

비중확대/유지

항공업

원화 강세 속 여객·화물 동반 호조 기대

원화 강세: 유가 부담 일부 상쇄, 대한항공은 3Q26 환산이익

9월 원달러 평균은 1,359원으로 6월 대비 11.0% 낮아졌고, 2025년 7월 이후 14개월 만에 전년 대비 원화 강세로 돌아섰다. 중동 정세 불안으로 유가는 다시 올랐으나 6월 대비 항공유 가격 상승률은 달러 기준 41%, 원화 기준 25%로 원화 강세가 상승분의 3분의 1 이상을 상쇄했다. 9월 말 환율이 6월 말보다 183원 낮아져 대한항공은 3Q26 외화환산이익이 1.0~1.5조원 규모로 추정된다.

9월 인천공항: 여객 증가폭 확대, 국적 LCC 강세와 화물 성수기 진입

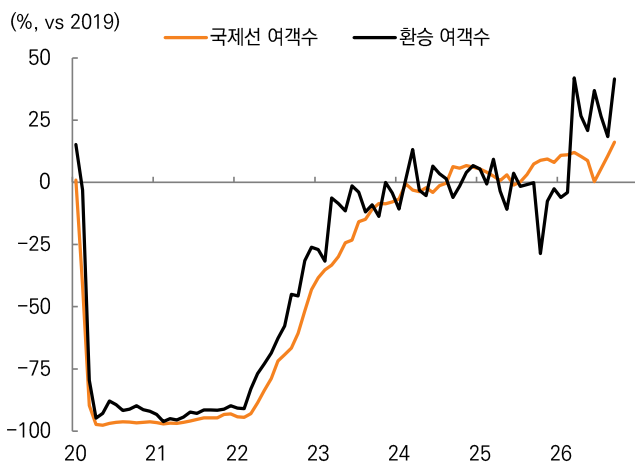
인천공항 여객 수송 실적은 8.2% YoY(8월 7.2% YoY)를 기록했다. 일본(21.8% YoY)과 중국(20.3% YoY)이 증가를 이끌었다. 미국(3.2% YoY)은 증가로 돌아섰고 동남아(-9.6% YoY)는 부진이 이어졌다. 전국 공항 국제선 여객은 10.4% YoY로 인천보다 증가율이 높았다. 주간 기준으로는 9월 첫 주 11.5%에서 10월 첫 주 6.7%로 증가율이 완만하게 낮아졌다.

LCC 국제 여객 수는 14.6% YoY(8월 11.3% YoY)를 기록했다. 제주항공(10.4%)이 M/S 1위를 유지한 가운데 통합 진에어(진에어·에어부산·에어서울)의 점유율은 14.6%를 기록했다. 화물 수송량은 9.5% YoY(8월 8.5% YoY)를 기록했고, 운임(BAI)은 9월 평균 전년 대비 20.3% 높았다.

비중확대 유지: 대한항공 Top Pick, 진에어 선호

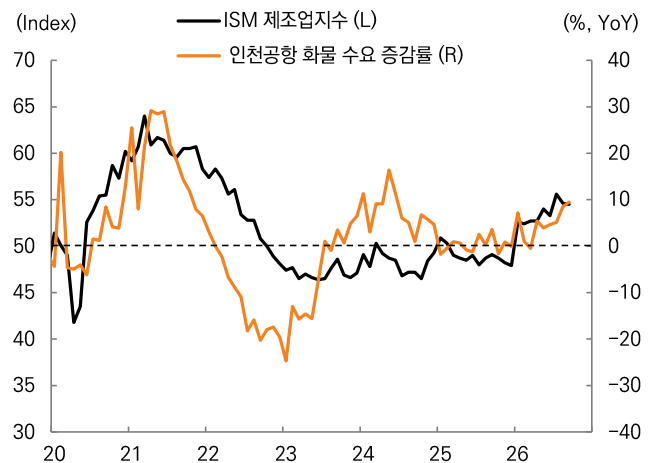
항공업 투자의견 비중확대를 유지한다. 원화 강세가 비용과 수요 양쪽에서 업황 개선 요인으로 작용하고 있다. 통합 일정도 구체화됐다. 대한항공-아시아나항공은 12월 16일, 진에어-에어부산·에어서울은 2027년 3월 16일이 합병기일로 예정되어 있다. 화물 성수기 진입, 합병 효과, 방산 가치 부각이 기대되는 대한항공을 Top Pick으로 유지한다. LCC 중에서는 통합 효과가 기대되는 진에어를 선호한다.

19년 대비 국제선여객 증감률 vs. 환승객 증감률



자료: 미래에셋증권 리서치센터

ISM 제조업지수 vs. 인천공항 화물 수요 증감률



자료: 미래에셋증권 리서치센터

환율/유가: 유가 부담을 일부 상쇄하는 원화 강세

유가는 9월 들어 다시 크게 올랐다. 두바이유 월평균은 8월 80.2달러에서 9월 95.8달러로 19.5% 상승했다. 9월 초부터 이어진 중동 정세 불안이 배경이다. 항공유-원유(WTI) 스프레드도 8월 말 63달러에서 10월 초 85달러로 벌어져 9월 항공유 가격(월평균 172.8달러)은 전년의 2배 수준이다. 미국 10년 국채 금리는 10월 5일 5.31%로 최근 6개월 최고치를 기록했다.

