

2026.05.19.

대한항공과 한진칼의 등급전망 ‘긍정적’으로 변경:

A(S) → A(P), A-(S) → A-(P)

김중훈 기업4실 수석연구원 이지웅 기업4실 실장
02.368.5523 02.368.5475
jhoonkim@korearatings.com jwlee@korearatings.com

한국기업평가(이하 ‘KR’)은 2026년 5월 18일자로 (주)대한항공과 (주)한진칼의 무보증사채 신용등급을 각각 A, A-로 유지하고, 등급전망을 ‘안정적(Stable)’에서 ‘긍정적(Positive)’으로 변경하였다.

[표 1] 등급 조정 내역

회사명	대상채권	종전		금번	
		등급	Outlook	등급	Outlook
(주)대한항공	무보증사채	A	안정적	A	긍정적
(주)한진칼	무보증사채	A-	안정적	A-	긍정적

1. 등급전망 변경 사유(Key Rating Rationale)

[대한항공]

금번 대한항공의 등급전망 변경은 1) 합병에 따른 통합 시너지와 시장지위 제고로 사업 펀더멘탈이 강화될 전망이다 인 점, 2) 매크로 불확실성에도 우수한 시장 대응력을 통해 양호한 실적을 유지할 것으로 예상되는 점 등을 반영한 것이다.

1) 합병에 따른 통합 시너지와 시장지위 제고로 사업 펀더멘탈이 강화될 전망이다.

대한항공은 2026년 5월 13일 이사회를 통해 아시아나항공 합병을 결의하였다. 대한항공은 합병 존속회사이며, 합병 소멸회사인 아시아나항공 주주에게 합병 신주가 배정될 계획이다. 아시아나항공의 8월 주주총회 의결과 주식 매수청구권 행사를 거쳐 12월 16일을 합병기일로 거래가 종결될 예정이다. 또한 양대 FSC 합병 이후에는 산하 LCC 3개사(진에어, 에어부산, 에어서울)의 통합, 지상조업사 등 항공지원부문 계열사들의 통합 등 다양한 효율화 방안이 추가 검토될 계획이다.

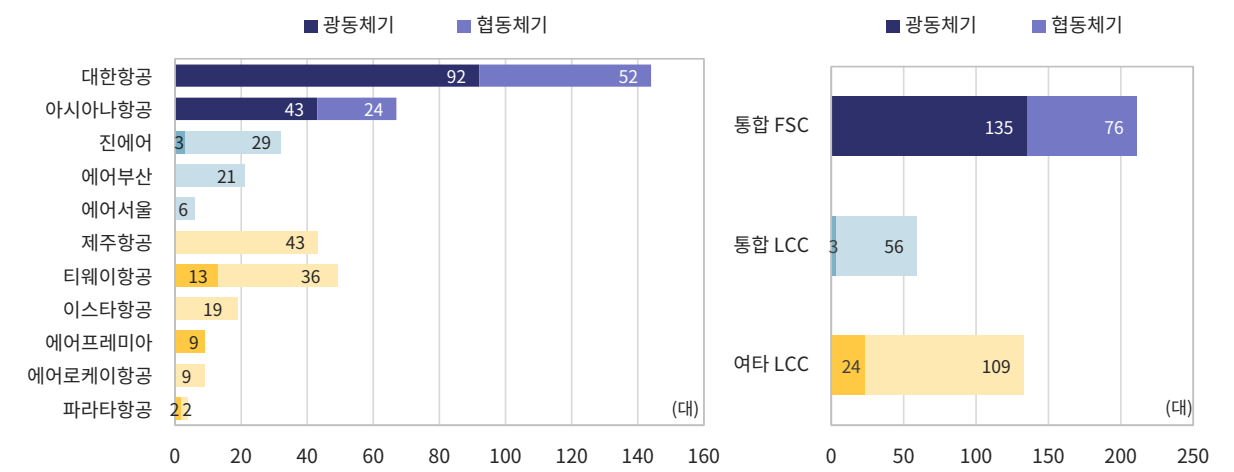
아시아나항공 인수 이후 신종자본증권 인수, 연료유류비 헤지 정책 적용 등 양사 간 재무적 연계는 강화되었다. 다만 영업 측면에서는 별도 브랜드와 독립된 사업체계에서 운영되어 통합 시너지 발현이 제한적이었다. 또한 운임

RATING ACTION & FORWARD LOOKING- 대한항공과 한진칼의 등급전망 ‘긍정적’으로 변경

인상 제한, 공급좌석 축소 금지 등 기업결합 과정에서 부과된 경쟁제한성 완화 조치로 인해 경쟁당국과의 협의 완료까지는 일부 제약요인들도 잔존하고 있다.

