

운송

이륙 준비

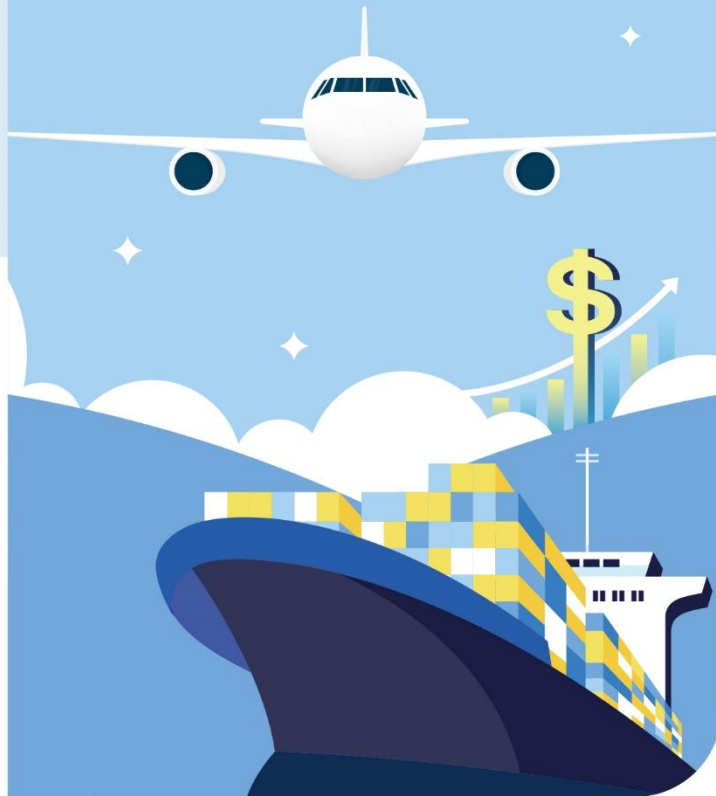


최지운 운송

02 3770 3640

jiyun.choi@yuantakorea.com

이륙 준비



최지운

운송

02 3770 3640

jiyun.choi@yuantakorea.com



CONTENTS

I. 항공: 국제선 여객 수요 성장 및 비용 절감 수혜 6

2025년에도 국제선 여객 수요는 견조할 것	9
제한적인 항공기 공급 상황	18
원화 강세는 항공사 수익성 개선에 긍정적	20
항공 화물: 변동성 확대 국면	27

II. 해운: 공급을 하회하는 수요 증감률 25

해운업을 둘러싼 이슈 점검	27
벌크: 2025년 수요 부진에 따른 시황 약세 불가피	38
컨테이너: 공급 과잉과 관세 정책 불확실성	48

III. 기업분석 59

운송

이륙 준비

항공: 국제선 여객 수요 성장 및 비용 절감 수혜

항공업종 Overweight 제시. 국제선 여객 수요는 팬데믹 이전 수준을 완전히 회복했으며, 2025년 연간 7% 수준의 성장률 전망. 무비자 정책에 따른 중국 노선 수요가 두드러지며 견조한 일본, 미주 수요도 긍정적. 유럽은 지정학적 리스크 완화 여부에 따른 정상화 가능할 것. 항공기 공급은 여전히 정상화가 지연되며 국내 항공사들의 기단 확충에 제동이 걸릴 것. 2025년 하반기에는 국제 유가 하락세에 따른 항공유 가격 안정화, 원화 강세에 따른 여객 수요 확대 및 비용 절감 효과가 항공사 실적 개선에 기여할 것. 다만, 항공화물은 소액 소포 면세 제도 폐지 및 관세 부과에 따른 단기 불확실성 확대 불가피.

해운: 공급을 하회하는 수요 증감률

해운업종 Neutral 제시. 벌크 해운은 미국 관세에 대한 영향 제한적. 그러나 중국 부동산 경기 부진 등으로 2025년 수요 증감률(-1%)이 공급 증감률(+3%)을 하회, 시황 약세를 전망. 컨테이너 해운은 미중 관세 유예에 따른 선제적인 재고 축적 수요 확대로 SCFI 지수가 반등세를 보이고 있으나, 이는 일시적일 현상일 것. 미중 무역 갈등이 지속될 경우 2025년 수요 증감률(+0.3%)이 공급 증감률(+7%)을 하회하며 중장기 운임 하방 압력이 지속될 가능성 높을 것으로 예상. 이에 대외 정책적 리스크가 제한적이며, 이익 체력이 견고한 기업 중심으로 선별적인 접근을 추천.

최선호주 대한항공, 차선호주 팬오션 제시

운송 업종의 최선호주로 대한항공(투자 의견 BUY, 목표주가 31,000원)을 제시. 국제선 여객 수요가 견조한 가운데, 유가 및 원화강세로 안정으로 비용 절감 효과도 동반될 것으로 예상. 특히 하반기에는 장거리 노선에 대한 공정위의 시정조치가 대부분 해소되며, 장거리 노선 운임 인상에 따른 수익 개선 가속화 기대. 향후 아시아나항공과의 합병 시너지가 추가로 가시화될 시, 밸류에이션 리레이팅 여지도 충분하다는 판단.

차선호주로 팬오션(투자 의견 BUY, 목표주가 5,000원)을 제시. 동사는 LNG 장기계약 기반의 이익 안정성 보유. 미중 관세 및 USTR 입항수수료 영향이 제한적인 가운데, 향후 중국 경기 부양책 효과에 따른 벌크 시황 개선 기대. 현재 12M Fwd PBR 0.3배 수준으로 밴드 하단에 위치, 밸류에이션 매력도 또한 높다고 판단.



최지운 운송
jiyun.choi@yuantakorea.com

종목	투자 의견	목표주가 (원)
대한항공	매수 (I)	31,000 (I)
진에어	매수 (I)	12,000 (I)
팬오션	매수 (I)	5,000 (I)
HMM	중립 (I)	23,000 (I)

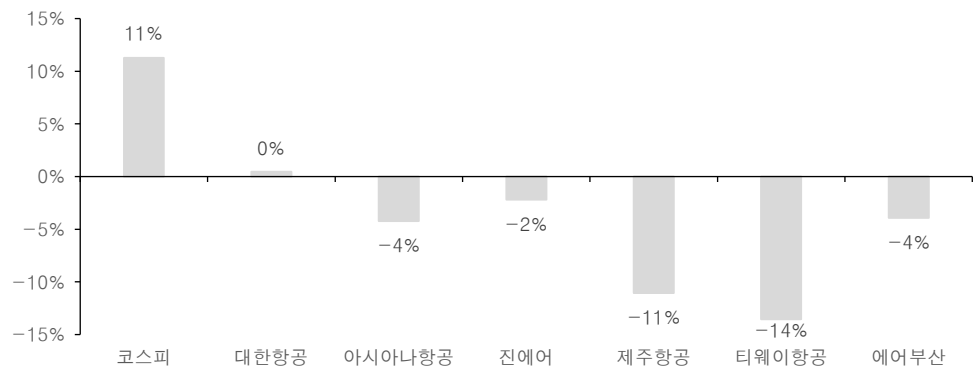
항공: 국제선 여객 수요 성장 및 비용 절감 수혜

상반기 부진했던 주가 흐름, 하반기 Overweight 제시

2025년 하반기 항공업종에 대한 투자의견을 Overweight으로 제시한다. 1H25 항공사 주가는 수요 피크아웃 우려, 정치적 불확실성, 거시 환경 불확실성 등 영향을 받아 부진한 흐름을 보였으나, 하반기에는 여객 수요의 견조한 흐름이 이어지는 가운데, 원화 강세 및 유가 안정 등 항공사 원가 구조 개선이 동반되면서 주가의 반등 여력이 충분하다는 판단이다.

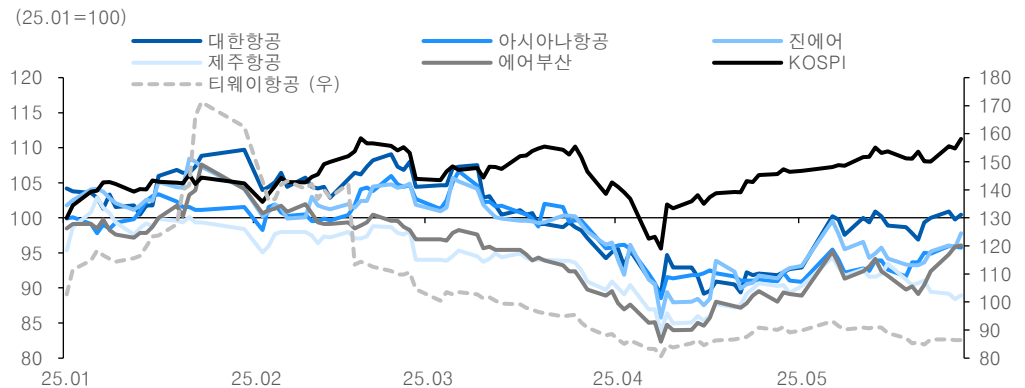
2025년 상반기 항공업종의 주가는 전반적으로 부진한 흐름을 이어갔다. 5월 28일 기준, 대한항공, 아시아나항공을 포함한 주요 6개 항공사의 YTD 평균 수익률은 -6%를 기록하며, 같은 기간 KOSPI 수익률(+11%)을 크게 하회했다. 항공업종 주가가 부진했던 주요 원인은 두 가지로 요약된다. 첫째, 원화 약세 지속과 내수 경기 둔화로 인해 해외여행 수요의 피크아웃 우려가 부각되었다. 둘째, 미국의 보호무역 기조 강화로 항공화물 수요의 변동성이 확대되면서 업황 전반에 대한 불확실성이 고조되었다. 이러한 요인들은 투자심리 전반을 위축시키며 상반기 주가 흐름에 부정적인 영향을 미쳤을 것으로 판단한다.

2025년 코스피 및 항공 업종 주요 기업 YTD 수익률



자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

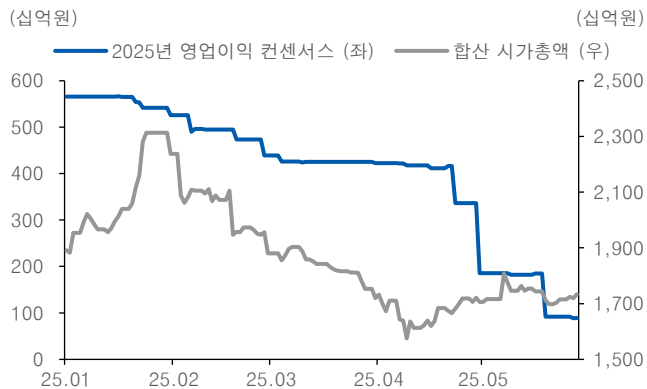
국내 항공사 및 KOSPI 상대주가 추이



자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

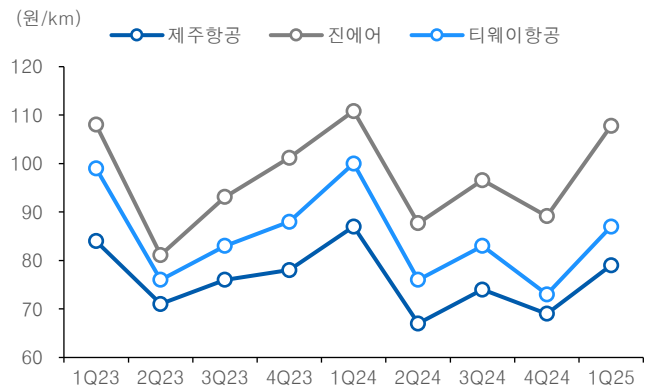
특히 LCC(Low Cost Carrier)의 주가 낙폭이 FSC(Full Service Carrier) 대비 훨씬 컸다. 이는 2024년 말 무안공항 사고 이후 LCC에 대한 소비자 신뢰도가 하락한 가운데, LCC 항공사들이 단거리 노선 중심의 항공권 가격 인하를 통해 탑승률(Load Factor) 방어에 나섰고, 그 과정에서 수익성이 하락에 대한 우려가 주가에 반영되었기 때문이라고 판단한다. 실제로 진에어, 제주항공, 티웨이항공, 에어부산 등 주요 LCC 4사의 2025년 연간 합산 영업이익의 컨센서스는 연초 이후 큰 폭으로 하향 조정되었으며, 티웨이항공 경영권 분쟁 이슈에 따른 일시적 반등을 제외하면 합산 시가총액 역시 동반 하락세를 보였다.

LCC 합산 영업이익 컨센서스 및 합산 시가총액 추이



자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

주요 LCC 국제선 여객 Yield 추이



자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

이러한 흐름에도 불구하고, 당사는 항공업종의 펀더멘털이 여전히 견조하며, 상반기 주가 조정은 과도했던 것으로 판단한다. 하반기에는 1) 견조한 여객 수요, 2) 원화 강세, 3) 항공기 공급 제한에 따라 실적 가시성이 점차 높아질 것으로 기대한다. 특히 항공업종 내에서는 FSC의 상대 우위가 부각될 것으로 전망한다.

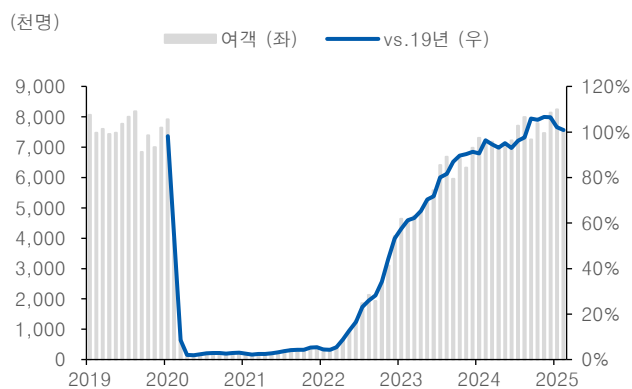
현재 LCC는 단거리 노선 중심의 운임 경쟁 심화로 인해 단가 하락 압력에 직면해 있으며, 이에 따라 단거리 비중이 높은 LCC들은 수익성 회복이 제한적일 것으로 판단한다. 반면, 대한항공과 아시아나항공 등 FSC는 중장거리 노선 매출 비중이 높다. 특히 장거리 노선의 경우 2025년 하반기부터 공정위의 시정조치가 대부분 해제되며 운임 인상이 가능할 것으로 예상하며, 이는 FSC의 수익성 개선으로 이어질 것으로 판단한다.

2025년에도 국제선 여객 수요는 견조할 것

국제선 여객이 팬데믹 이전인 2019년 수준을 회복함에 따라 여행 수요의 피크아웃 우려가 제기되고 있음에도 불구하고, 2025년에도 여객 수요의 견조한 흐름이 이어질 것으로 판단한다. 당사는 2025년 연간 국제선 여객 수가 전년 대비 +7% 증가하며, 2019년의 연간 성장률(+5%)을 상회할 것으로 전망한다.

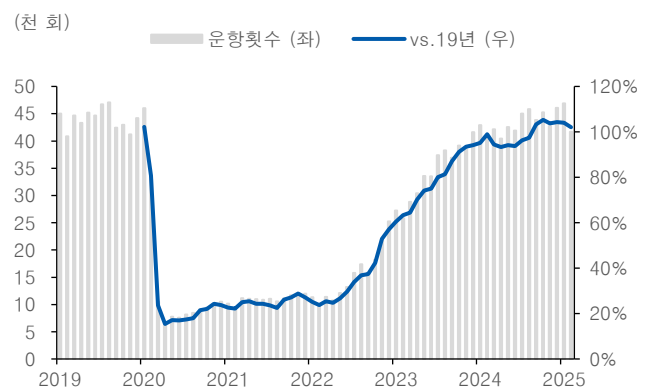
항공 여객 수요는 2024년을 기점으로 사실상 정상화에 도달했다. 2024년 연간 국제선 여객 수는 8,931만명으로 전년 대비 30% 증가했으며, 2019년 대비 회복률은 98%에 이르렀다. 이러한 회복 흐름은 아웃바운드(내국인 출국 수요)와 인바운드(외국인 입국 수요) 양측에서 모두 나타났다. 1) **아웃바운드**: 2024년 한국인 출국자 수는 전년 대비 26% 증가한 2,868만명을 기록하며 2019년 수준(2,871만명)에 근접했다. 특히 일본, 동남아 노선을 중심으로 수요가 빠르게 확대되었다. 2) **인바운드**: 2024년 외국인 입국자 수는 전년 대비 48% 증가한 1,523만명을 기록하며, 2019년 대비 회복률도 93%에 달했다.