반면 원달러 환율은 9월 평균 1,359원으로 6월 대비 11.0% 낮아졌고, 2025년 7월 이후 14개월 만에 전년 대비 원화 강세로 돌아섰다. 원화 강세는 달러 비용 부담을 낮춘다. 6월 대비 9월 항공유 가격 상승률은 달러 기준 41%였으나 원화 기준으로는 28%에 그쳤다. 해외여행 비용이 낮아져 아웃바운드 수요에도 우호적이다.

그림 1. 두바이유, 항공유 및 스프레드

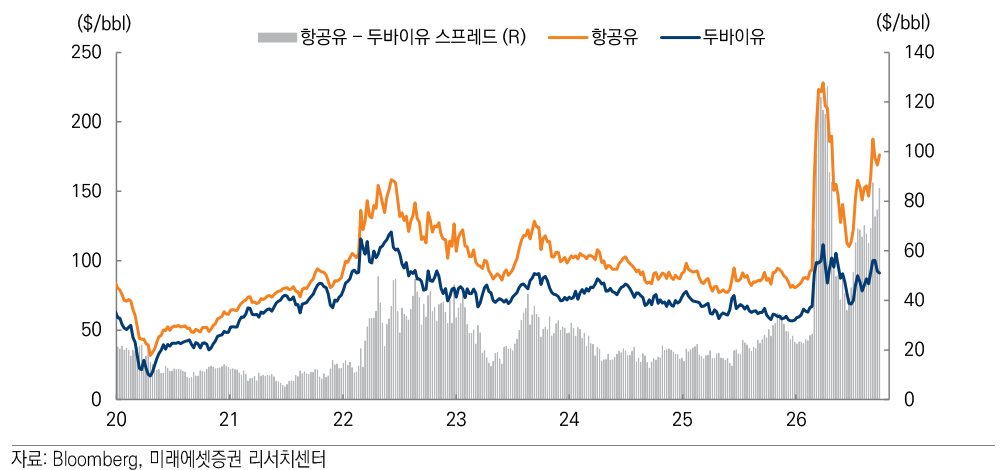


그림 2. 원달러 환율 추이

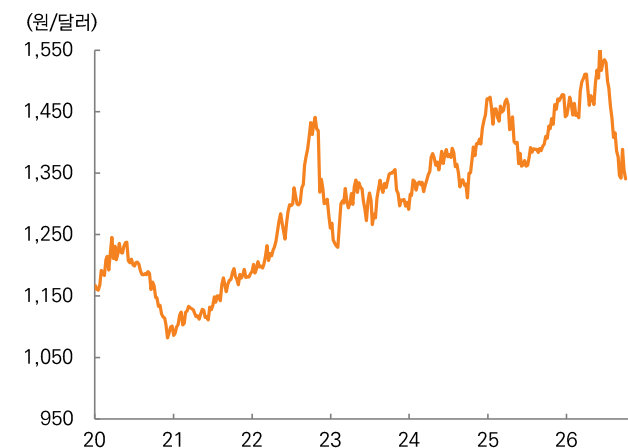


그림 3. 미국 10년 국고채 금리



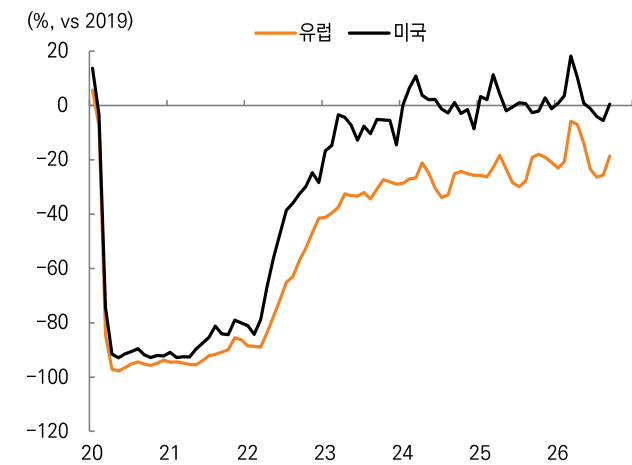
인천공항 여객 & LCC

2026년 9월 인천공항 여객: 증가폭 확대, 미국 반등과 환승 강세

인천공항 여객 수송 실적은 +8.2% YoY(8월 +7.2% YoY)를 기록했다. 일본(+21.8% YoY)과 중국(+20.3% YoY)이 증가를 이끌었다. 미국(+3.2% YoY)은 증가로 돌아섰으나 동남아(-9.6% YoY)는 부진이 이어졌다. 공항공사 관할 공항을 더한 전국 국제선 여객은 833만 명으로 +10.4% YoY 늘어 인천보다 증가율이 높았다. 9월 증가율에는 추석 연휴(9월 24~26일, 전년은 10월 초) 효과가 일부 포함되어 있다.