그러나 금번 합병을 통해 기단과 노선 네트워크가 통합되면서 규모의 경제, 탄력적인 노선 운영, 중복 기능 조정 등에 따른 효율성 개선 등 통합 시너지가 배가될 전망이다. 노선별 수급여건 변화에 따라 탄력적인 항공기 투입과 운항스케줄 편성이 가능해지고, 환승 수요 확대, 이원화되었던 로열티 프로그램의 통합, 단일 브랜드 기반의 고객 유치력 제고도 기대된다. 지상조업과 기내 서비스 등 운영체계가 통합되어 별도 운영에 따른 비효율도 완화될 것으로 예상된다. 계열사 통합 등 사업재편 과정에서 비경상적 통합 비용이 발생할 수 있으나, 중장기적으로는 원가 절감과 규모의 경제 효과가 사업 펀더멘탈을 강화할 것으로 판단된다.

[그림 1] 합병 전후 항공사별 여객기 기단 규모/구성

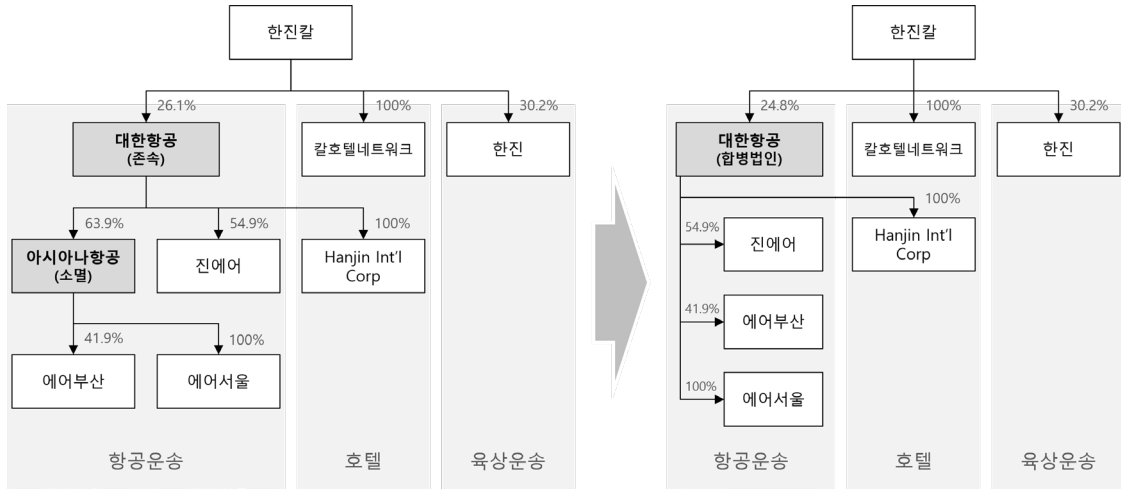


주) 광동체기는 복수열 통로의 대형 여객기, 협동체기는 1열 통로의 중형 항공기
 자료) 국토교통부 ATIS 항공기술정보시스템 등록현황(국제항공운송사업자 기준 2026.05.14)

산업구조적인 측면에서도 국내 항공시장이 단일 국적 FSC 체계로 전환되면서 대한항공의 시장지위와 정책·산업적 중요도가 높아질 전망이다. 합병 후 대한항공은 대규모 기단과 영업력을 바탕으로 항공기 제조사, 엔진 제조사, 리스사, 여행사 등 주요 거래처에 대한 교섭력을 제고할 것으로 예상된다. 향후 산하 LCC 3개사의 통합이 진행될 경우 국내 항공시장 내 과당경쟁도 완화될 것으로 기대된다.