국제선 여객 수송 및 2019년 대비 회복률 추이



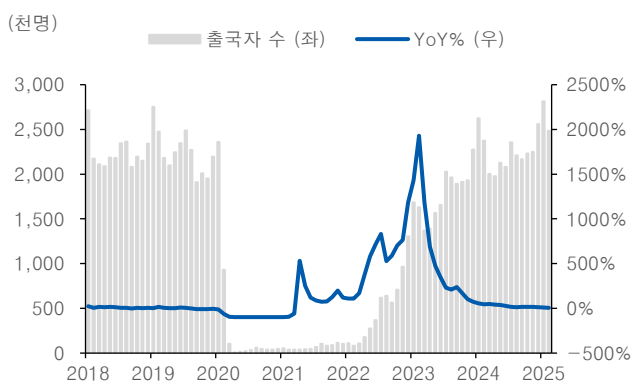
자료: Airportal, 유안타증권 리서치센터

국제선 운항 횟수 및 2019년 대비 회복률 추이



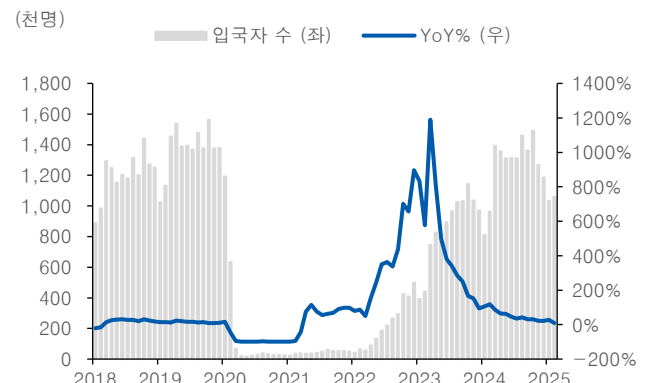
자료: Airportal, 유안타증권 리서치센터

한국인 출국자 수 추이



자료: 통계청, 유안타증권 리서치센터

외국인 입국자 수 추이

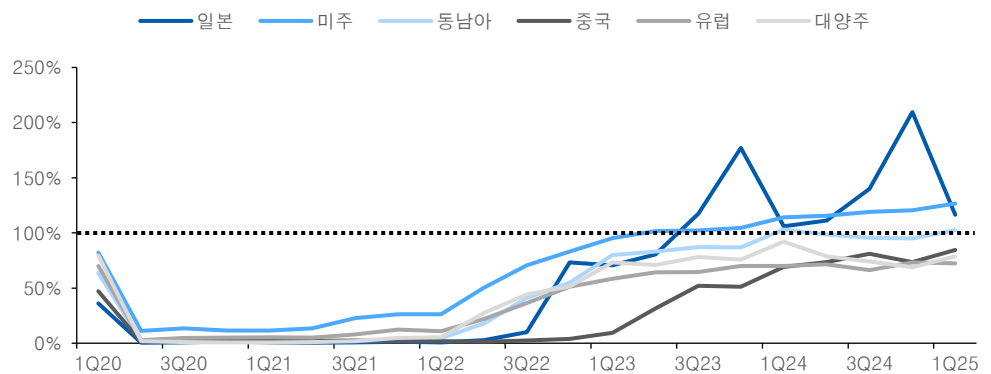


자료: 한국관광공사, 유안타증권 리서치센터

2025년에는 팬데믹 기간 억눌렸던 여행의 이연수요가 상당 부분 해소되면서, 2023년(+250%)과 2024년(+30%)과 같은 고성장을 기대하긴 어려울 것이다. 그럼에도 불구하고, 수요의 절대 수준은 여전히 높은 흐름을 유지하고 있으며, 특히 여행 소비심리가 둔화된 국면에서도 국제선 여객 수요가 꾸준한 증가 흐름을 지속하고 있다는 점에 주목해야 한다. 실제로 2025년 1~4월 여행 소비심리 지수 평균은 93pt로, 2019년 동기간(101pt)를 하회했으나, 같은 기간 국제선 여객 수는 누적 3,074만명을 기록하며 2019년 동기간(3,057만명)을 상회했다. 이는 향후 소비심리가 추가로 개선될 경우 여객 수요의 상단이 충분히 열려 있을 가능성이 높다는 판단이다.

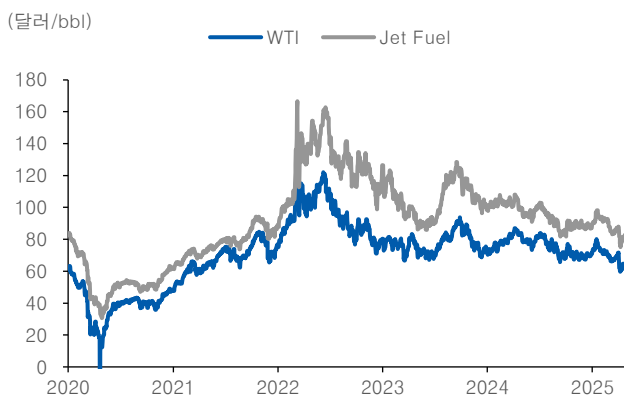
최근 유가 하락에 따른 항공사들의 유류할증료 인하도 항공권 가격 부담을 완화시키는 요인으로 작용하고 있어, 여행 수요를 뒷받침하는 외부 환경도 우호적으로 전개되고 있다. 노선별로 살펴보면 다음과 같은 긍정적인 요인을 기대한다. 1) **중국 노선**: 무비자 정책 시행과 한중 관계 개선에 따른 수요 회복 가속화, 2) **일본 노선**: 엔화 강세에도 견조한 한국인 출국 수요, 3) **장거리 노선**: 미주 중심의 안정적인 수요 흐름 지속, 지정학적 리스크 완화 시 유럽 노선 정상화 가능성

2019년 대비 노선별 여객 회복률



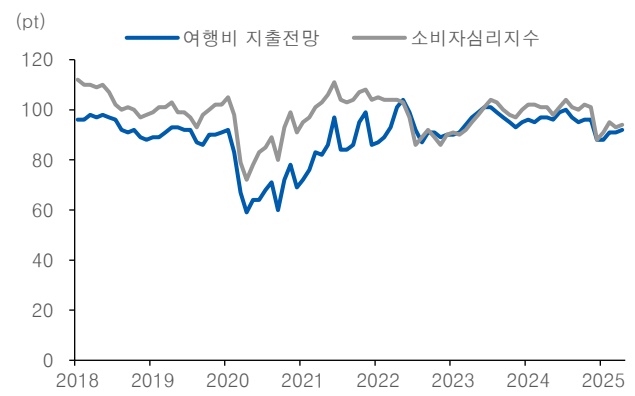
자료: Airportal, 유안타증권 리서치센터

WTI 및 싱가포르 항공유 가격 추이



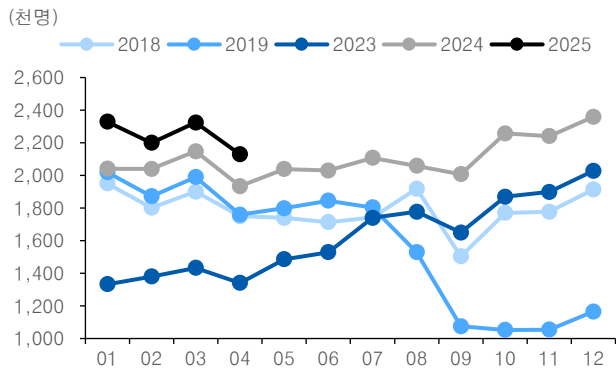
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

여행비 지출전망 및 소비자 심리지수



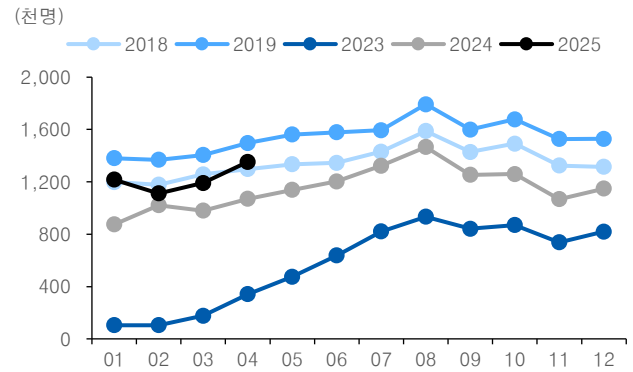
자료: 통계청, 유안타증권 리서치센터

일본 노선 월별 여객수 추이



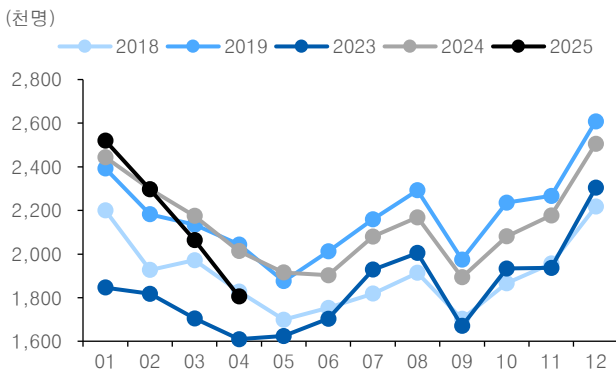
자료: Airportal, 유안타증권 리서치센터

중국 노선 월별 여객수 추이



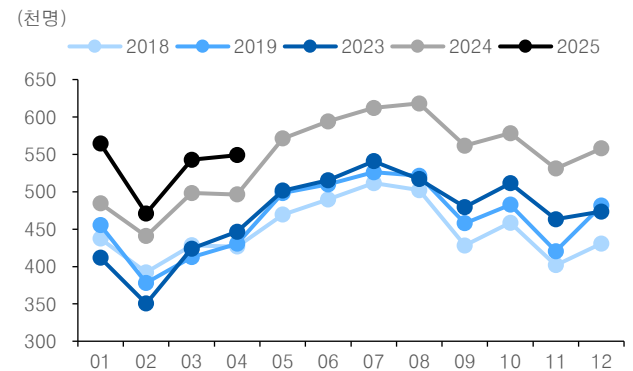
자료: Airportal, 유안타증권 리서치센터

동남아 노선 월별 여객수 추이



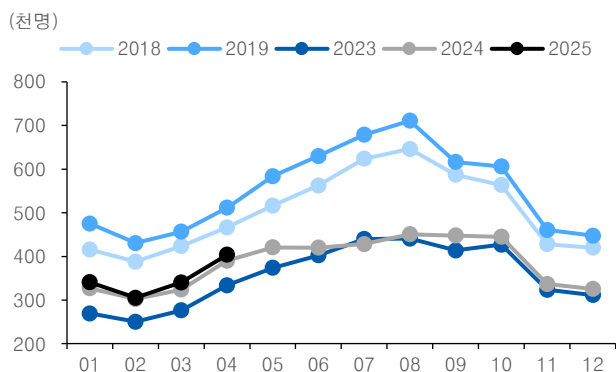
자료: Airportal, 유안타증권 리서치센터

미주 노선 월별 여객수 추이



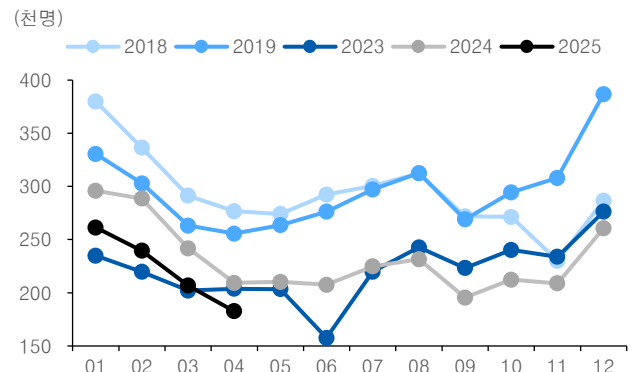
자료: Airportal, 유안타증권 리서치센터

유럽 노선 월별 여객수 추이



자료: Airportal, 유안타증권 리서치센터

대양주 노선 월별 여객수 추이



자료: Airportal, 유안타증권 리서치센터

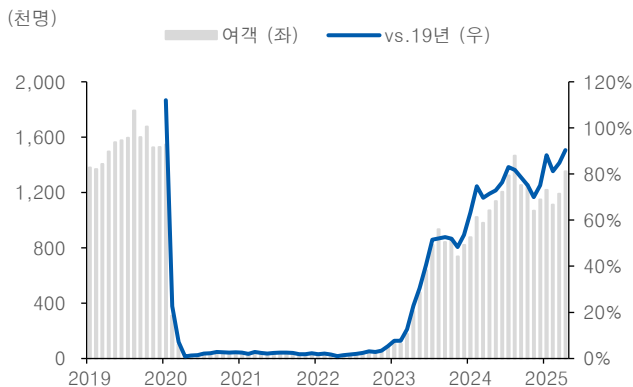
중국: 무비자 입국 수혜, 한중 관계 개선에 거는 기대

2025년 중국 노선 출입국 수요는 전년 대비 20% 증가하며 전체 국제선 여객 수요 성장을 견인할 것으로 전망한다. 리오프닝 시기가 타 지역 대비 늦어진 데 따른 기저효과가 작용하는 가운데, 중국의 무비자 입국 정책이 한국인의 여행 진입 장벽을 크게 낮추면서, 수요를 본격적으로 자극할 것으로 예상하기 때문이다.

2025년 1~4월 누적 중국 노선 여객 수는 487만명으로 전년 동기 대비 23% 증가했으며, 모든 해외 노선 가운데 가장 빠른 성장세를 보이고 있다. 이는 중국 외교부가 내수 활성화를 위해 2024년 11월부터 한국 등 9개국의 일반 여권 소지자를 대상으로 무비자 입국을 허용하면서, 한국인의 중국 여행 수요가 폭발적으로 증가한 것에 기인한다. 무비자 정책 시행 이후, 중국 여행에 대한 소비자들의 관심도가 대폭 증가했으며, 국내 주요 여행사의 중국향 여객 송출객 비중 상승세도 뚜렷하게 나타나고 있다.

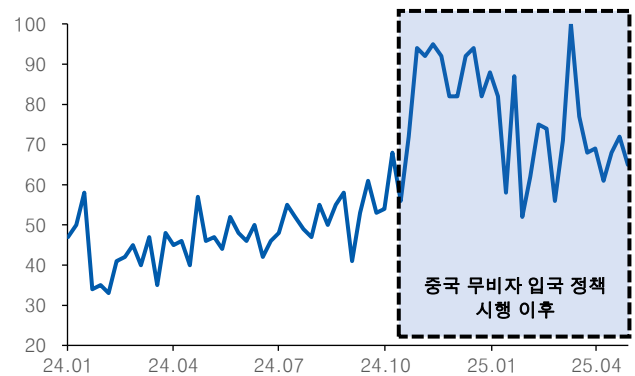
중국 노선의 2019년 대비 여객 수 회복률은 약 86%로, 여타 단거리 노선인 일본(118%), 동남아(100%) 대비 상대적으로 낮은 수준에 머물러 있다. 이에 중국 노선은 후행 회복에 따른 성장 여력이 여전히 큰 시장으로 판단한다. 그간 항공사들이 일본, 동남아 중심으로 항공편을 확대해 왔으나, 향후 수요가 증가하고 있는 중국 노선으로 공급을 확대하면서 수익 다변화를 도모할 것으로 예상된다.