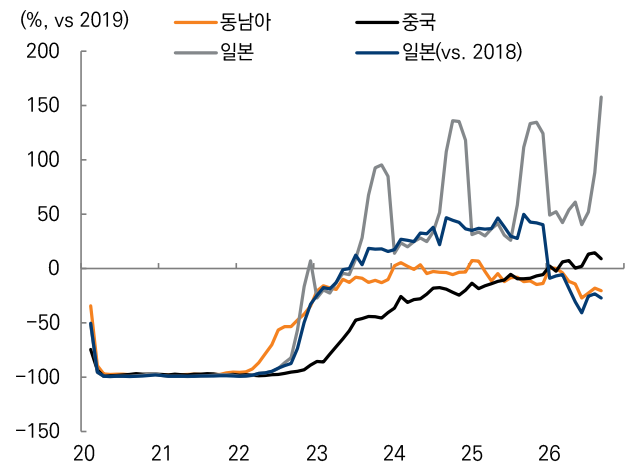
환승 수요(+41.7% YoY, 8월 +19.4% YoY)는 증가폭이 크게 확대됐고, 19년 대비로도 +41.5% 많다. 중동 지역 허브 기능 대체 효과가 이어진 것으로 보인다. 대한항공 국제여객은 +6.0% YoY, 아시아나항공은 -6.1% YoY를 기록했다.

그림 4. 인천공항 19년 대비 장거리 여객 수송



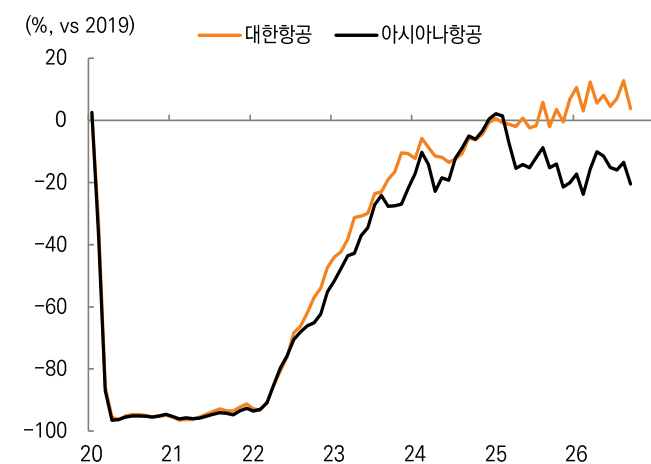
자료: 인천국제공항공사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 인천공항 19년 대비 단거리 여객 수송



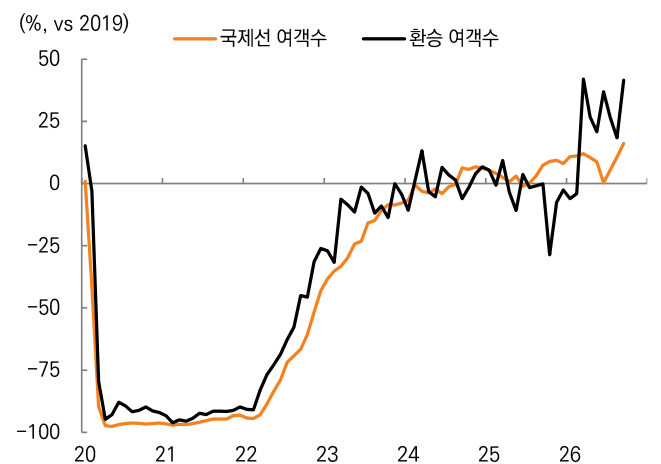
자료: 인천국제공항공사, 미래에셋증권 리서치센터

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



자료: 인천국제공항공사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 19년 대비 국제선여객 증감률 vs. 환승객 증감률



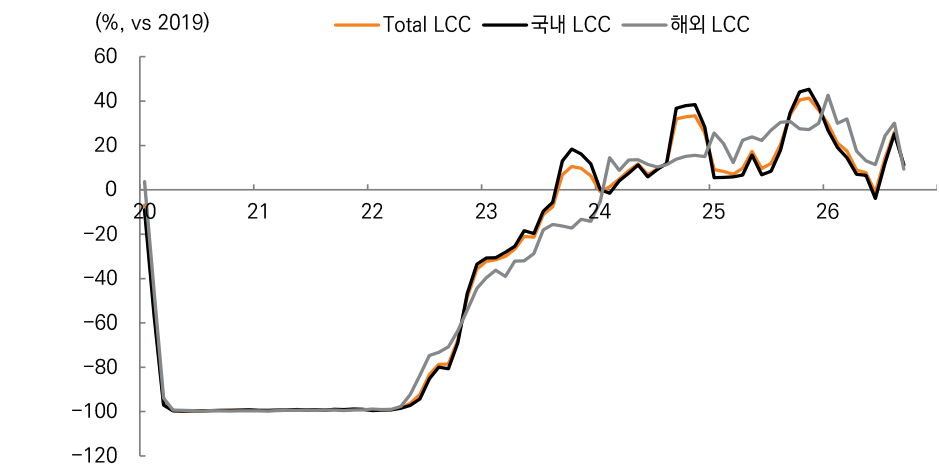
자료: 인천국제공항공사, 미래에셋증권 리서치센터

LCC: 국적 LCC 주도로 증가폭 확대, 점유율 2월 이후 최고

LCC 국제 여객 수는 +14.6% YoY(8월 +11.3% YoY)를 기록했다. 단거리 국제선은 +11.5% YoY, 19년 같은 달 대비 +25.3%다. 국적 LCC가 +19.3% YoY 늘어난 반면 해외 LCC는 -3.3% YoY 줄었다.