한편 아시아나항공 편입에 따른 재무적 영향은 이미 대한항공 평가에 반영되어 있다. 2024년 12월 인수 이후 아시아나항공의 자산·부채, 경영실적이 연결재무지표에 포함되고 있으며, 대한항공 신용등급 평가에도 해당 연결재무제표를 적용하고 있다. 합병 과정에서 아시아나항공 반대 주주의 주식매수청구권 행사에 따른 자금 유출이 발생할 수 있으나, 재무적 영향은 제한적인 수준으로 예상된다.

[그림 2] 합병 전후 한진그룹 지배구조



주) 합병 후 한진칼의 대한항공 지분율은 공시자료 상의 합병 후 예상 지분율이며, 그 외 지분율은 모두 2025년 12월말 기준임
 자료) 공시자료, KR 작성

2) 매크로 불확실성에도 시장 대응력을 통해 양호한 실적이 유지될 것으로 예상된다.

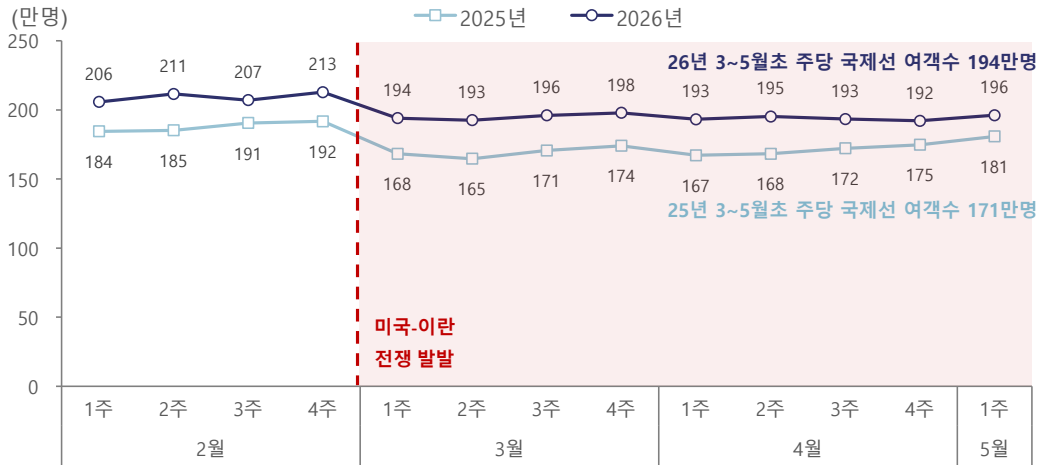
대한항공은 아시아나항공 인수 이후에도 양호한 영업실적을 기록하고 있다. 원가구조가 상대적으로 열위한 아시아나항공의 연결 편입으로 수익성은 하락하였으나, 2025년 매출은 25.2조원으로 크게 확대되었고 영업이익도 1.1조원을 기록하였다. 2026년 1분기에도 여객 수요 성장세가 가속화되며 매출은 전년 동기 대비 2.6% 증가하였고 영업이익률은 7.8%로 상승하였다.

다만 중동 지역 지정학적 리스크 확대로 항공유가와 환율 변동성이 높아지면서 항공업계의 원가 및 손익부담이 확대될 수 있다. 대한항공의 중동노선 매출 비중은 1% 미만이며, 대형 중동 항공사들의 운항 위축으로 유럽노선의 직항 및 환승 수요 개선 효과도 일부 나타나고 있는 등 운항 측면의 영향은 제한적이다.

그러나 유가 급등은 대한항공을 포함한 항공업계 전반의 원가 부담요인이다. 대한항공은 유류할증료를 통해 연료비 부담의 절반 가량을 판가에 전가하고 있으며, 예상 유류 소모량의 약 30%를 파생상품 거래를 통해 헤지하고 있다. 특히 화물사업의 경우 유류할증료 조정이 상대적으로 용이하여 원가 상승분의 상당부분을 판가로 전가하고 있다. 다만 여객사업은 유류할증료 인상에 따른 운임 상승이 수요를 제약할 수 있어, 고유가가 장기화될 경우 손익 부담이 확대될 가능성이 있다.