중국 노선 월별 여객수 및 19년 동월 대비 회복률 추이



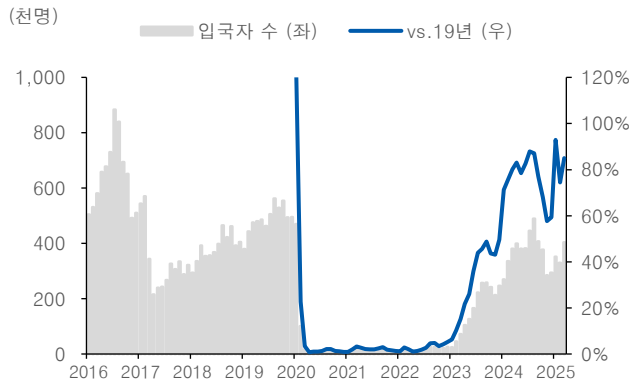
자료: Airportal, 유안타증권 리서치센터

“중국 여행” 검색 트렌드 추이



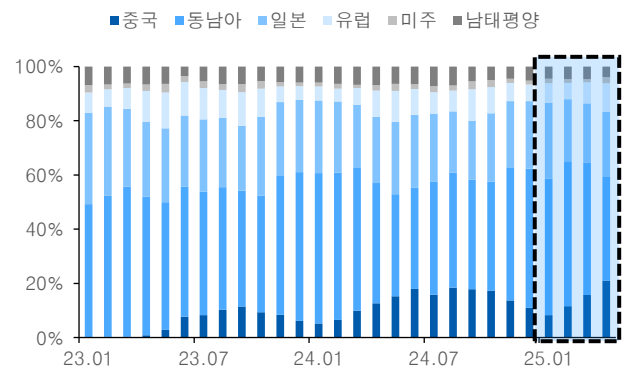
자료: Google Trend, 유안타증권 리서치센터

중국인 여객 입국자 수 및 19년 동월 대비 회복률 추이



자료: 한국관광공사, 유안타증권 리서치센터

하나투어, 모두투어 합산 지역별 송출객 비중 추이

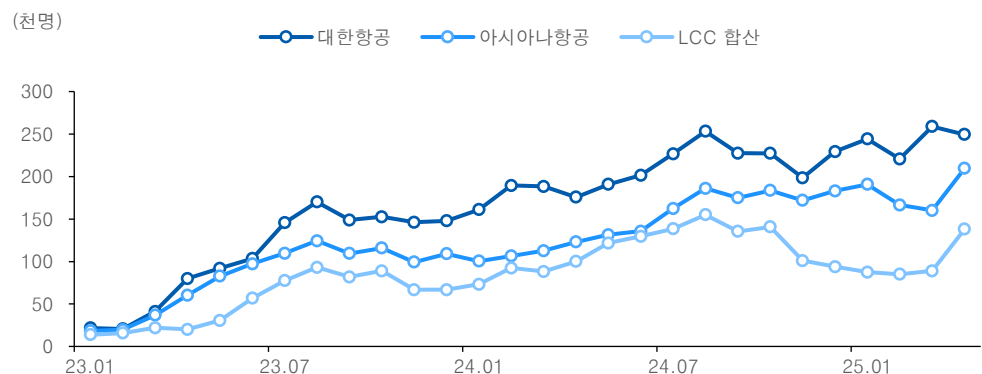


자료: 하나투어, 모두투어, 유안타증권 리서치센터

한편, 중국인의 한국 방문 수요도 빠르게 회복 중이나, 아직 팬데믹 이전 수준에는 도달하지 못한 상황이다. 2025년 1분기 중국인의 한국 입국자 수는 108만명으로 전년 동기 대비 10% 증가했으며, 2019년 동기 대비로는 84% 수준을 기록했다. 한국 정부가 올해 3분기에 한시적으로 중국인 단체 관광객의 무비자 입국 허용을 검토 중이다. 이에 하반기 성수기 한국 관광 수요가 확대될 것으로 전망한다. 2025년 중국인 인바운드 수요의 2019년 대비 회복률을 95%로 전망한다.

다만, 현재의 중국인 인바운드 여객 수는 한한령 시행 이전이었던 2016년의 월평균 중국인 입국자 수(65만명)에는 여전히 못 미친다. 중장기적으로 중국의 경기 부양책에 따른 자국민 여행 심리 개선과, 한류 콘텐츠, 한중 문화 교류 등이 중국인 인바운드 수요를 추가로 견인하는 촉매로 작용할 것으로 기대한다.

국내 항공사별 중국 노선 여객 수 추이



자료: Airportal, 유안타증권 리서치센터

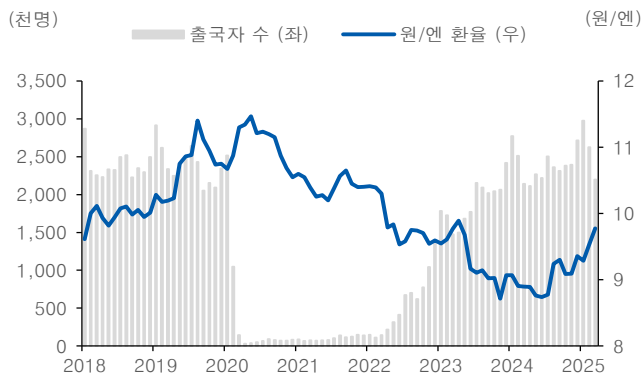
일본: 고환율에도 꺾이지 않는 여행 수요

2025년 일본 노선 출입국 수요는 전년 대비 9% 증가하며 견조한 흐름을 이어갈 것으로 전망한다. 엔화 강세에도 양호한 여객 수송 실적을 기록 중인 가운데, 국내 항공사들의 적극적인 노선 확대 전략이 긍정적으로 작용할 것으로 기대하기 때문이다.

원/엔 환율의 급등에도 불구하고, 한국인의 일본여행 열기는 식지 않고 있다. 원/엔 환율은 2025년 초 급격한 상승세를 보이며 한때 100엔당 1,000원을 상회하는 등 높은 변동성을 보였다. 현재는 950원대로 하락하긴 했지만, 여전히 2024년 평균 901원 대비 높은 수준이다.

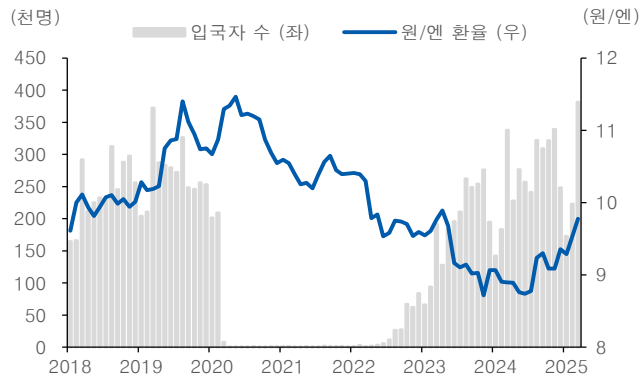
통상적으로 환율 상승은 아웃바운드 수요에 부정적이지만, 일본의 수요가 견조하게 유지되고 있다는 점에 주목한다. 2025년 1분기 한국인의 일본 노선 출국자 수는 251만명으로 전년 동기 대비 7% 증가했다. 일본 여행의 계절성이 점차 희석되고, 단기, 즉흥 여행이 가능한 ‘가성비 여행’로 인식되면서 일본 선호 현상이 지속되고 있는 것으로 판단한다.

한국인 일본행 출국자 수 및 원/엔 환율 추이



자료: 한국관광공사, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

일본인 여객 입국자 수 및 원/엔 환율 추이



자료: 한국관광공사, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

또한 항공사들의 적극적인 노선 증편 및 신규 취항에 따른 추가 수요를 기대한다. 국내 주요 항공사들은 도쿄, 오사카, 후쿠오카 등 주요 도시 외에도 고베, 이키가키지마, 요나고 등 지방 소도시로 노선을 확장하면서 수요 다변화를 시도하고 있다. 견조한 일본 수요를 바탕으로 한 차별화된 소도시 노선 확대는 기존 대도시 중심의 수요 집중 현상을 완화하고, 여행 목적 및 소비 패턴이 다양한 신규 수요층 유입으로 이어질 것으로 예상된다.

한편, 일본인의 한국 입국 수요도 점차 회복 중이다. 2025년 1분기 누적 일본인 입국자 수는 78만명으로, 전년 동기 대비 17% 증가하며 전체 인바운드 회복세를 견인하고 있다.

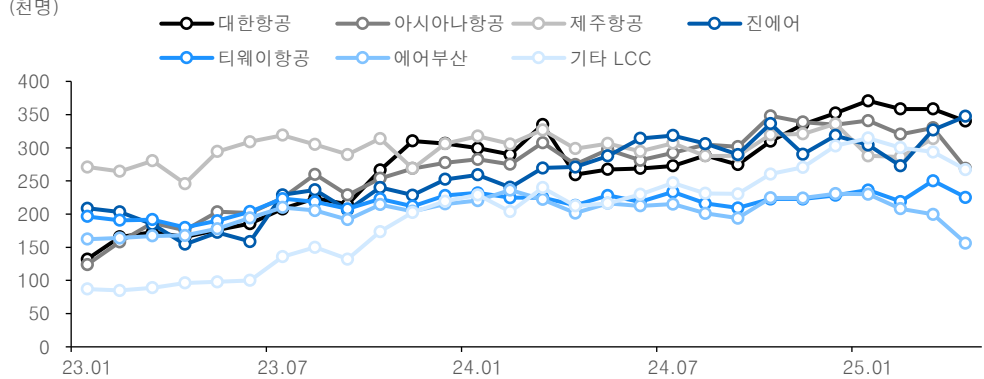
국내 항공사의 일본 노선 증편 및 신규 취항 현황

항공사	내용
대한항공	인천-고베 노선 신규 취항 (일 2회)
진에어	인천-이시가키지마 노선 신규 취항 (주 5회) 부산-나고야, 부산-후쿠오카 노선 운항 재개 (주 7회)
제주항공	인천-오사카 노선 증편 (주 22~27회 → 28회), 인천-마쓰야마 노선 증편 (주 7회 → 14회), 인천-오이타 노선 증편 (주 3회 → 5회), 인천-히로시마 노선 증편 (주 7회 → 14회)
에어서울	인천-요나고 노선 증편 (주 3회 → 5회)
에어부산	부산-마쓰야마 노선 증편 (주 3회 → 6회) 부산-나고야, 부산-후쿠오카 노선 운항 재개 (주 7회)
에어로케이	청주-도쿄 노선 증편 (일 2회 → 3회) 청주-후쿠오카 신규 취항 (주 5회) 이바라키, 오비히로, 기타큐슈, 시즈오카 등 소도시 신규 취항

자료: 언론 종합, 유안타증권 리서치센터

국내 항공사별 일본 노선 여객 수 추이

(천명)



자료: Airportal, 유안타증권 리서치센터

장거리 노선: 미주는 수요 견조, 유럽은 지정학 리스크 지속

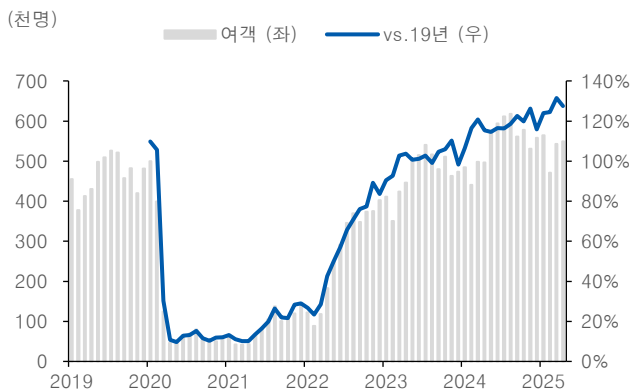
2025년 장거리 노선 출입국 수요는 전년 대비 5% 증가할 것으로 전망한다. 미주 노선이 전반적인 성장을 견인할 것으로 예상하며, 유럽 노선은 지정학적 불확실성 완화 여부에 따라 수요 회복 속도가 좌우될 것으로 전망한다.

미주 노선은 비즈니스 목적 등 고정 수요가 많아 올해도 안정적인 수요 흐름이 이어지고 있다. 2025년 1~4월 누적 미주 노선 여객 수는 213만명으로 전년 동기 대비 +11% 증가했으며, 이미 2019년을 상회하는 수송 실적을 보여주고 있다. 하반기에는 유류할증료 인하에 따른 항공권 부담 완화가 여행 심리를 자극하며, 이에 따른 여가 목적 수요까지 유입될 것으로 기대한다.

반면, 유럽 노선은 러시아-우크라이나 전쟁 장기화에 따른 항로 제한이 여전히 회복을 저해하는 요인으로 작용하고 있다. 2025년 1~4월 누적 유럽 노선 여객 수는 139만명으로, 2019년 대비 회복률은 74%에 불과하다. 이는 러시아 영공 우회로 인한 운항거리 증가 → 연료 소모 증가 → 운항비용 상승으로 이어졌고, 항공사들의 공급 회복 지연으로 이어지며, 여객 수요 회복에도 부정적인 영향을 미친 것으로 판단한다.

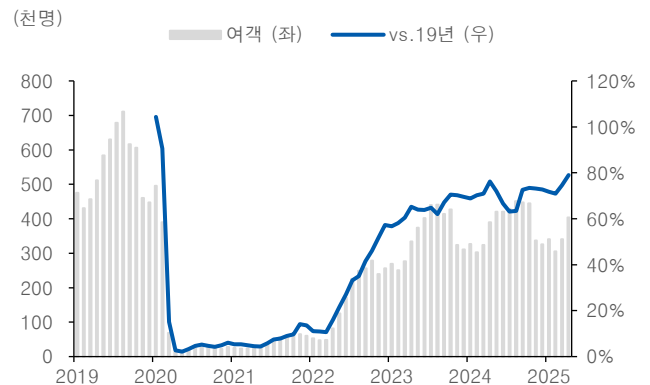
다만, 향후 지정학적 리스크 완화로 러시아 영공 통과가 재개될 경우, 항공사들의 유럽 노선 공급 확대가 가능해지고, 이와 함께 수요도 동반 회복될 가능성이 있을 것으로 예상된다. 대한항공-아시아나항공 합병에 따른 공정위 시정조치로 티웨이항공의 유럽 노선 진출이 본격화되고 있어, 점진적으로 유럽 노선 공급 증가와 수요 기반 확대에 기여할 것으로 기대한다.

미주 노선 월별 여객수 및 19년 동월 대비 회복률 추이



자료: Airportal, 유안타증권 리서치센터

유럽 노선 월별 여객수 및 19년 동월 대비 회복률 추이



자료: Airportal, 유안타증권 리서치센터

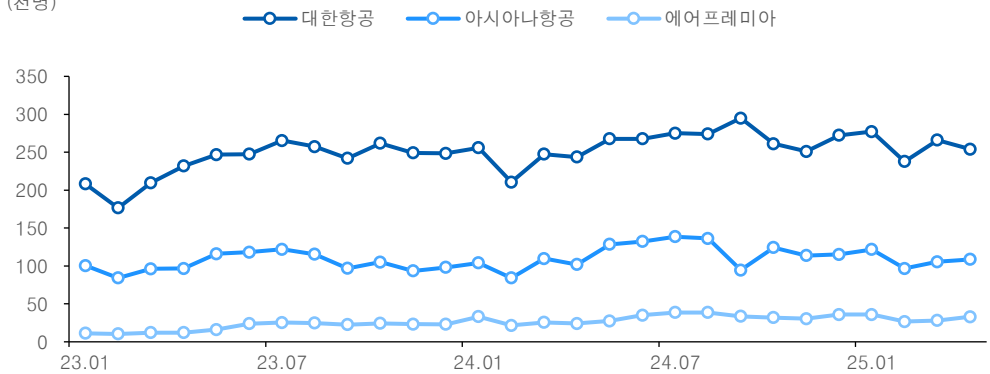
티웨이항공 유럽 노선 취항 현황

노선	신규 취항일	운항 횟수
인천-로마	2024년 8월 8일	주 7회
인천-파리	2024년 8월 28일	주 5회(월/수/금/토/일)
인천-바르셀로나	2024년 9월 11일	주 4회(월/수/금/토)
인천-프랑크푸르트	2024년 10월 3일	주 7회

자료: 언론 종합, 유안타증권 리서치센터

국내 항공사별 미주 노선 여객 수 추이

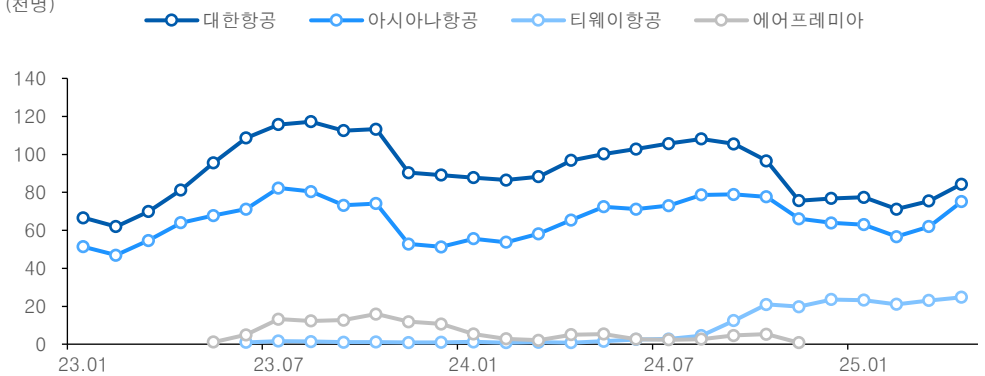
(천명)



자료: Airportal, 유안타증권 리서치센터

국내 항공사별 유럽 노선 여객 수 추이

(천명)



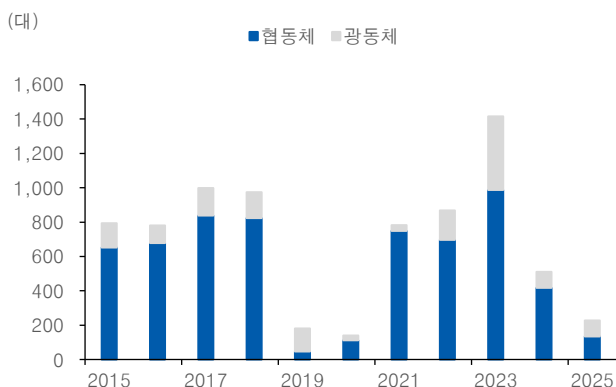
자료: Airportal, 유안타증권 리서치센터

제한적인 항공기 공급 상황

2025년 항공업계는 글로벌 항공기 생산 차질과 관세에 따른 부품 조달 차질이 복합적으로 작용하며, 공급 부족 상태가 지속될 것으로 전망한다. 항공사들이 수요 회복에 맞춰 기재 확충을 추진하고 있음에도 불구하고, 공급 측 제약이 항공사의 여객 공급 확대에 발목을 잡을 것으로 예상된다.

