증가(감소)	0	0	0	0	0
기타재무활동	17	8	(1)	17	8
배당지급	(0)	0	0	(3)	(3)
현금의 증감	(21)	(69)	3	23	21
Unlevered CFO	35	36	70	91	97
Free Cash Flow	7	23	13	3	(11)

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

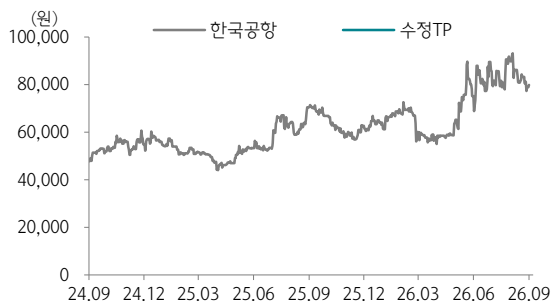
대한항공



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.7.14	BUY	41,000		
26.6.23	BUY	38,000	-26.51%	-23.29%
26.2.22	BUY	32,000	-20.49%	-6.25%
25.10.22	BUY	28,000	-18.84%	-9.29%
25.4.14	BUY	30,000	-22.93%	-12.50%
24.11.29	BUY	33,000	-29.18%	-22.27%
24.5.24	BUY	27,000	-17.14%	-5.74%

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한국공항



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.9.2	Not Rated	-		

Compliance Notice

- 당사는 2026년 9월 8일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(안도현)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(안도현)는 2026년 9월 8일 현재 해당회사의 유가증권 을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자 신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	98.19%	1.81%	0.00%	100%

* 기준일: 2026년 09월 05일