그럼에도 대한항공은 브랜드 및 얼라이언스 경쟁력, 대규모 기단, 장거리 중심의 다각화된 노선 구성, 화물사업 및 정비사업 역량을 바탕으로 여타 항공사 대비 양호한 시장 대응력을 보유하고 있다. 단기적으로는 유가와 환율 변동에 따라 실적 변동성이 확대될 수 있으나, 중장기적으로는 합병 시너지와 시장지위 제고를 바탕으로 양호한 실적을 유지할 것으로 판단된다.

[그림 3] 미국-이란 전쟁 발발 전후 국제선 여객수 변화



자료) 국토교통부 항공포털

[한진칼]

대한항공의 그룹내 압도적 비중과 높은 통합도를 감안하여 그룹 지주사인 한진칼 신용등급 도출시 Enterprise Approach 를 적용하고 있으며, 한진칼의 신용등급은 통합신용도에 밀접하게 연동되어 있다. 금번 한진칼의 등급 전망 변경은 신용도가 밀접하게 연동되어 있는 대한항공의 등급전망이 기존의 '안정적(Stable)'에서 '긍정적(Positive)'으로 변경된 점을 감안한 것이다.

2. KR의 전망

1) Key Factor의 가정

KR은 대한항공의 향후 신용도 방향성에 있어 '합병을 통한 사업역량 제고'와 '양호한 실적 및 재무안정성 유지'가 중요하다고 판단하며, 이를 위해서는 합병 절차의 원활한 이행과 매크로 리스크의 장기화 여부 및 수요 회복이 Key Factor가 될 것이라고 본다. 해당 Key Factor에 대한 가정은 다음과 같다.

- **합병 절차의 원활한 이행:** 대한항공은 2026년 5월 13일자로 아시아나항공 합병을 위한 이사회 결의를 마치고 2026년 12월 16일을 합병기일로 합병 절차를 진행하고 있다. 합병 종결을 위해서는 아시아나항공의 임시주주 총회 승인, 반대 주주의 주식매수청구권 행사분에 대한 대금 지급 등 내부 절차와 더불어, 양사 마일리지 통합 안 승인, 얼라이언스 조정, 운항 허가 취득 등 대외 절차의 이행도 필요하다. 추후 합병 관련 제반 절차들이 원활히 진행되는지 여부를 점검할 계획이다.

- **매크로 불확실성 완화 및 수요 회복 여부:** 2026년초 여객 수요는 견조한 성장세를 보이고 있다. 1~2월 겨울방학 성수기 여객 수요는 전년 대비 +10.8%의 높은 성장세를 보였다. 전쟁 발발 이후 현 시점까지도 수요 성장세는 이어지고 있다. 3월 초부터 5월 초까지의 국제선 여객수는 전년 동기 대비 13.6% 높은 수준을 기록하였다. 미

주, 일본, 중국 등 주요 노선의 수요가 고르게 확대되는 등, 현재까지는 전쟁에 따른 수요 감소 영향이 크지 않은 것으로 파악된다. 유럽노선의 경우 중동 항공사들의 운항이 위축되면서, 국내 항공사의 직항·환승노선 수요가 증가하는 간접 효과가 일부 나타나고 있다. 그러나 전쟁 여파에 따른 고유가가 장기화될 경우 운임 상승으로 여객 수요가 제약될 가능성이 있다. 이에 고유가가 점진적으로 완화되는지 여부와 더불어, 노선별 탄력적인 기재 운용과 화물사업 수익 창출을 통해 손익 변동성을 최소화하는지 여부를 중심으로 모니터링이 필요하다.