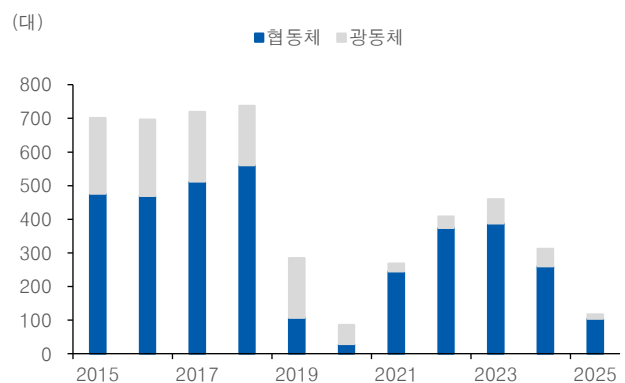
팬데믹 이후 글로벌 항공기 제조사의 생산 정상화가 늦어지고 있다. 특히 Boeing 은 2024년 1월 발생한 알래스카항공 B737 MAX 사고 이후, 미국 연방항공청(FAA)으로부터 생산 확대 중단과 품질 관리 시스템 전면 재검토 지시를 받았고, 여기에 2024년 9월에는 노조 파업까지 발생하면서 생산 차질이 누적되었다. 이로 인해 Boeing 의 2024년 연간 여객기 인도 대수는 전년 대비 32% 감소한 312대를 기록했다. 2025년 1분기에는 YoY +46% 증가한 117대를 인도하면서 공급 여력이 개선되었지만, 수주잔고가 2025년 4월 기준 6,282대에 달하고 있어, 실질적인 항공기 리드타임은 여전히 길게 유지될 것으로 전망한다.

Boeing 연도별 여객기 수주 추이



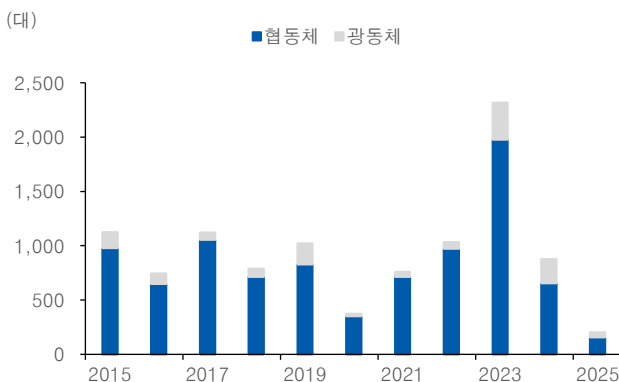
자료: Boeing, 유안타증권 리서치센터

Boeing 연도별 여객기 인도 추이



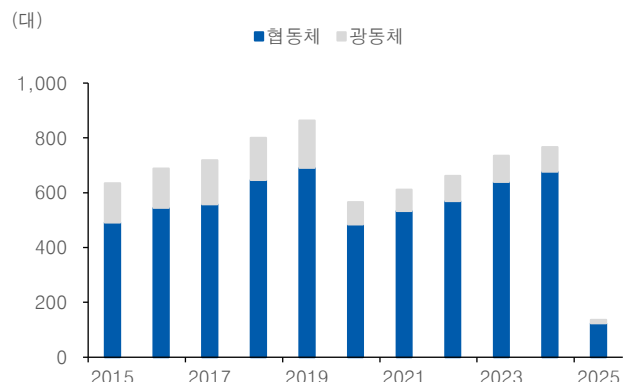
자료: Boeing, 유안타증권 리서치센터

Airbus 연도별 여객기 수주 추이



자료: Airbus, 유안타증권 리서치센터

Airbus 연도별 여객기 인도 추이



자료: Airbus, 유안타증권 리서치센터

한편, 트럼프 행정부의 관세 정책은 항공기 공급망에도 직접적인 영향을 미쳐, 2025년 공급 부족이 지속될 것으로 전망한다. Boeing 과 Airbus 에 항공기 부품을 공급하는 Haumet Aerospace는 대중 관세 충격 시 일부 제품 출하를 중단할 가능성을 고지하였다. 항공기 생산은 특정 부품의 납기 지연만으로도 전체 조립 라인의 정지로 이어질 수 있기 때문에, 부품 공급망 불안은 항공기 인도 차질로 직결될 수 있다.

글로벌 항공기 공급 정상화 지연은 국내 항공사들의 기재 운영 계획에도 직접적인 영향을 미칠 것으로 예상된다. 국토교통부에 따르면, 국내 항공사들은 올해 총 54대의 신규 여객기 도입과 38대의 퇴역을 계획하고 있으나, 항공기 제조사의 인도 지연으로 실제 도입 규모는 계획에 미치지 못할 가능성을 배제할 수 없을 것이다. 특히, B737 기재 의존도가 높은 국내 다수의 LCC 항공사들은 Boeing 인도 차질에 직접적인 영향을 받을 것으로 예상된다. 결과적으로, 2025년에도 항공기 공급 부족이 지속되며, ASK 성장률은 낮은 수준을 유지할 것으로 전망한다.

국내 항공사 여객기 기종별 보유 대수

기종	대한항공	아시아나항공	진에어	제주항공	티웨이항공	에어부산	이스타항공	에어서울	에어프레미아	에어로케이
협동체	A220	10								
	A320					5				7
	A321	15	25			15		6		
	B737	23		27	41	28	15			
광동체	A330	21	14			10				
	A350	2	15							
	A380	7	6							
	B747	8	2							
	B767		1							
	B777	36	9	4		1				
	B787	21							7	
	합계	143	72	31	41	39	20	15	6	7

자료: ATIS, 유안타증권 리서치센터, 주: 2025년 4월말 기준

원화 강세는 항공사 수익성 개선에 긍정적

2025년 하반기 원화 강세가 본격화되면서, 국내 항공업종은 수요 회복과 비용 절감, 재무구조 개선 측면에서 동시에 우호적인 환경으로 진입할 것으로 전망한다.

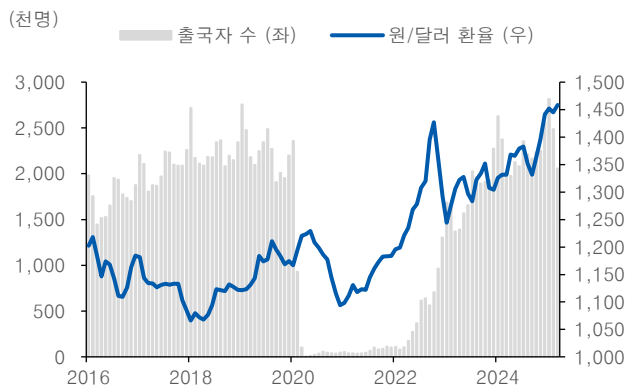
우선 수요 측면에서는, 원화 강세가 해외여행의 원화 환산 비용을 낮춰 한국인의 해외여행 수요를 자극하는 요인으로 작용할 것이다. 항공권, 숙박비, 식비 등 해외여행과 관련된 지출이 상대적으로 저렴해지기 때문이다.

비용 측면에서는, 원화 강세가 항공사의 수익성 개선에 직접적인 기여를 할 것으로 전망한다. 항공사의 주요 영업비용인 유류비는 달러로 결제되며, 공항관련비, 정비비 등도 일부 외화에 노출되어 있다. 특히 유류비는 전체 영업비용 중 약 30~35%를 차지할 정도로 수익성이 미치는 영향이 가장 크다.

환율 민감도를 단순 추정할 경우, 대한항공의 2024년 기준 별도 영업비용 14조원 가운데, 원/달러 환율이 50원 하락 시 연간 최소 1,682억원의 영업비용 절감 효과가 발생하는 것으로 추산된다. 이는 유류비 변동분만 반영한 것으로, 공항관련비, 정비비 등 기타 외화 노출 항목까지 감안할 경우 실제 비용 절감 효과는 더 클 가능성이 높다. 따라서 2025년 하반기 원화 강세 기조가 유지될 경우, 국내 항공사의 수익성 개선이 더욱 뚜렷할 것으로 기대한다.

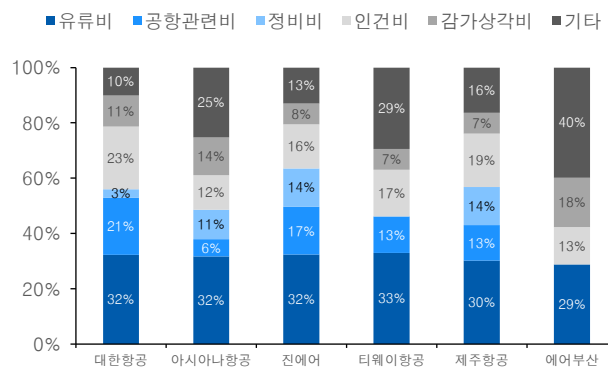
또한 항공사는 항공기 리스 및 도입 관련 자금 조달 과정에서 상당한 규모의 외화부채를 보유하고 있기에, 원화 강세 시 이러한 외화부채의 평가 금액이 감소하면서 외화환산손실 축소 → 당기순이익 개선으로 이어질 것으로 기대한다.

원/달러 환율 및 한국인 출국자 수 추이



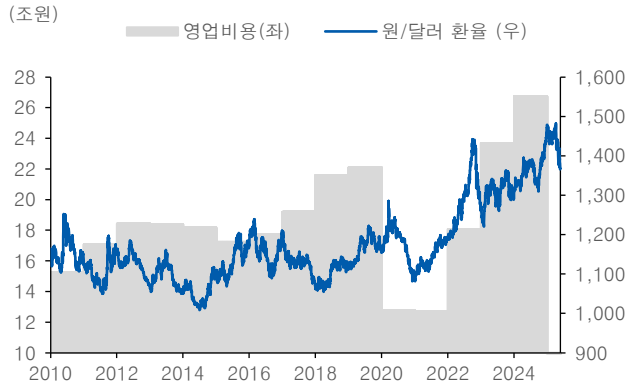
자료: 한국관광공사, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

국내 항공사 2024년 연간 영업비용 항목별 비중



자료: 각 사, Dart, 유안타증권 리서치센터

국내 항공사 합산 영업비용 및 원달러 환율 추이



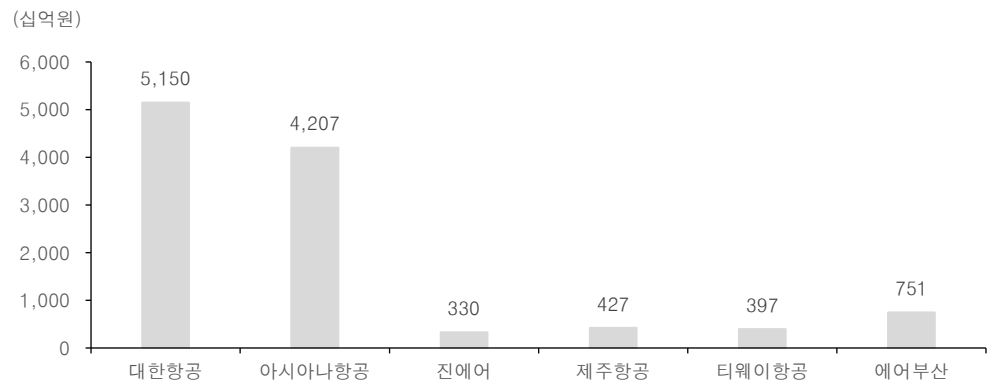
자료: Quantiwise, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

국내 항공사 합산 시가총액 및 원/달러 환율 추이



자료: Quantiwise, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

국내 항공사별 2024년 말 외화 순부채 규모



자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

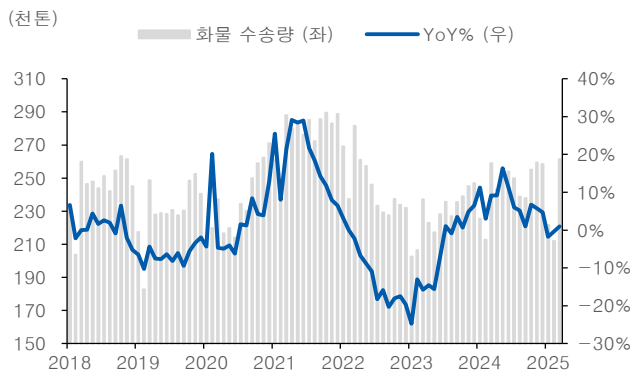
항공 화물: 변동성 확대 국면

2025년 항공 화물 시장은 미중 갈등과 관세 정책 변화에 직접적으로 영향을 받으며 수요 및 운임 변동성이 확대되고 있다. 특히 소액 면세 제도(De Minimis) 폐지와 관세 조치로 항공화물 수요 둔화가 불가피할 것으로 전망한다.

2024년은 알리익스프레스, 태무 등 중국 전자상거래 업체들의 공격적인 수출 확대에 힘입어 항공 화물 시장이 반등에 성공한 한 해였다. 인천공항 연간 수출입 항공 화물 물동량은 전년 대비 7.4% 증가한 295만톤을 기록하면서, 팬데믹 이후 2022~2023년 정상화 시기 항공운송 수요 감소에 따른 역성장 흐름에서 벗어났다.

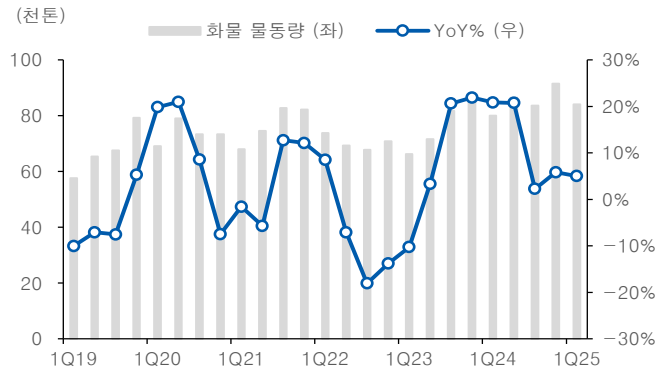
중국발 물동량이 전체 항공 화물 반등을 견인했다. 2024년 연간 중국 출발 → 인천 도착 항공 화물 물동량은 전년 대비 11.6% 증가한 34만 톤을 기록했다. 이는 한국의 중국발 전자상거래 상품에 대한 직구 수요 증가가 인천공항 항공 화물 수입 물동량 성장에 기여한 것으로 추정된다. 통계청에 따르면, 2024년 온라인 쇼핑 해외직접구매액은 전년 대비 19% 증가한 8조원을 기록했는데, 이 중 중국발 비중이 절반 이상을 차지했다.