국적사 LCC의 단거리 노선 점유율은 40.7%로 8월(40.4%) 대비 소폭 상승해 2월(41.5%) 이후 최고치를 기록했다. 제주항공(10.4%)이 1위를 유지한 가운데 통합 진에어(진에어·에어부산·에어서울)는 14.6%로 제주항공보다 4.2%p 높으나 격차는 8월(5.2%p)보다 좁혀졌다.

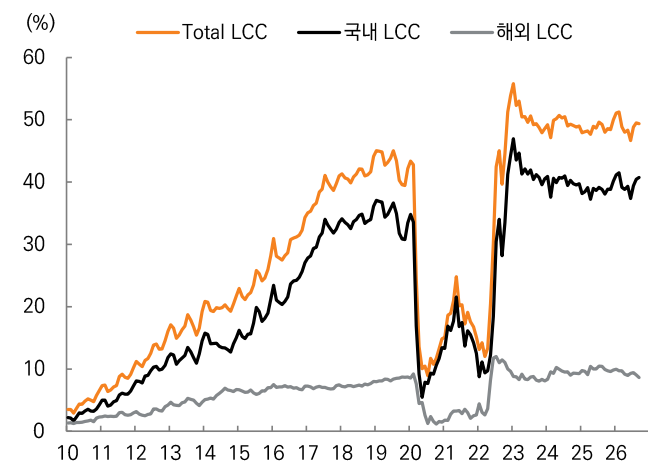
그림 8. 단거리 국제노선 LCC 여객 수요 증감률 (2019년 대비)



주: LCC는 국내 6사, 해외 20사 기준

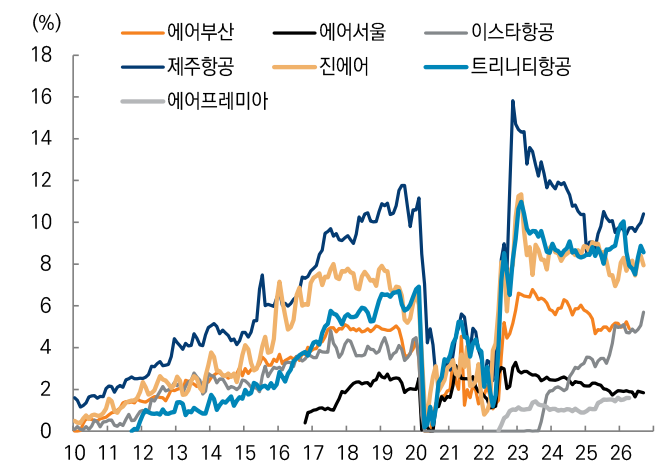
자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 단거리 국제노선 LCC 점유율



자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 단거리 국제선 국내 저가항공사 점유율 추이



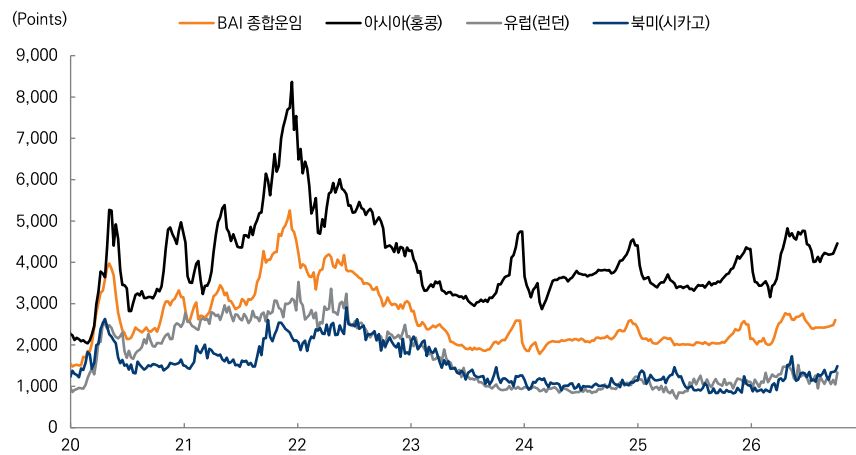
자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, 미래에셋증권 리서치센터

2026년 9월 인천공항 화물: 미주 중심 증가폭 확대, 성수기 운임 상승

화물 수송량(+9.5% YoY, 8월 +8.5% YoY)은 증가폭을 넓혔다. 환적화물은 +6.0% YoY를 기록했다. 지역별로는 미주(+18.9% YoY)가 증가를 이끌었고 일본(+11.3% YoY)도 두 자릿수 증가했다. 화물의 동행지수인 미국 ISM 제조업지수는 9월 54.5pt로 8월(54.6pt)과 비슷한 수준에서 확장 국면(50pt 이상)을 유지했다.