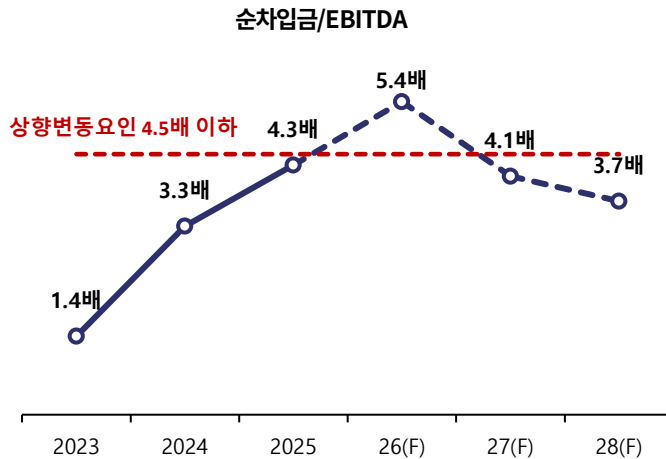
2) 등급 변동요인

합병 이후 예상되는 사업 펀더멘탈 강화에도 불구하고, 매크로 불확실성이 장기화·심화되면서 대한항공의 손익 및 재무구조가 크게 저하될 경우 등급상향 모멘텀이 약화될 수 있다. 이에 양사 합병이 제반 선행조건 충족과 정책적 지원 하에 원활히 진행되는지 여부와 더불어, 고유가 고착화 여부, 노선별 수요 회복 수준, 탄력적인 시장 대응을 통해 대한항공의 양호한 실적이 유지되는지 여부를 중심으로 모니터링을 진행할 계획이다.

[표 2] 대한항공 등급변동요인

상향변동요인 A(P) → A+(S)	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 합병을 통한 시장지위 강화, 운항효율성 향상 등 사업역량 제고 ✓ 불확실한 매크로 여건 불구 고객 유치 및 다각화 역량을 통한 양호한 실적 지속 ✓ 투자부담 통제를 통한 양호한 재무안정성 유지 ✓ 연결기준 순차입금/EBITDA 4.5배 이하
------------------------	---

[그림 4] 대한항공 등급변동요인 추이



자료) 연결감사보고서, 한국기업평가 추정

본문 내 전망과 관련된 모든 정보는 평가시점에 있어 당사의 합리적인 분석방법과 절차에 의하여 생성된 예측 정보이며, 이는 분석대상업체의 핵심지표 관련 당사의 전망에 기초한 영업손익 추정과 분석대상업체가 제시한 사업계획 등을 근거로 하고 있습니다. 향후 핵심지표의 변화 폭이 당초의 예상범위를 크게 이탈하고, 이러한 추세가 구조적인 요인에 기인하는 것으로 판단되는 경우 당사는 이를 반영한 Credit 검토를 토대로 신용등급 또는 등급전망을 변경할 수 있습니다. 예측정보는 수급요인이나 환율, 금리 등과 같은 외생변수를 포함한 대내외적인 환경변화에 따라 실제 결과치와 차이가 발생할 수 있습니다.

추정 시 가정한 기본 전제 및 방법은 다음과 같습니다.

1. 매출: 2026년초 국제여객 성장 가속화, 그러나 전쟁 발발에 따른 수요 둔화 가능성 감안 2026년 매출 증가율 2%대로 하락 예상. 2027년 이후 아시아나 통합 시너지 발현 통한 5%대 이상의 성장세 회복 가정
2. 원가: 전쟁 여파로 인한 유류비 상승, 비경상적 통합 비용 등 감안 2026년 수익성 하락, 2027년 이후 아시아나 통합 시너지 발현과 신규 도입 항공기의 효율성 개선을 통해 현 수준의 수익성 회복 가정
3. 운전자본: 2025년 수준의 운전자본회전기간 유지 가정
4. 투자: 회사 제시 신규 항공기 도입 계획(향후 3년 연평균 2.5조원), 엔진 및 정비공장 등 투자 계획 등 감안
5. 재무: 회사채 차환 발행 가정, 항공기금융 원금 상환스케줄 감안

[유의사항]