인천공항 항공 화물 물동량 및 YoY% 추이



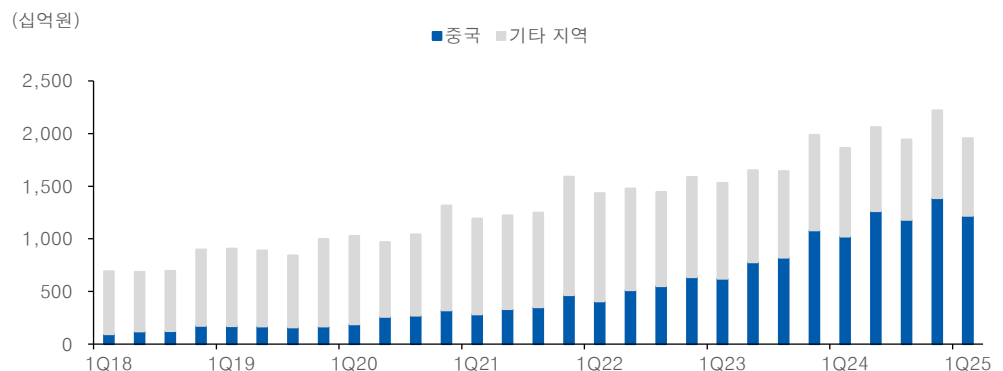
자료: 인천국제공항공사, 유안타증권 리서치센터

중국 출발 → 인천 도착 항공 화물 물동량 및 YoY% 추이



자료: 인천국제공항공사, 유안타증권 리서치센터

지역별 온라인 쇼핑 해외직접구매액 추이

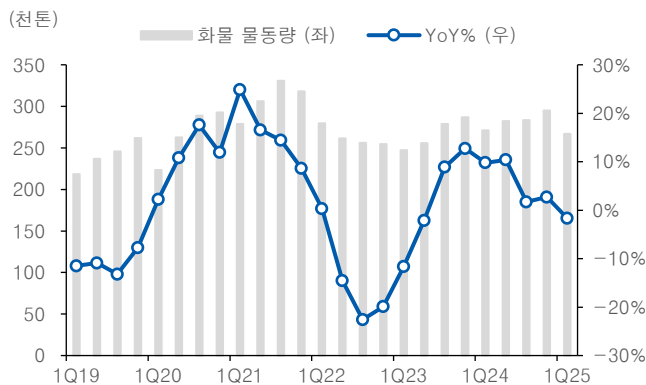


자료: 통계청, 유안타증권 리서치센터

환적화물도 성장세를 보였다. 2024년 연간 대한항공, 아시아나항공 합산 환적화물 물동량은 전년 대비 6% 증가한 113만톤을 기록했다. 미국과 중국의 갈등이 지속되면서 양국 간 직항 노선 공급이 제한적인 가운데, 중국 → 한국 → 미국으로 이어지는 간접 노선이 대안으로 부상하면서 환적화물 수송 실적이 증가한 것으로 판단한다.

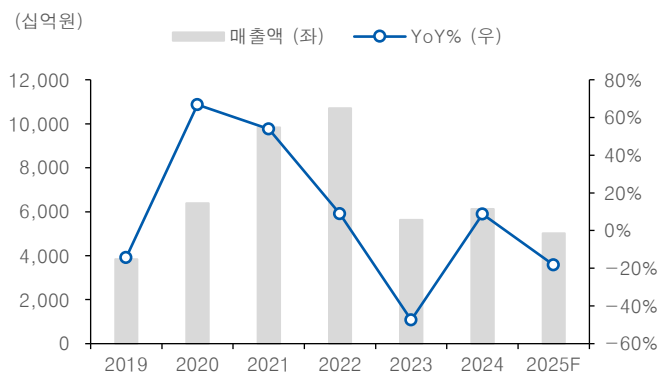
이러한 수요 환경 속에서, 2024년 대한항공과 아시아나항공의 화물 부문 매출은 각각 4.4조원 (YoY+9.5%), 1.7조원(YoY +7.0%)을 기록하며 실적 반등에 성공했다.

대한항공, 아시아나항공 합산 환적화물 물동량 및 YoY% 추이



자료: 인천국제공항공사, 유안타증권 리서치센터

대한항공, 아시아나항공 합산 화물 실적 추이 및 전망

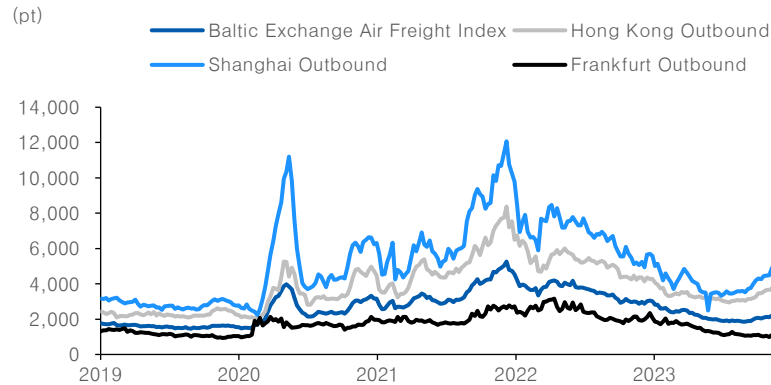


자료: 대한항공, 아시아나항공, 유안타증권 리서치센터

그러나, 2025년 들어 항공화물 시장 환경이 급변하고 있다. 트럼프 행정부는 4월 De Minimis 제도를 폐지하고, 중국·홍콩발 소액 화물에 대해 120%의 고율 관세를 부과하기로 결정했다. 소액 면세 제도는 해외에서 수입되는 800달러 이하의 물품에 대해 관세를 면제해주는 제도로, 중국 전자상거래 기업들은 이를 활용해 저가 상품을 중심으로 미국 시장을 공략해왔다. 최근 미국이 중국발 소액 소포에 대한 관세를 120%에서 54%로 인하하기로 결정했으나, 소포당 100달러의 고정 세액은 유지되면서 관세 부담은 여전히 높은 수준이다.

미국의 중국발 소액 소포 관세 정책에 따른 항공화물 물동량 감소가 불가피할 것으로 전망한다. 미국 관세국경보호청(CBP)에 따르면, 2024년 미국 세관이 처리한 전체 소액 소포 14억건 중 약 60%가 중국발이었다. 이번 관세 조치로 인해 중국발 전자상거래 상품의 가격 경쟁력이 약화되며, 미국 내 직구 수요 둔화 → 항공화물 물동량 감소로 이어질 것으로 전망한다. 실제로 BAI 항공화물 운임 지수는 관세 부과 직전 일시적인 운송 수요 집중으로 반등했으나, 이후 다시 조정을 거치며 5월 19일 기준 YTD -17%를 기록했다.

BAI 항공 화물 운임 지수

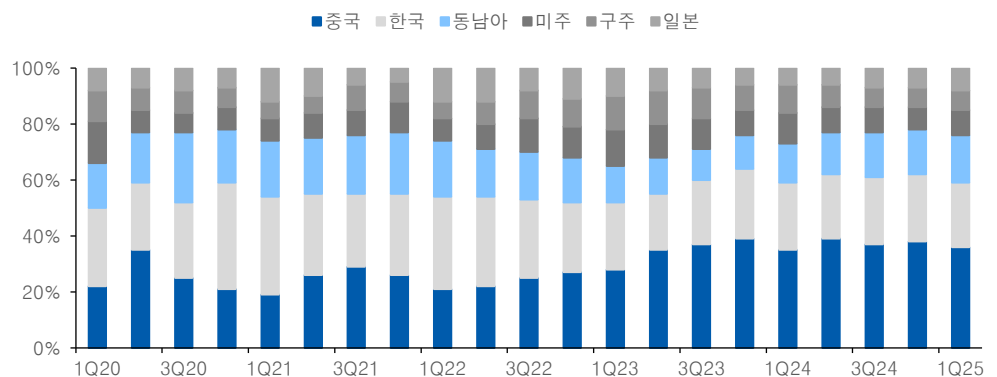


자료: TAC Index, 유안타증권 리서치센터

이러한 관세 조치는 국내 항공사에도 부정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다. 대한항공의 2025년 1분기 별도 기준 중국발 화물 매출 비중은 전체 항공 화물 매출의 36%를 차지했다. 이처럼 높은 중국 익스포저를 감안하면, 중국발 수요 위축이 화물 부문 운임 하락으로 이어지며, 실적에 부정적인 영향을 미칠 가능성을 배제할 수 없을 것으로 전망한다.

다만, 단기적인 완충 요인도 존재한다. 최근 미중 간 고율 관세 부과가 90일 유예되면서, 재고 확충 수요와 미주 노선 컨테이너 선박 부족 현상이 동시에 발생했다. 이에 따라 미주향 특송 화물을 중심으로 항공 대체 수요가 관세 유예 기간 중 증가할 것으로 예상된다. 이는 중국발 수요 둔화에 따른 국내 항공사 화물 부문 실적의 하방 압력을 일정 부분 완화시키는 요인으로 작용할 수 있을 것으로 판단한다.

대한항공 항공 화물 판매 지역별 매출 비중 추이



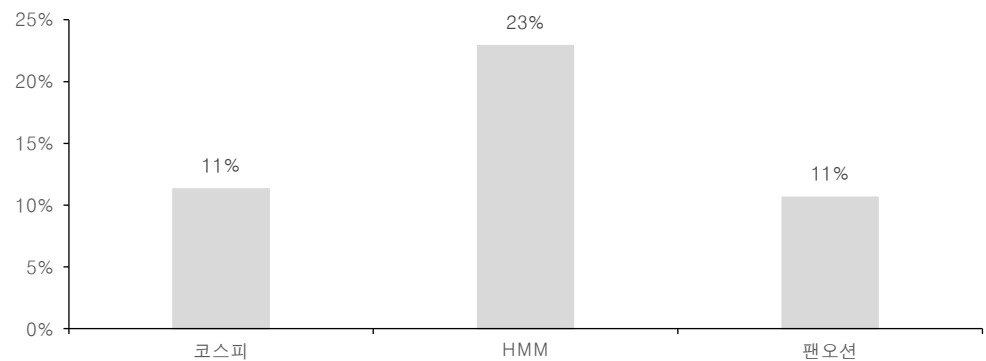
자료: 대한항공, 유안타증권 리서치센터

해운: 공급을 하회하는 수요 증감률

해운업종 투자의견 Neutral 제시

2025년 상반기 해운업종은 시장을 대체로 Outperform하는 흐름을 보였다. 5월 23일 기준 HMM과 팬오션의 YTD 수익률은 각각 +23%, +11%로, KOSPI 수익률(+11%) 대비 상회하거나 비슷한 모습을 보였다. 이는 1) 미중 무역 갈등 완화에 따른 컨테이너 물동량 회복 기대, 2) USTR 입항수수료 부과 정책에 따른 한국 선사 수혜 가능성 등 단기 모멘텀이 복합적으로 작용한 결과로 판단한다.

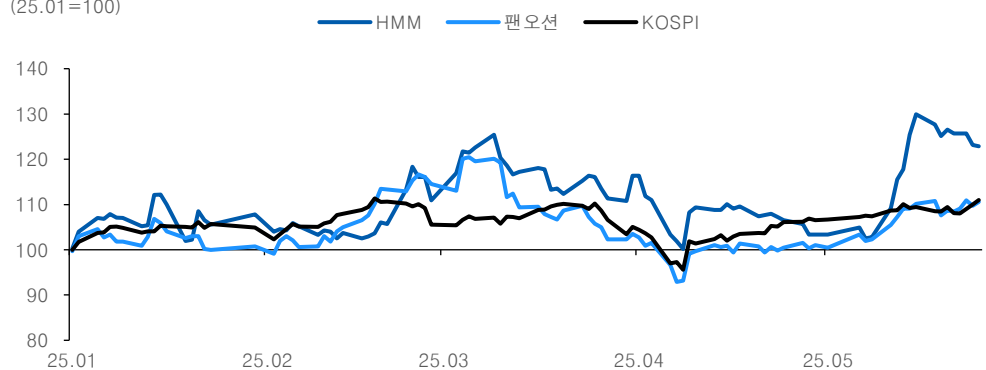
2025년 코스피 및 해운 업종 주요 기업 YTD 수익률



자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

HMM, 팬오션 및 KOSPI 상대주가 추이

(25.01=100)



자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

그러나, 당사는 2025년 하반기 해운업종에 대한 투자 의견을 Neutral로 제시한다. 상반기 주가 상승은 단기 요인에 의한 움직임이 강했으며, 실질적인 업황 개선으로 이어지기에는 다소 한계가 존재하기 때문이다.

현재 업종 전반에 걸친 3가지 주요 이슈에 대한 실질적인 파급력은 제한적일 것으로 판단한다.

1) **미국 관세정책**: 벌크 해운에는 영향이 제한적인 반면, 컨테이너 해운은 단기 운임 반등 이후 장기적인 하락 추세로 전환될 것으로 전망한다. 2) **USTR 입항 수수료 부과**: 벌크 해운에 미치는 영향은 미미하나, 컨테이너 해운은 중국계 선사의 대응 전략에 따라 결과가 상이할 수 있어 불확실성이 크다는 판단이다. 3) **IMO 환경 규제 강화**: 벌크와 컨테이너 공통으로 노후선박 폐선 유인을 제공하나, 본격 시행 시점이 2028년이라는 점에서 2025~2026년 공급 축소 효과는 제한적일 것으로 예상한다.

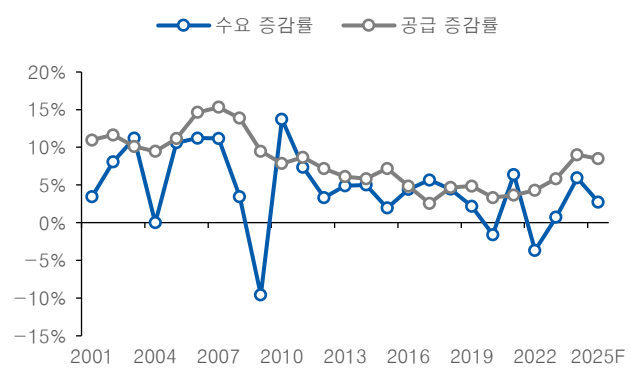
결론적으로, 업종 의견 중립을 제시하는 이유는 수급에 있다. 2025년에는 벌크, 컨테이너 해운 모두 공급 증가율(선복량)이 수요 증가율(물동량)을 상회할 것으로 예상하며, 이에 BDI, SCFI 운임 지수는 하방 압력을 받을 가능성이 높을 것으로 판단한다. 따라서, 구조적인 공급 부담이 큰 현 시점에서는 업종 전체에 대한 보수적인 접근이 필요하며, 장기계약 기반의 안정적인 수익 구조를 보유한 기업에 대해서는 선별적인 접근 전략이 유효하다는 판단이다.

벌크 수요 증감률 및 공급 증감률 추이 및 전망



자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

컨테이너 수요 증감률 및 공급 증감률 추이 및 전망



자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

해운업을 둘러싼 이슈 점검

이슈 1. 관세 정책 영향은 선종별로 차별화

2025년 들어 미국 관세 관련 변동성이 확대되고 있다. 이에 따라 해운업 전반에 대한 영향은 선종별로 상이하게 나타날 것으로 전망한다. 벌크 해운은 관세 적용 품목의 비중이 낮고, 주요 국 간 교역 구조 다변화가 이루어지고 있어 관세 정책의 직접적인 영향은 제한적일 것으로 판단한다. 반면, 컨테이너 해운은 단기적으로 재고 축적 수요 확대에 따라 물동량 증가를 기대하나, 중장기적으로는 관세 부담에 따른 수요 위축이 불가피할 것으로 전망한다.

트럼프 2기 행정부 출범 이후, 미국은 2025년 2~4월 동안 중국을 비롯한 주요 교역국에 대해 대규모 관세 인상 조치를 단행했다. 특히, 중국산 수입품에 대해서는 최대 145%까지 관세가 부과되면서 미중 무역 갈등이 심화됐고, 중국 또한 미국산 에너지, 곡물 등에 대한 보복 관세로 대응하면서 해상 물동량에 대한 불확실성이 확대됐다. 이후 양국은 5월 14일부터 90일 간 한시적인 관세 인하에 합의하며 갈등이 일시적으로 완화된 상황이다. 미국은 대중 수입품에 대한 관세를 145% → 30%, 중국은 대미 수입품에 대한 관세를 125% → 10%로 낮췄다.