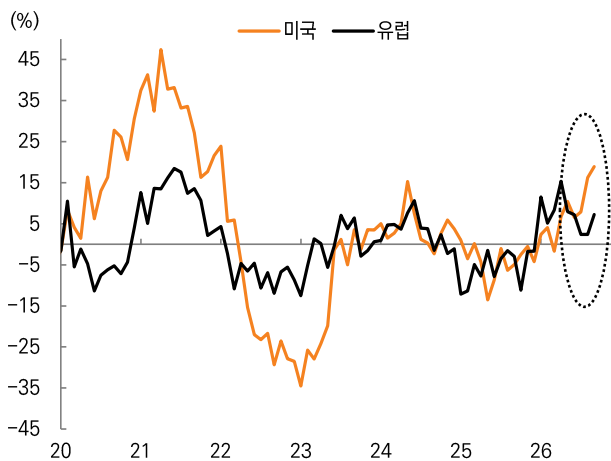
운임도 전년 대비 높은 수준을 유지하고 있다. BAI 지수는 9월 평균 전년 대비 20.3% 높았고, 10월 5일에는 한 주 만에 5.0% 올라 4분기 성수기 진입 효과가 나타나고 있다.

그림 11. 주요 노선 항공운임 추이(BAI)



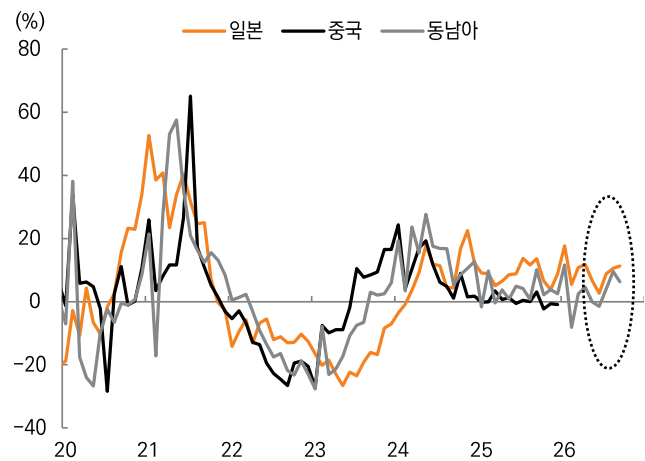
자료: TAC Index, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 인천공항 장거리 화물 수송량 증감률



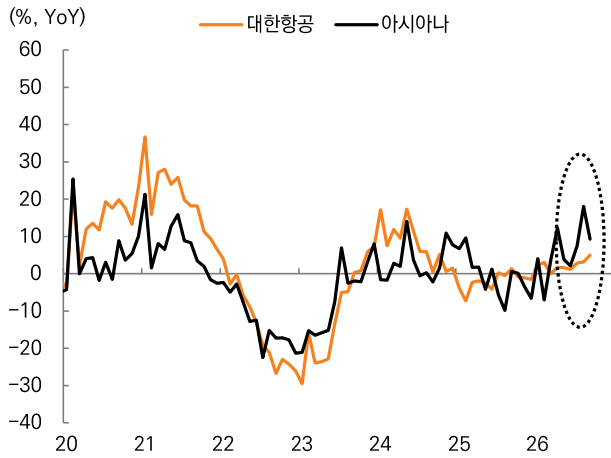
자료: 인천국제공항공사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 인천공항 단거리 화물 수송량 증감률



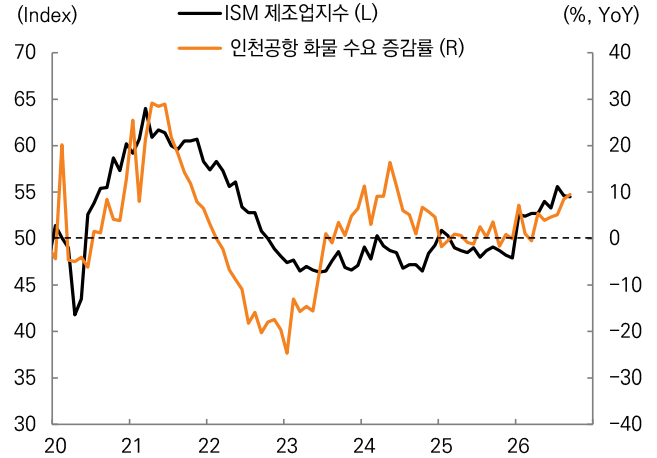
자료: 인천국제공항공사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 국제화물 증감률: 대한항공 vs. 아시아나