- (1) 한국기업평가(주)(이하 ‘당사’)가 제공하는 신용등급은 특정 금융상품, 금융계약, 발행자 등의 상대적인 신용위험에 관한 분석 시점에서의 당사의 의견입니다. 또한, 당사가 제공하는 보고서 등의 제반 연구자료(이하 ‘간행물’)는 상기 특정 금융상품, 금융계약, 발행자 등의 상대적인 신용위험에 관한 당사 또는 필자 개인의 견해를 포함할 수 있습니다. 신용등급 및 간행물은 특별한 언급이 없는 한 신용위험을 제외한 다른 위험(금리나 환율변동 등에 따른 시장가치 변동위험, 해당 증권의 유동성위험, 내부절차나 시스템으로 인해 발생하는 운영위험)에 대해서는 설명하지 않습니다. 또한 신용등급 및 간행물에 포함된 당사의 의견은 현재 또는 과거 사실에 관한 진술이 아니며, 당사 고유의 평가기준에 따라 평가대상의 미래 상황능력 등에 대해 예측한 독자적인 견해로서, 이러한 예측정보는 실제 결과치와 다를 수 있습니다. 신용등급 및 간행물은 환경변화 및 당사가 정한 기준에 따라 변경 또는 취소될 수 있습니다.
- (2) 신용등급 산출 및 간행물 발간(이하 ‘신용평가업무 등’)에 이용되는 모든 정보는 평가대상회사 또는 기관이 제출한 자료와 함께 각종 공시자료 등의 자료원으로부터 수집된 자료에 근거하고 있으며, 당사는 제3자 요청 신용평가 등 예외적인 경우를 제외하고는 신용등급 산출 시 제출자료에 거짓이 없고 중요사항이 누락되어 있지 않으며 중대한 오해를 불러일으키는 내용이 들어 있지 않다는 확인서를 평가대상회사 또는 기관으로부터 수령하고 있습니다. 당사는 평가대상회사 또는 기관 및 이들 대리인이 정확하고 완전한 정보를 적시에 제공한다는 전제 하에 신용평가업무 등을 수행하고 있으며, 신용평가업무 등 과정에서 이용하는 정보에 대해 별도의 실사나 감사를 실시하고 있지 않습니다. 따라서 제공된 정보의 오류 및 사기, 허위에 따른 결과에 대해 당사는 어떠한 책임도 부담하지 않습니다.
- (3) 당사는 신용평가업무 등 과정에서 이용되는 정보에 대해 별도의 검증절차를 거치지 않았고, 분석자·분석도구 또는 기타요인에 의한 오류 발생 가능성이 있기 때문에 당사는 신용등급 및 간행물의 정확성 및 완전성을 보증하거나 확약하지 않습니다. 당사 간행물의 모든 정보들은 신용평가업무 등에 필요한 주요한 판단 근거로서 제시된 것으로 평가대상에 대한 모든 정보가 나열된 것은 아니며, 법률에 의하여 인정되지 않는 이상 당사 신용등급 및 간행물 상의 정보이용으로 발생하는 어떠한 손해 및 결과에 대해서도 당사는 책임지지 않습니다.
- (4) 당사는 금융상품의 매매와 관련한 조언을 제공하거나 투자를 권유하지 않습니다. 당사의 신용등급 및 간행물은 특정 유가증권의 매수, 매도 혹은 보유를 권유하는 정보가 아니며 시장 가격의 적정성에 대한 정보도 아닙니다. 당사의 신용등급 및 간행물은 그 내용으로 이용자의 투자결정을 대신할 수 없고 금융상품의 투자 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로도 사용될 수 없습니다. 따라서 정보이용자들은 스스로 투자대상의 위험에 대해 분석하고 평가한 다음 그 결과에 따라 각자 투자에 대한 의사결정을 하여야만 합니다. 특히, 당사의 신용등급과 간행물은 시장 전문가를 일차적인 이용대상으로 하고 기본적으로 개인투자자에 의한 이용을 전제로 하고 있지 않아 이를 이용하여 개인투자자 스스로 투자의사결정을 내리는 것은 적절하지 않을 수 있으므로 사전에 반드시 외부전문기관의 도움을 구할 필요가 있습니다. 아울러, 공시되지 않은 신용등급이나 제3자 요청 신용평가에 따라 산출된 신용등급의 경우 신용평가 요청인 이외에는 해당 신용등급을 믿고 이용하여서는 안 된다는 점을 밝혀 둡니다.
- (5) 본 보고서의 내용은 필자의 개인의견으로 당사의 공식의견이 아닙니다.

Copyright 2026, Korea Ratings Corporation. All Rights Reserved. 서울특별시 영등포구 의사당대로 97 대표전화: 368-5500, FAX: 368-5353.

본 보고서에서 제공하는 모든 정보의 저작권은 한국기업평가(주)의 소유입니다. 따라서 어떠한 정보도 당사의 서면동의 없이 무단으로 전재되거나 복사, 인용(또는 재인용), 배포될 수 없습니다.