트럼프 2기 행정부의 관세정책 타임라인

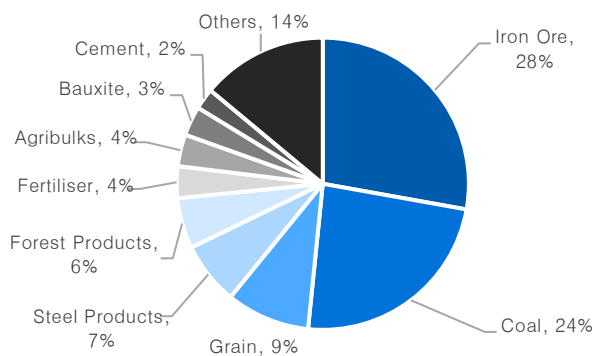
시기	주요 내용
2025-02-01	미국: 캐나다, 멕시코 수입품에 25% 관세 부과 행정명령 서명 미국: 중국산 수입품에 10% 관세 부과 발표
2025-02-03	미국: 캐나다, 멕시코에 대한 관세 30일간 유예
2025-02-04	미국: 중국에 10% 관세 부과
2025-02-10	미국: 철강 및 알루미늄 수입품에 25% 관세 부과 예고 중국: 미국산 석탄, LNG, 기계 등에 10~15% 보복 관세 부과
2025-03-04	미국: 캐나다, 멕시코에 25% 관세 적용 시작 미국: 중국산 수입품에 대한 관세를 10% → 20%로 인상 중국: 미국산 육류, 곡물, 유제품 등 품목에 10~15% 보복 관세 부과
2025-03-12	미국: 글로벌 철강 및 알루미늄 제품에 대한 25% 관세 시행
2025-03-26	미국: 외국산 자동차 및 주요 자동차 부품에 4월 3일부터 25% 관세 부과 발표
2025-04-02	미국: 전세계 모든 국가 대상으로 수입품에 대한 10% 보편 관세 부과 발표
2025-04-03	미국: 모든 수입 자동차에 25% 관세 발효
2025-04-04	중국: 미국산 전 품목에 34% 관세 부과 발표
2025-04-05	미국: 전세계 모든 국가 대상 보편 관세 10% 발효
2025-04-08	미국: 중국산 전 품목에 104% 관세 부과
2025-04-09	중국: 미국산 전 품목에 84% 관세 부과
2025-04-09	미국: 중국산 전 품목에 145% 관세 부과, 기타 국가 상호관세 90일 유예
2025-04-11	중국: 미국산 전 품목에 125% 관세 부과
2025-05-14	미국: 중국에 대한 관세를 145% → 30%로 인하 중국: 미국에 대한 관세를 125% → 10%로 인하

자료: 언론 종합, 유안타증권 리서치센터

벌크 해운은 관세 정책 변화에 따른 영향이 제한적일 것으로 전망한다. 글로벌 벌크 화물은 철광석, 석탄, 곡물 중심이며, 주요 수출국은 호주, 브라질, 인도네시아, 주요 수입국은 중국이다. 미국은 벌크 화물 교역에서 차지하는 비중이 낮아, 관세 정책 변화에 따른 영향력이 크지 않다. 실제로, 2024년 기준 미국의 3대 벌크 화물(철광석, 석탄, 곡물) 수입량은 전체 물동량의 0.1% 수준에 불과했다.

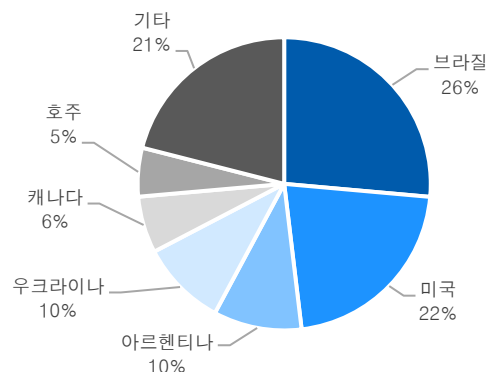
곡물 중에서는 일부 영향을 받고 있는 품목도 존재한다. 대표적으로, 중국의 미국산 대두 수입은 고율 관세 부과로 인해 축소되고 있으며, 중국은 이를 브라질, 아르헨티나 등으로부터의 대체 수입을 통해 대응하고 있다. BIMCO에 따르면, 2025년 1~4월 브라질산 곡물 출하량은 중국 항 수요 증가에 힘입어 전년 동기 대비 9% 증가한 것으로 나타났다. 이처럼 기존 미국발 대비 항해 거리가 훨씬 긴 남미발 대체 수입은 톤마일 수요 측면에서 일부 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다.

글로벌 벌크 화종별 물동량 비중



자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

2024년 기준 곡물 수출국 비중



자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

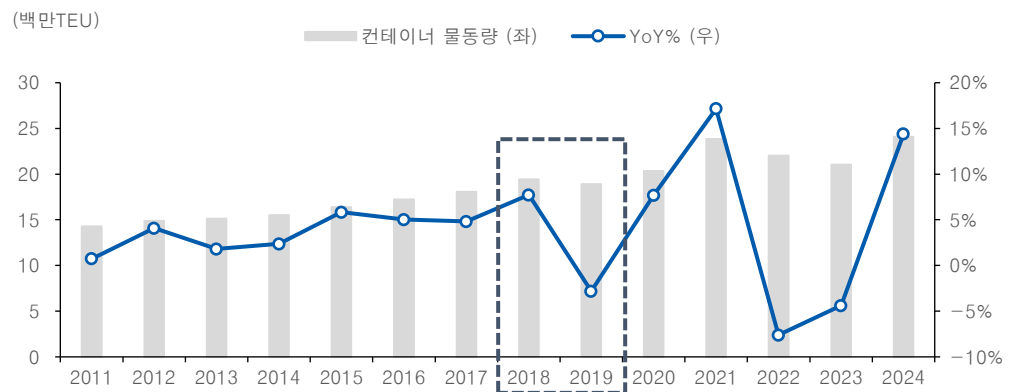
반면, 컨테이너 해운은 관세 유예 조치에 따라 단기적인 반등 모멘텀을 기대할 수 있을 것으로 전망한다. Clarksons에 따르면, 미중 무역 갈등이 최고조에 달했던 4월, 중국의 대미 수출은 전년 동기 대비 20% 감소했고, 아시아-미주 항로의 물동량도 20~30% 감소했다. 그간 축적된 이 연 수요가 존재하는 상황에서, 90일의 유예 기간 동안 미국 내 수입업체들의 선제적인 재고 확보 수요가 집중되며 물동량은 단기 반등할 가능성이 높을 것이다.

한편, 미중 무역 갈등 장기화로 인해 글로벌 선사들은 이미 미주 노선에서 타 노선으로 선박을 전환한 상태이다. 운항 일정을 원상 복귀하는 데 2~3개월이 소요되는 만큼, 단기적인 수요 급증과 공급 공백이 맞물려 컨테이너 운임은 급등세를 보이고 있다. 실제로, 미중 관세 유예 합의 직후 발표된 SCFI 미주 서안, 동안 노선 운임은 각각 전주 대비 32%, 22% 폭등하면서, 전체 컨테이너 운임 상승을 견인했다.

다만, 이러한 흐름은 단기적 반등에 그칠 것으로 예상된다. 유예 기간에도 미국의 대중국 관세율은 여전히 30% 수준으로, 주요국 관세율 10% 대비 높은 수준이기 때문이다. 미국과 중국 사이에 추가적인 무역협상 진전 없이 유예 기간이 종료된다면, 수입업체들의 관세 부담 재확대와 함께 다시금 물동량 둔화 국면에 진입할 것으로 예상된다. 2018~2019년 트럼프 1기 당시에도 관세 조치가 시행되면서, 2019년 아시아-미주 항로 연간 컨테이너 물동량이 역성장을 기록한 바 있다.

또한, 후술할 컨테이너선 공급 과잉 이슈를 감안할 때, 단기적인 운임 반등에도 불구하고, 중장기적 관점에서 SCFI 운임은 하향 안정화 국면에 접어들 가능성도 배제할 수 없을 것으로 판단한다.

아시아 → 미주 컨테이너 물동량 및 YoY% 추이



자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

이슈 2. 입항 수수료 부과 방안 최종 확정

미국 무역대표부(United States Trade Representative, 이하 USTR)의 중국 국적 선사 및 중국산 선박 운용 선사 대상 입항수수료 부과 방안이 최종 확정되었다. 미주 항로 중심으로 중국 선사의 비용 부담이 급증할 것으로 예상하며, 글로벌 선사들의 선박 교체 및 항로 재조정이 불가피할 것으로 예상된다. 향후 중국 선사의 대응 전략에 따라 한국 선사를 포함한 非중국계 선사의 미주 항로 점유율 확대가 가능할 것으로 기대한다.

USTR은 2024년 4월, 무역법 301조에 근거해 중국 해운, 조선, 물류업에 대한 조사를 개시했다. 이후 2025년 1월 발표된 조사 결과에서, USTR은 중국 정부의 재정 지원, 외국 기업에 대한 장벽 등 관행이 공정 경쟁을 저해한다고 판단했다.

그동안 수렴한 공개의견과 공청회 결과 등을 바탕으로, USTR은 2025년 4월 17일 중국 조선업, 해운업을 규제하는 입항수수료 부과 방안을 최종 발표했다. 이번 조치의 핵심은 1) 중국 선주·선사에 대한 수수료 부과, 2) 중국산 선박을 운용하는 선사에 대한 수수료 부과, 3) 외국산 자동차운반선에 대한 수수료 부과 등으로 요약된다. 특히 중국산 선박의 운용 여부가 수수료 부과 기준에 포함됨에 따라, 글로벌 선사들의 운항 전략에 구조적인 변화가 불가피해졌다.

USTR의 입항수수료 부과 최종안

대상	내용	수수료 부과 예외 사항
중국 선주·선사	중국 선주·선사가 미국 항구에 처음 입항할 때, 선박의 Net ton 을 기준으로 수수료 부과 - 2025년 10월 14일부터: Net Ton 당 50달러 - 2026년 4월 17일부터: Net Ton 당 80달러 - 2027년 4월 17일부터: Net Ton 당 110달러 - 2028년 4월 17일부터: Net Ton 당 140달러	-
중국산 선박 운용 선사	중국산 선박이 미국 항구에 처음 입항할 때, 선박의 Net ton 기준 수수료와, 컨테이너 수 기준 수수료를 비교하여, 더 높은 수수료 부과 - 2025년 10월 14일부터: Net Ton 당 18달러 or 컨테이너당 120달러 - 2026년 4월 17일부터: Net Ton 당 23달러 or 컨테이너당 153달러 - 2027년 4월 17일부터: Net Ton 당 28달러 or 컨테이너당 195달러 - 2028년 4월 17일부터: Net Ton 당 33달러 or 컨테이너당 250달러	수수료 면제 대상 주요 선박 - 재화를 실지 않은 선박 - 4,000TEU 선박, 55,000DWT 미만 선박, 80,000DWT 미만의 벌크선 선박 - 미국 항구로부터 2,000해리 미만 단거리 운항한 선박 - 수수료 부과 대상 선박과 동일하거나, 규모가 더 큰 미국산 선박을 발주하고, 인도받은 경우 최대 3년간 수수료 유예
외국산 자동차 운반선	외국산 자동차 운반선이 미국 항구에 처음 입항할 때, 선박의 Car Equivalent Unit(CEU) 기준으로 수수료 부과 - 2025년 10월 14일부터: CEU 당 150달러	수수료 면제 대상 주요 선박 - 수수료 부과 대상 선박과 동일하거나, 규모가 더 큰 미국산 선박을 발주하고, 인도받은 경우 최대 3년간 수수료 유예

자료: USTR, Clarksons, 유안타증권 리서치센터

이는 USTR이 2025년 2월 21일에 발표했던 부과 방안 대비 기준이 대폭 완화되었다. 2월 부과 방안에 따르면, 선사가 중국산 선박을 보유하거나, 중국 조선소에 발주하지만 해도 선박의 크기와 상관없이 미국 항구에 입항할 때마다 매회 50~150만달러의 수수료가 부과될 예정이었다. 반면, 최종안에서는 중국산 선박 발주 기준이 사라졌고, 선박이 미국의 복수 항만에 기항 시에도 1항차당 1회에 한해서 ①선박 크기, ②하역 컨테이너 수(TEU), ③승용차 환산단위(CEU)에 따라 수수료가 부과된다. 연간 부과 횟수는 선박당 최대 5회로 제한된다. 2025년 10월 14일부터 정식 시행될 예정이다.

입항수수료 관련 2월 부과안과 4월 최종안 주요 내용 비교

		2월 부과안	4월 최종안
부과 대상		컨테이너선, 벌크선, 유조선, 자동차운반선 등	동일
수수료	중국 선주·선사	정액 방식	정률 방식
	중국산 선박 운용 선사		2028년까지 단계적으로 인상
	중국 조선소에 발주한 선사		없음
부과 기준		없음	항차당 1회 동일 선박당 연간 최대 5회
면제 대상		없음	재화를 싣지 않은 선박, 소형 선박, 단거리 운항 선박 등

자료: USTR, 한국해양진흥공사, 유안타증권 리서치센터

벌크 해운은 USTR의 입항수수료 부과 조치에 따른 영향이 제한적일 것으로 판단한다. 상술했듯이 미국은 글로벌 벌크 화물의 주요 수입국이 아니다. 수출 측면에서도, 미국산 곡물과 석탄은 Panamax급(60,000~80,000 DWT) 또는 그 이하의 Handysize급 선박으로 운송되는 경우가 많아, 입항수수료가 면제되는 80,000 DWT 이하 선박 기준에 부합한다. 이에 따라 중국산 선박을 운용하는 일부 선사가 미국에 입항하더라도 제재 대상에서 제외될 가능성이 높을 것으로 예상된다.

컨테이너 해운은 중국 국적 선사를 중심으로 미주 항로의 운영 부담이 크게 증가할 것으로 예상된다. 예를 들어, 중국 선사 소속 13,830 TEU급 컨테이너선(약 86,784 Net Ton)이 미국 항만에 입항할 경우, 선박 1척당 총 430만달러에 달하는 입항수수료가 부과된다. 이를 5월 16일자 SCFI 미주 서안 노선 운임(3,091달러/FEU, 약 1,546달러/TEU)과 70%의 화물 적재율을 가정하면, 총 수익은 약 1,496만달러로 추산된다. 입항수수료가 총 수익의 약 29%를 차지하는 것으로, 중국 선사의 운송 수익성이 크게 저하될 것이다.

이러한 비용 부담에 대응하기 위해, 중국 선사의 전략은 크게 두 가지 시나리오로 나뉘는 것으로 예상된다. 첫째, 10월 14일 입항수수료 최종 부과안 시행 전 미국 노선 대신 동남아, 유럽 등 다른 노선으로 선박을 재배치하는 것이다. 이 경우, 미주 항로에서 중국 선사의 점유율 공백이 발생할 수 있으며, 한국 선사 포함 非중국계 선사의 시장 점유율 확대 기회로 이어질 것으로 예상된다. 참고로, 2025년 3월 기준 미주 항로에서 중국 선사 COSCO의 점유율은 가장 높은 17%를 기록했다.

둘째, 중국 선사가 자체 선박을 운영하는 대신 얼라이언스를 활용해 선복을 확보하는 방식도 고려될 수 있다. 현재 COSCO는 오션 얼라이언스(Ocean Alliance)에 속해 있으며, 동맹 내 CMA CGM, Evergreen 등의 非중국산 선박을 보유한 선사로부터 선복을 공유 받을 시, 여전히 미주 항로에서 간접적인 화물 운송이 가능하다. 이 경우, 중국계 선사의 물량 이탈은 제한적일 것으로 전망한다.

결과적으로, 중국 선사의 대응 전략과 얼라이언스 내 협조 여부에 따라 컨테이너 해운업에 미치는 파급력이 달라질 것으로 예상하며, 향후 글로벌 선사들의 움직임에 주목할 필요가 있다고 판단한다.

중국 컨테이너 선사 대상 입항수수료 부과 시나리오

	수수료(달러/Net Ton)	수수료 총 부과액(백만달러)	운항 수익(백만달러)	수익 대비 수수료 비중
2025년 10월 14일	50	4.3	15.0	29%
2026년 04월 17일	80	6.9	15.0	46%
2027년 04월 17일	110	9.5	15.0	64%
2028년 04월 17일	130	11.3	15.0	75%

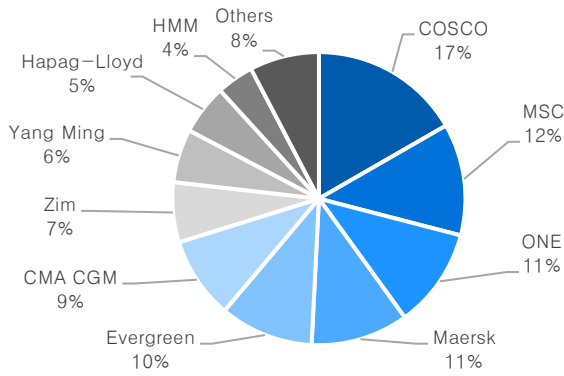
자료: USTR, 유안타증권 리서치센터 추정

중국산 컨테이너 선박 운송 선사 대상 입항수수료 부과 시나리오

	수수료(달러/Net Ton)	수수료(달러/TEU)	수수료 총 부과액(백만달러)	운항 수익(백만달러)	수익 대비 수수료 비중
2025년 10월 14일	18	120	1.6	15.0	10%
2026년 04월 17일	23	153	2.0	15.0	13%
2027년 04월 17일	28	195	2.4	15.0	16%
2028년 04월 17일	33	250	2.9	15.0	19%

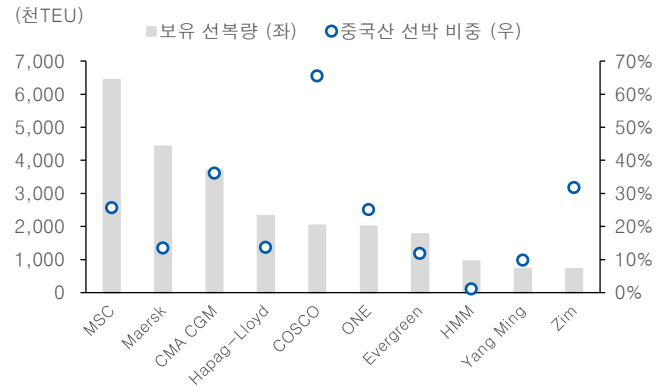
자료: USTR, 유안타증권 리서치센터 추정

아시아 → 미주 노선 컨테이너 선사별 시장 점유율



자료: Alphaliner, 유안타증권 리서치센터

글로벌 Top 10 컨테이너 선사들의 중국산 선박 보유 비중



자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

이슈 3. 환경규제 강화로 노후 선박 퇴출 가속화

국제해사기구(International Maritime Organization, 이하 IMO)의 환경 규제 강화는 글로벌 해운업 전반에 걸쳐 노후 선박의 경제성을 악화시켜 조기 퇴출을 가속화하며, 중장기적으로 해운업 공급 과잉 해소 요인으로 작용할 것으로 전망한다.