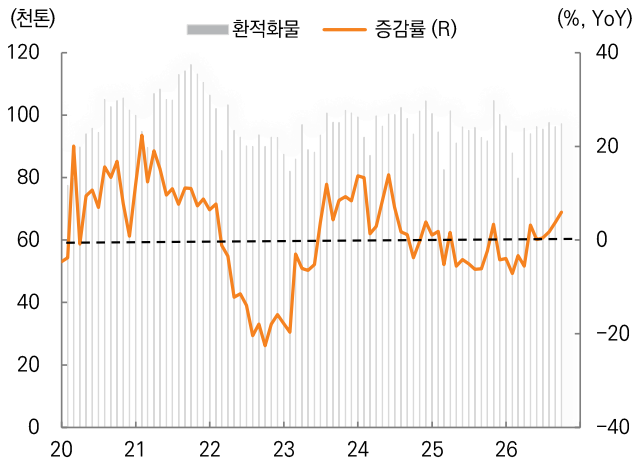
자료: 인천국제공항공사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. ISM 제조업지수 vs. 인천공항 화물 수요 증감률



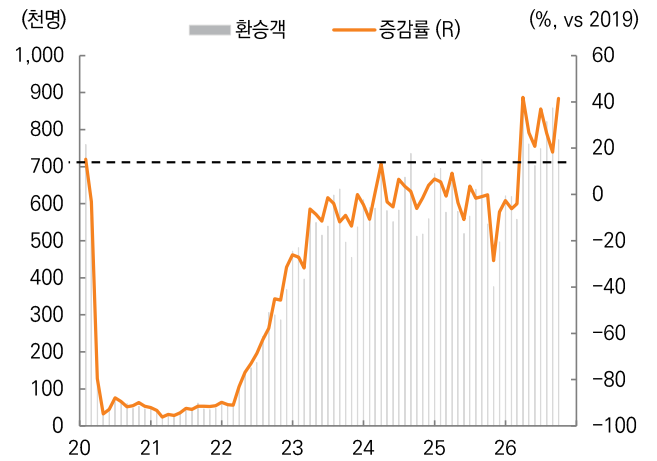
자료: 인천국제공항공사, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 인천공항 환적화물 수송량 증감률



자료: 인천국제공항공사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. 인천공항 환승객 수요 증감률



자료: 인천국제공항공사, 미래에셋증권 리서치센터

9월~10월 초 주간 동향: 완만한 여객 둔화, 화물의 가속 성장

주간 동향: 여객 증가율은 완만한 둔화, 국적 LCC와 화물은 강세

인천공항 국제선 여객(일별 잠정) 증가율은 9월 첫 주 +11.5%에서 셋째 주 +5.9%로 낮아진 뒤 추석 주와 10월 첫 주 모두 +6.7%를 기록했다. 일본(주간 +18~26%)은 꾸준했지만 중국은 +29.9%에서 +14.9%로 둔화했다. 원화의 상대적 강세에 더해 전년 9월 29일 시행된 중국 단체관광객 무비자 입국으로 기저가 높아지고 있다. 국적 LCC(+14~22%)는 FSC(-1~+6%)와 외항사(+1~11%)를 크게 웃돌았고, 유상화물(추정)은 추석 주를 빼면 주마다 +11~18% 늘었다.

높은 수요 증가유리 공급 제약, 지방공항 회복

첫째, 8월 국내 국제선 여객은 +9.6% YoY로 2015년 이후 월간 최고치를 기록해 세계 항공여객 수요(IATA 집계 RPK -0.8% YoY)를 크게 웃돌았다. 둘째, 공급측 증가율(+5.9%)이 여객 증가율을 밑돌아 탑승률이 88.6%로 2.9%p 높아졌다. 다만 9월 인천공항 L/F 지표는 -1.5%pt로 낮아져 공급 증가 속도는 다시 확인이 필요하다. 고유가로 해외 항공사들이 동계 공급을 줄이고 있어 4분기 운임 여건도 우호적일 가능성이 높다. 셋째, 9월 김해(+23.8%)와 청주(+14.3%) 국제선 증가율(일별 잠정)이 인천(+8.2%)을 크게 웃돌았다. 김해를 거점으로 한 에어부산이 합류하는 통합 진에어에 우호적인 변화다.

대한항공: 통합 일정 구체화, 3Q26은 성수기와 환율 효과 기대

대한항공-아시아나항공 합병은 12월 16일 합병기일, 2027년 1월 4일 신주 상장이 예정되어 있다. 6월 국토교통부 인가를 받았고 9월 채권자 이익제출 기간도 끝났다. LCC 3사 합병은 12월 7일 임시주주총회를 거쳐 2027년 3월 16일 합병기일이 예정되어 있으며 10월 베트남 기업결합 승인을 받았다.