기후위기 극복을 위한 온실가스 감축이 국제적인 과제로 부상하는 가운데, IMO가 해운 부분의 중심이 되어 글로벌 조선사 및 해운사의 온실가스 감축 대책 마련을 주도하고 있다.

IMO는 선박의 에너지 효율성을 사전적으로 관리하기 위해 에너지효율설계지수(EEDI)와 에너지 효율지수(EEXI)를 도입하여, 선박의 제원(기관출력, 중량톤수 등)을 기반으로 이산화탄소 배출량을 산출하고 이를 규제하고 있다. EEDI는 2013년 1월 이후 건조되는 400 GT 이상 선박에 적용되며, Phase 1부터 Phase 3까지 단계적으로 탄소배출 감축 목표를 강화해왔다. 이후 2023년에는 기존 선박까지 규제 대상을 확대한 EEXI 제도가 시행되며, 환경규제 범위가 대폭 확대됐다.

이어 2023년에는 운항 단계에서의 탄소 감축을 유도하기 위해 탄소집약도지수(CII)를 도입했다. CII는 5,000 GT 이상 선박을 대상으로 운항 정보를 기반으로 연간 이산화탄소 배출 효율을 등급(A~E)으로 평가한다. 3년 연속 D등급 또는 1년 이상 E등급을 부여받은 선박은 에너지효율개선계획(Ship Energy Efficiency Management Plan, SEEMP)을 수립하고, 계획의 타당성을 선박 검사기관으로부터 승인받기 전까지 운항이 제한된다.

CII 규제 달성을 위해서는 2019년 기준선 대비 2023년 5%의 감축률을 보여야 하고, 매년 규제 기준이 강화되며, 2030년에는 21.5%의 감축률을 달성해야 한다.

IMO 환경규제 주요 타임라인

시기	주요 내용
2013년	에너지효율설계지수(EEDI) Phase 1 시행 (2008년 대비 탄소배출량 10% 저감)
2020년	EEDI Phase 2 시행 (2008년 대비 탄소배출량 20% 저감)
2020년	SOx 규제 강화, 전 세계 모든 해역에서 선박연료유 황 함유량 상한 0.5% 적용 개시
2021년	현존선박에너지효율지수(EEXI), 탄소집약도지수(CII) 채택
2023년	EEXI Phase 2 시행 (2008년 대비 탄소배출량 20% 저감) CII 데이터 수집 시작. SEEMP에 명시된 이행계획 시행 온실가스 배출 Net-Zero 시점 2100년에서 2050년으로 강화
2025년	EEXI Phase 3 시행 (2008년 대비 탄소배출량 30% 저감)
2028년	GFI 데이터 산정 및 보고의무 시작
2030년	IMO 온실가스 배출량 최소 20%, 목표 30% 감축
2040년	IMO 온실가스 배출량 최소 70%, 목표 80% 감축
2050년	IMO 온실가스 배출 Net-Zero 달성

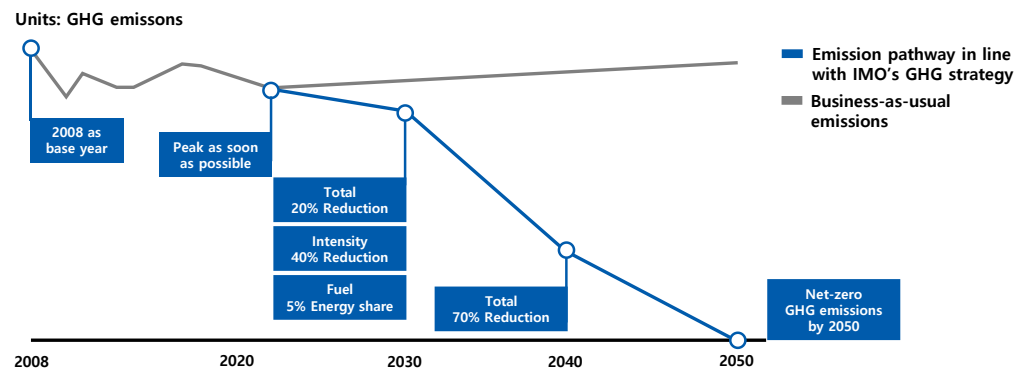
자료: IMO, 언론 종합, 유안타증권 리서치센터

IMO 주요 규제 비교

구분	기술적 규제		운항적 규제
	EEDI (Energy Efficiency Design Index)	EEXI (Energy Efficiency eXisting ship Index)	CII (Carbon Intensity Index)
도입시기	2013.01.01~	2023.01.01~	2023.01.01~
산출방식	단위 톤마일 이동 시 탄소배출량을 이론적으로 산출		IMO DCS 를 통해 측정한 연료 소모량을 토대로 실제 탄소 배출량을 측정하여 등급 산정
적용대상	신조선 400GT 이상	신조선+기존선박 400GT 이상	신조선+기존선박 5,000GT 이상

자료: IMO, PwC, 유안타증권 리서치센터

IMO의 온실가스(GHG) 배출 목표치

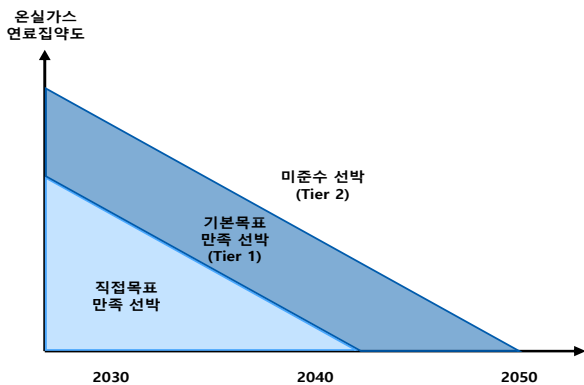


자료: DNV

해운업에 대한 환경 규제 강도가 점차 높아지는 가운데, 2025년 4월 IMO 산하 해양환경보호위원회(Marine Environment Protection Committee, 이하 MEPC)의 83차 회의에서는 국제해운의 온실가스 저감을 위한 중기조치(Mid-term measures) 이행 관련 MAROPL Annex VI 개정안이 승인되었다. 이에 따라 글로벌 항해를 수행하는 5,000 GT 이상 모든 선박은 2028년 1월부터 온실가스 연료집약도(GFI) 데이터를 의무적으로 수집 및 보고해야 하며, 목표 기준을 충족하지 못하는 선박에 대해서는 배출량에 비례하는 탄소세가 부과될 예정이다.

온실가스 연료집약도 목표는 기본목표(Base Target)와 직접목표(Direct Compliance Target) 두 가지로 구분된다. 직접목표를 만족하지 못하는 Tier 1 선박들은 직접목표를 초과하는 배출량 톤당(CO₂eq) 100달러의 탄소세가 부과된다. 기본목표조차 만족하지 못하는 Tier 2 선박들은 온실가스 배출량이 낮은 친환경 선박으로부터 초과유닛(Surplus Units)을 구매하거나, 기본목표를 초과하는 배출량 CO₂eq 톤당 380달러의 추가 탄소세가 부과된다.

온실가스 연료집약도 요건 준수 방안 도식화



자료: 한국선급, 유안타증권 리서치센터

연도별 온실가스 집약도 감축 목표

	기본목표 감축률	직접목표 감축률
2028	4.0%	17.0%
2029	6.0%	19.0%
2030	8.0%	21.0%
2031	12.4%	25.4%
2032	16.8%	29.8%
2033	21.2%	34.2%
2034	25.6%	38.6%
2035	30.0%	43.0%

자료: 한국선급, 유안타증권 리서치센터, 주: 수치는 2008년 평균 집약도 대비 감축률

글로벌 선사들은 노후 선박의 운항 속도를 낮추는 방식으로 환경 규제 강화에 대응해왔다. 선속을 줄이면 연료 소모량과 이산화탄소 배출량을 감소시킬 수 있어, 단기적으로 탄소집약도 규제에 충분히 대응할 수 있기 때문이다.

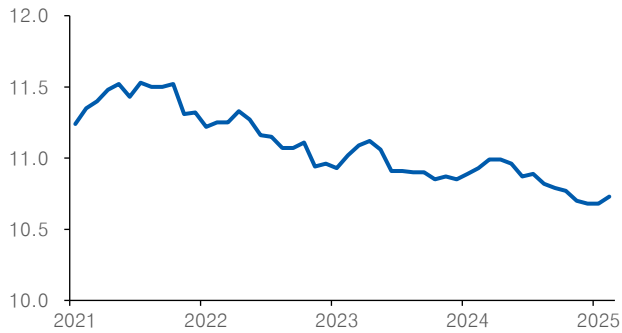
하지만, 운항 속도를 낮추는 방식은 한계가 명확한 것으로 판단한다. 선속 감소는 운항 시간 증가를 의미하고, 이는 선대 회전을 감소로 이어져 운항 수익에 부정적인 영향을 미친다. 또한, IMO의 탄소집약도 규제는 점진적으로 강화되기 때문에, 단순 선속 감소만으로는 장기적으로 규제 기준 충족이 어려울 것으로 예상된다.

결국, 강화되는 환경 기준 속에서 효율이 낮고 탄소 배출이 많은 노후 선박은 경쟁력 저하와 경제성 악화가 불가피할 것으로 전망한다. 2028년부터 본격 도입될 탄소세 부과 제도는 이러한 흐름을 더욱 가속화할 것으로 예상된다. 글로벌 전체 선박 대비 15년 이상 된 노후 벌크선, 컨테이너선의 비중이 점차 증가해, 2025년 기준 각각 20%, 30%를 넘어섰다. 이를 감안하면, 향후 노후 선박의 폐선이 점차 확대될 것이며, 친환경 선박 수요로도 이어질 것으로 전망한다.

다만, 상기의 탄소세 정책은 2028년부터 공식적으로 시행되기에, 2025~2026년에는 폐선량 급증에 따른 선복량 감축 효과가 제한적일 것으로 판단한다. 본격적인 폐선 확대는 2027년부터 나타날 것으로 전망한다.

벌크선 선속 추이

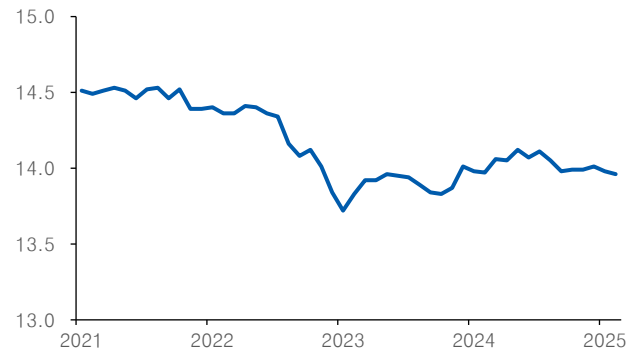
(노트)



자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

컨테이너선 선속 추이

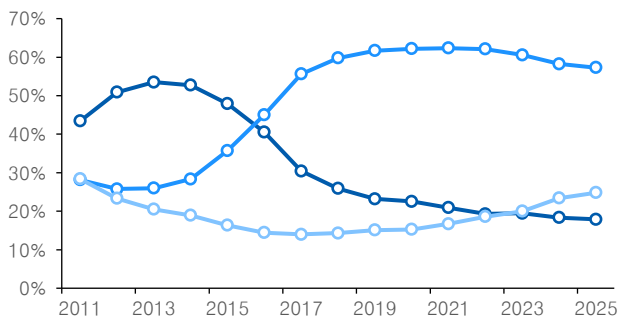
(노트)



자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

벌크선 선령별 선복량 비중 추이

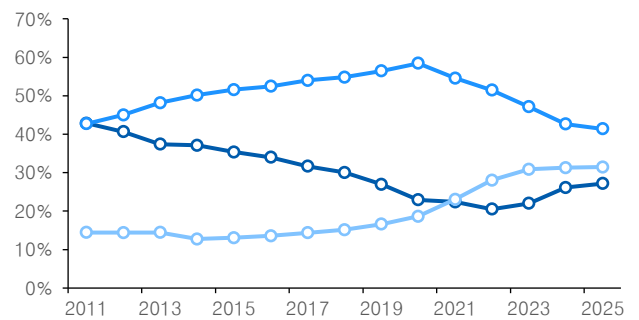
5년 미만 5~14년 15년 이상



자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

컨테이너선 선령별 선복량 비중 추이

5년 미만 5~14년 15년 이상

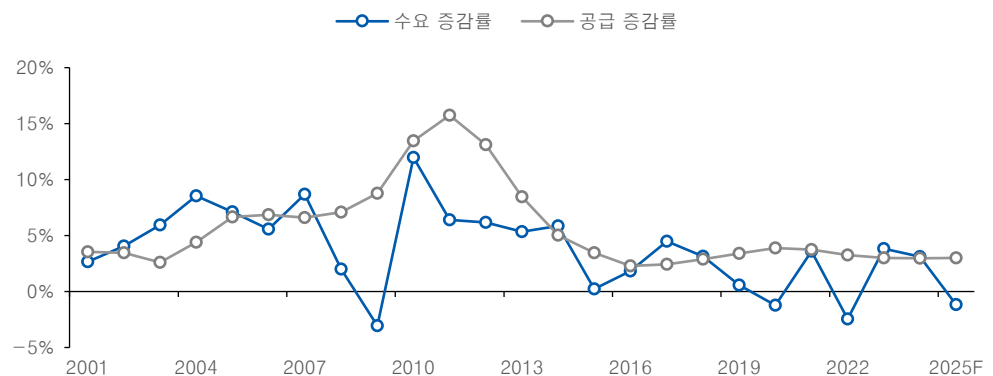


자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

벌크: 2025년 수요 부진에 따른 시황 약세 불가피

2025년 벌크 해운은 공급(+3%) 대비 부진한 수요 증감률(-1%)로 인해 시황 약세가 불가피할 것으로 전망한다. 공급 측면에서 신조선 인도가 제한적이나, 중국의 부동산 경기 부진 장기화와, 자국산 석탄 생산 확대가 수입 수요를 제약할 것으로 예상하기 때문이다. 2025년 연평균 BDI 지수는 전년 대비 -23% 하락한 1,352pt으로 전망한다.

벌크 수요 증감률 및 공급 증감률 추이 및 전망



자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

벌크 해운은 철광석, 석탄 등 포장되지 않은 원자재 화물을 대형 선박을 통해 운송하는 해상 운송 산업이다. 글로벌 인프라 투자 및 제조업 경기와 밀접하게 관련되어 있으며, 특히 중국의 매크로 지표가 시장의 흐름에 결정적인 역할을 한다.

벌크 해운 시황을 대표하는 지표는 BDI로, 주요 선형인 Capesize, Panamax, Supramax 운임을 반영한 운임지수다. BDI는 벌크 화물의 수요와 선박 공급의 역학관계에 따라 움직이는 특성을 보인다. 글로벌 경기가 확장 국면일 때 철광석, 석탄 등 원자재 수입이 늘어나면서 화물 물동량이 증가하고, 가용 선박량 부족 현상이 발생하면 BDI는 상승한다. 반대로 경기 침체 국면이나 신조선 발주 증가로 인해 공급 과잉이 나타나면 BDI는 하락하는 양상을 보인다.