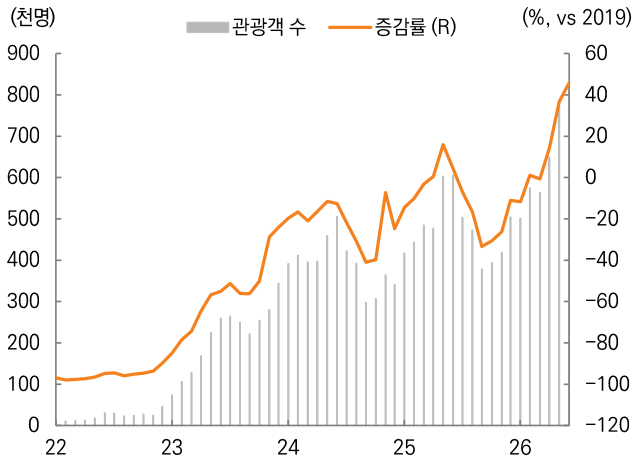
3Q26 원화 강세 효과는 영업외손익에서 크게 나타날 전망이다. 9월 말 환율이 6월 말 대비 183원 낮다. 환율 민감도(연결 외화환산손익 10원당 570~820억원)를 적용하면 외화환산이익은 1.0~1.5조원(통화스왑 평가손실 차감 전)으로 상반기 환산손실(8,743억원)을 웃돌 전망이다. 컨센서스도 같은 방향으로 움직였다. 한 달 새 지배순이익 컨센서스는 3,000억원에서 6,412억원으로 높아진 반면 영업이익 컨센서스는 3,053억원으로 낮아졌다. 다만, 별도 기준으로는 영업이익이 이를 상회할 수 있을 것으로 기대된다. 유가 부담은 여전하지만, 환율과 탑라인 호조가 이를 어느정도 상쇄할 것으로 기대된다.

항공업종 비중확대 유지: 대한항공 Top Pick, 진에어 선호 유지

항공업에 대한 투자 의견 비중확대를 유지한다. 원화 강세가 비용과 수요 양쪽에서 업황 개선 요인으로 작용하고 있기 때문이다. 원화 강세가 항공유 가격 상승분의 3분의 1 이상을 상쇄했고, 유류할증료 인상(8월 14단계에서 10월 23단계)으로 비용 전가도 진행 중이다.

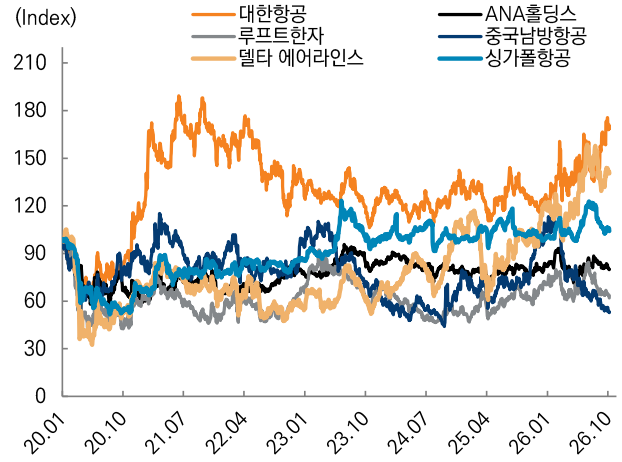
다만, 종목 접근은 선별적이어야 한다. 대한항공(12월 16일)과 진에어(2027년 3월 16일)의 합병기일이 구체화된 만큼 두 회사가 상대적으로 유리하다는 판단이다. 화물 성수기, 합병 효과, 방산 가치 부각이 기대되는 대한항공을 Top Pick으로 유지하고, LCC 중에서는 통합 효과가 기대되는 진에어를 선호한다.

그림 18. 중국인 방한 관광객 수 추이



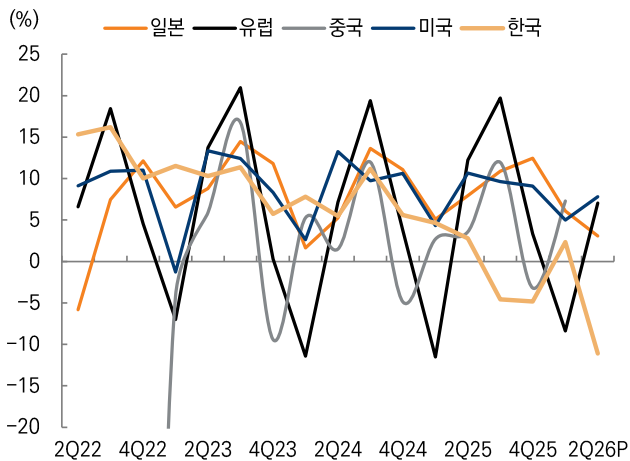
자료: 한국 관광 데이터랩, 미래에셋증권 리서치센터

그림 19. 각 지역 주요 항공사 상대주가 비교



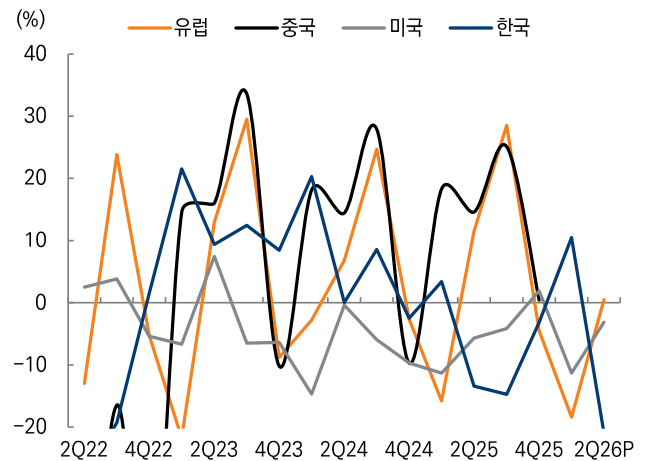
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

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	11,304	29.1	8.8	1.0	0.9	8.1	5.9
	아시아나항공	1,691	-	-	-	-	-	-
일본	일본항공	11,116	14.0	10.2	0.9	0.9	-	-
	ANA 홀딩스	11,921	11.6	8.5	0.9	0.8	4.1	3.5
태국	방콕 항공	1,577	12.1	10.2	2.7	2.3	10.4	9.1
싱가폴	싱가포르 항공	21,796	28.5	15.9	1.2	1.2	5.7	5.4
필리핀	세부 항공	282	12.5	2.7	0.9	0.9	7.3	5.9
중국	중국남방항공	15,238	-	11.9	1.5	1.3	-	-
	중국동방항공	13,214	-	11.2	1.3	1.2	-	-
대만	중화항공	5,196	9.9	8.8	1.2	1.1	4.4	4.2
	에바항공	9,382	10.2	8.9	1.5	1.3	3.5	3.1
홍콩	캐세이패시픽항공	14,729	7.5	7.4	1.4	1.3	-	-
아시아 평균		9,787	15.0	9.5	1.3	1.2	6.2	5.3
미국	델타 에어라인스	73,092	15.3	10.9	2.3	1.9	8.0	6.4
	유나이티드 에어라인스 홀딩스	47,912	13.5	8.3	1.9	1.6	6.5	5.1
프랑스	에어프랑스-KLM	4,411	3.8	2.8	1.7	1.0	2.9	2.7
러시아	아에로플로트-러시아 항공	-	-	-	-	-	-	-
독일	루프트한자 독일항공	13,257	8.3	5.9	0.7	0.7	3.6	3.2
호주	퀀타스 에어웨이즈	12,274	9.1	6.9	5.7	3.7	4.1	3.4
세계 평균		15,788	13.2	8.7	1.7	1.4	5.7	4.8

자료: Bloomberg, 미래셋증권 리서치센터

표 2. 글로벌 LCC Peer Valuation

(십억원, 배)

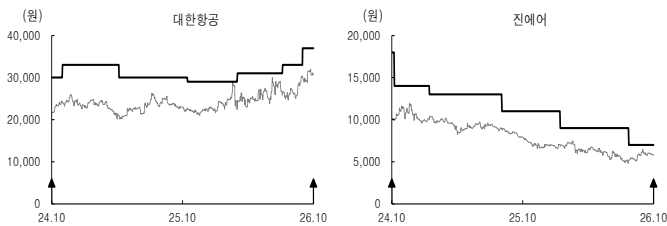
	회사명	시가총액	PER		PBR		EV/EBITDA	
			26F	27F	26F	27F	26F	27F
대한민국	제주항공	362	-	7.4	1.5	1.3	8.8	5.4
	진에어	303	-	5.3	1.7	1.3	4.1	1.7
	티웨이항공	-	-	-	-	-	-	-
태국	아시아 에이비에이션	435	-	14.2	1.0	0.9	10.7	6.5
말레이시아	에어아시아 X	-	-	-	-	-	-	-
UAE	에어 아라비아	7,829	19.8	14.5	2.6	2.6	14.5	9.8
중국	춘추항공	7,755	20.8	13.2	2.0	1.8	-	-
	Juneyao Airlines Co Ltd	-	-	-	-	-	-	-
아시아 평균		3,337	20.3	10.9	1.8	1.6	9.5	5.8
미국	사우스웨스트 에어라인스	27,341	14.3	9.5	2.7	2.3	6.5	5.1
	제트블루 에어웨이즈	2,007	-	-	1.3	1.8	59.7	10.6
	스카이웨이스트	5,027	9.1	8.0	1.1	1.0	5.5	5.1
	알래스카 에어 그룹	5,919	-	12.6	1.2	1.1	16.9	5.3
	얼리전트 트래블	2,793	13.6	7.6	1.0	0.8	6.5	4.5
	스피리트 에어라인스	-	-	-	-	-	-	-
영국	이지젯	9,108	51.1	22.4	1.5	1.4	4.8	3.8
아일랜드	라이언에어	38,853	15.5	14.8	2.4	2.2	6.8	6.6
세계 평균		8,977	20.6	11.8	1.7	1.6	13.2	5.8

자료: Bloomberg, 미래셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
대한항공 (003490)					진에어 (272450)				
2026.09.08	매수	37,000	-	-	2026.07.31	매수	7,000	-	-
2026.07.14	매수	33,000	-19.15	-8.03	2026.01.21	매수	9,000	-31.22	-17.00
2026.03.10	매수	31,000	-16.68	-3.23	2025.08.11	매수	11,000	-31.79	-18.64
2025.10.22	매수	29,000	-20.48	-0.17	2025.01.21	매수	13,000	-28.19	-19.77
2025.04.14	매수	30,000	-22.93	-12.50	2024.10.15	매수	14,000	-24.44	-14.71
2024.11.07	매수	33,000	-28.71	-21.36	2024.01.23	매수	18,000	-	-
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



투자의견 분류 및 적용기준

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

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

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

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

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
89.66%	0%	9.77%	0.57%

* 2026년 09월 30일 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.