벌크선 선종별 현황

선종	크기	운송 화물	세부 지수
Capesize	100,000 DWT 이상	철광석, 석탄 등	BCI
Panamax	60,000~80,000 DWT	석탄, 곡물 등	BPI
Supramax	40,000~60,000 DWT	곡물, 광물 등 소형 화물	BSI
Handysize	40,000 DWT 이하	곡물, 잡화 등 소형 화물	BHSI

자료: 한국해양진흥공사, 유안타증권 리서치센터

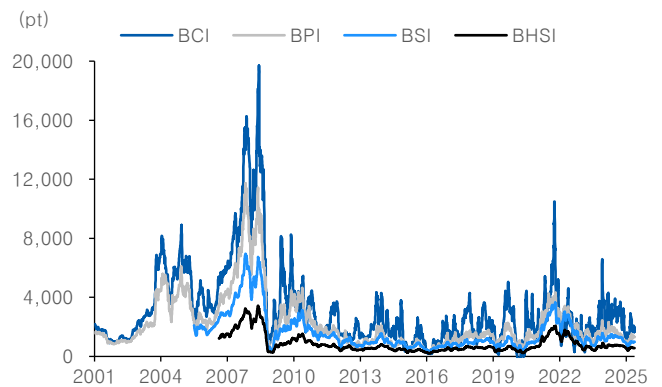
2025년 5월 27일 기준, BDI 운임지수는 1,296pt로 YTD +26%의 상승률을 기록했다. 연초 중국 춘절을 앞두고 계절적 비수기 영향으로 운임이 급락했으나, 3월 양회 전후로 중국 정부의 경기부양 기대감이 확산되며 철광석을 운송하는 Capesize 선형 중심으로 운임의 빠른 회복세가 나타났다. 그러나 중국 내수 회복세에 대한 불확실성이 커지며, 운임은 다시 조정을 받는 모습이다.

BDI 운임지수 추이



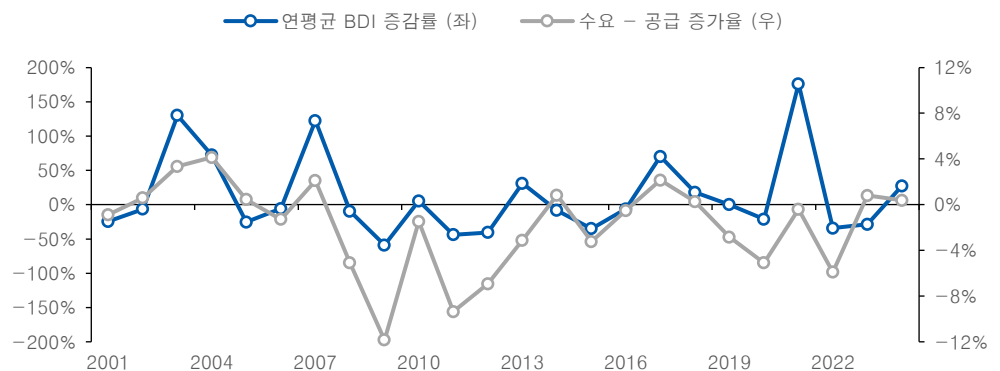
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

선형별 운임지수 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

BDI 지수와 벌크 해운 수급의 상관관계



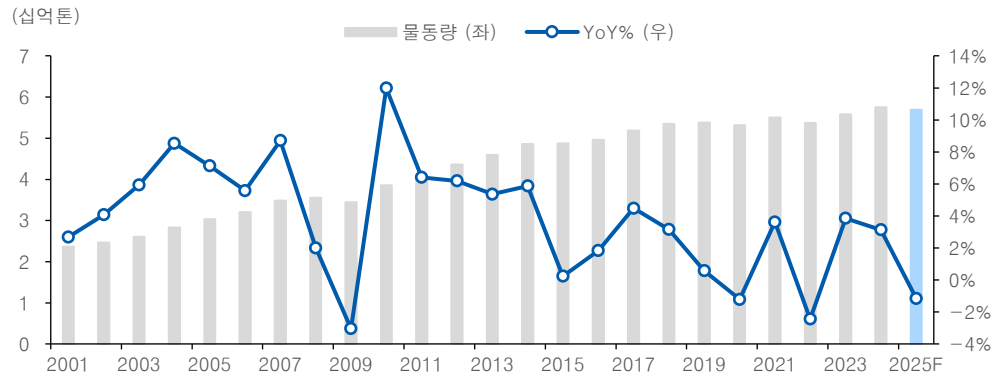
자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

수요: 2025년 해상 물동량 감소 전망 (YoY -1%)

2025년 글로벌 벌크 해상 물동량은 56.9억톤으로 전년 대비 -1% 감소할 것으로 전망한다. 1) 철광석은 중국 부동산 경기 회복이 지연되고, 중국 철강 감산 조치가 본격 시행되면서 물동량이 감소할 것으로 예상된다. 2) 석탄은 중국이 생산량 확대를 계획 중인 가운데, 중장기적으로 글로벌 석탄 발전량 감소에 따른 수요 감소가 불가피할 것이다.

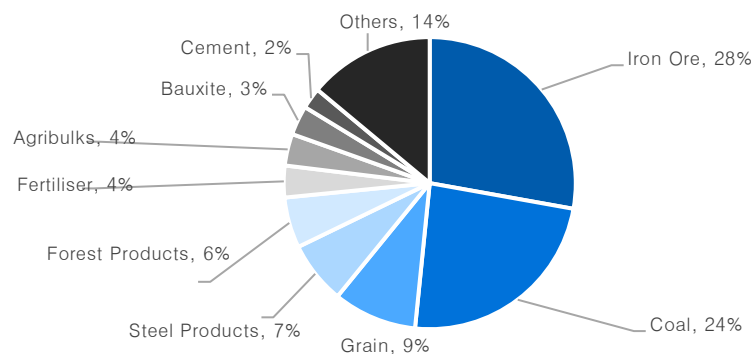
벌크 화물 수요에 가장 큰 영향을 미치고 있는 화물은 철광석과 석탄이다. 2024년 기준, 철광석, 석탄의 해상 물동량 비중은 각각 28%, 24%로, 글로벌 전체 벌크 물동량의 절반 이상을 차지했다.

글로벌 벌크 화물 연간 물동량 추이 및 전망



자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

벌크 화종별 물동량 비중

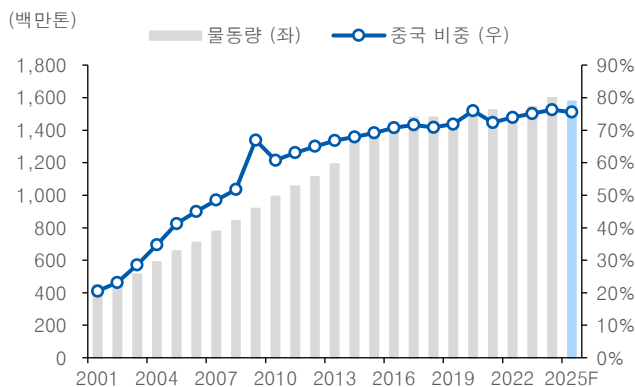


자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

2025년 글로벌 철광석 해상 물동량은 15.8억톤으로 전년 대비 -1% 감소할 것으로 전망된다. 이는 중국 부동산 시장 회복 지연과 정부 주도의 철강 감산 조치로 수입 수요가 둔화될 것으로 예상하기 때문이다.

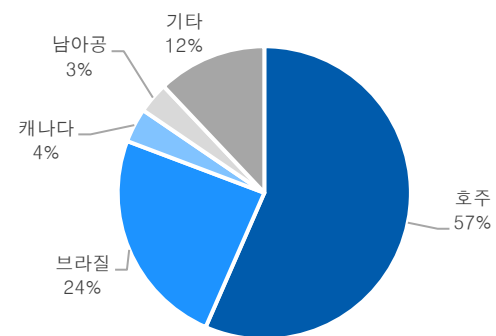
철광석은 철강 생산의 핵심 원자재로, 주요 수출국은 호주, 브라질이며, 최대 수입국은 중국이다. 2024년 글로벌 철광석 해상 물동량 16.0억톤 가운데, 76%인 12.2억톤을 중국이 차지했다.

글로벌 철광석 물동량 추이 및 중국 비중



자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

2024년 기준 철광석 수출국 비중



자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

철광석의 해상 물동량은 중국의 부동산 경기와 긴밀하게 연동된다. 중국은 글로벌 철강 소비의 약 50%를 차지하며, 철강 수요의 많은 부분은 부동산과 인프라 부분에서 발생하기 때문이다. 중국철강협회(CISA)에 따르면, 2023년 연간 기준 건설 및 인프라 부문이 중국 전체 철강재 수요의 52%를 차지했으며, 제조업 등 산업 부문은 나머지 48%를 차지했다.

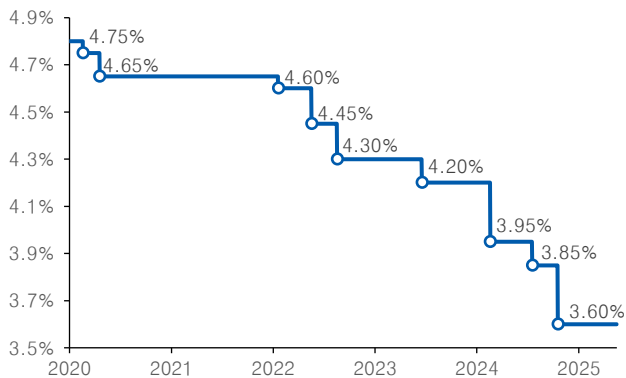
중국 정부는 부진한 경기 활성화를 위해 적극적인 부양책을 펼쳤다. 2024년 9월에는 지급준비율 0.5%pt 인하, 5년물 대출우대금리(LPR) 0.25%pt를 인하하는 통화정책을 시행했다. 이외에도 중국 대도시의 주택 구매 제한 완화 및 폐지, 화이트리스트 대출 규모 확대 등 여러 부동산 정책들을 발표했다. 2025년 양회에서는 GDP 대비 재정 적자율을 사상 최고 수준인 4%로 책정하고, 지방정부 특수목적 채권 발행액을 전년대비 5,000억 위안 늘린 4.4조원을 편성한 데 이어, 5월에는 지급준비율 추가 인하를 통해 약 1조 위안의 유동성 공급을 계획했다.

중국의 경기부양책 주요 내용

부문	내용
통화	- 대출우대금리(LPR) 인하: 5년물 3.85% → 3.60%, 1년물 3.35% → 3.10% - 금융기관 지급준비율 인하: 대형은행 8.5% → 8.0%, 중소형은행 6.5% → 6.0% - 중기 유동성창구(MLF) 금리: 2.3% → 2.0% 7일물 역환매조건부채권 금리 인하: 1.5% → 1.4%
재정	- 지방정부 채권 한도 확대, 지방정부 특수목적 채권 발행 - 특별국채 발행을 통해 국유 대형 상업은행의 핵심자본 보충 - 재정 적자를 GDP 대비 4%로 책정
부동산	- 중국 대도시의 주택 구매 제한 완화 및 폐지 - 특별국채 발행 자금으로 유희토지 또는 기존 미분양 주택을 매입하고, 보장성 주택으로 활용 - 개인 주택담보대출의 최저 계약금 비율 인하 - 구 주택 매각 후 새 주택 매입 시 세금 및 수수료 부담 완화 2024년 연말까지 화이트리스트 프로젝트의 대출 규모를 4조 위안으로 확대 - 주택공적금대출(저소득층 주택담보대출) 금리 0.25%p 인하

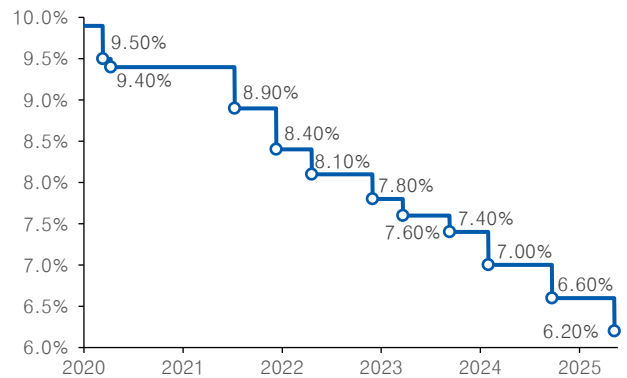
자료: 언론 종합, KIEP, 유안타증권 리서치센터

중국 LPR 5년물 금리 추이



자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

중국 평균 지급준비율 추이

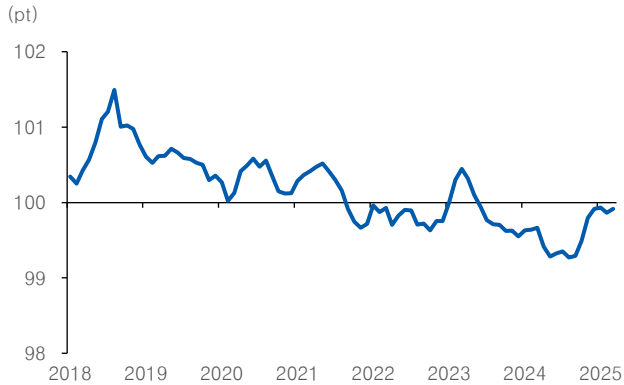


자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

중국 정부의 적극적인 경기 부양책에도 불구하고, 2부동산 시장은 좀처럼 회복하는 모습을 보이지 않고 있다. 중국 70개 도시 신규 주택 가격과 기존 주택 가격 모두 하락 중이며, 중국의 신규 건축 착공면적, 신규 건물 판매면적, 부동산 개발 투자금액 등 부동산 수요 관련 지표도 부진한 흐름이 이어지고 있다.

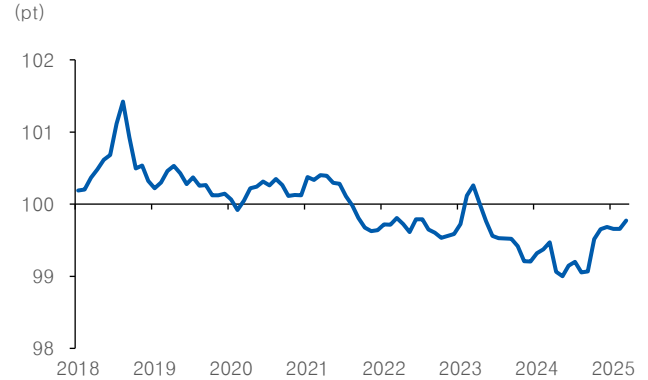
미분양 물량 증가도 부동산 경기 회복을 지연시키는 요인으로 파악된다. 2025년 3월 기준 중국 미분양 건물 면적은 7.9억㎡로 전년 동기 대비 5% 증가했다. 증가율 자체는 둔화되는 흐름이지만 여전히 미분양 물량이 해소되지 못하고 있다는 점에서, 3~4년 동안 이어지는 부동산 시장 불황 장기화로 주택 수요 심리가 악화될 것으로 판단한다.

중국 70개 도시 신규 주택 가격 추이



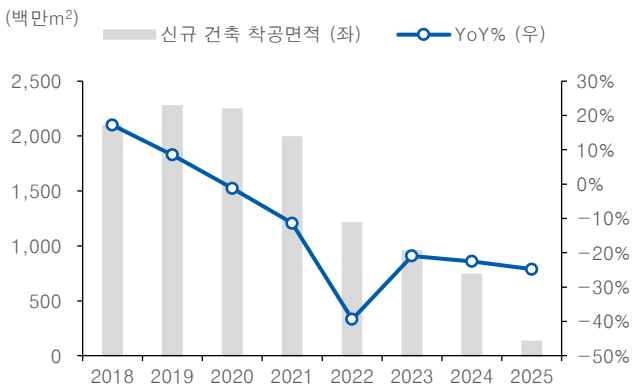
자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터, 주: 전월=100pt

중국 70개 도시 기존 주택 가격 추이



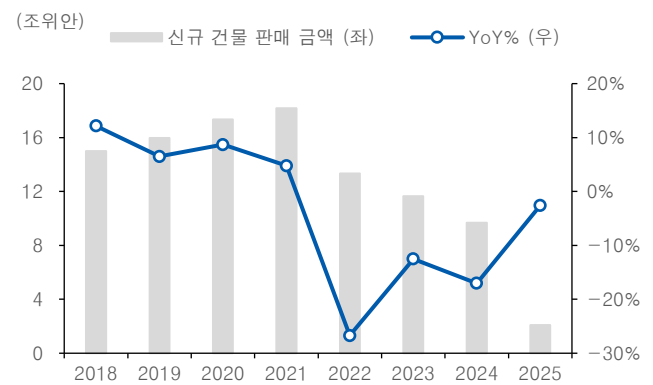
자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터, 주: 전월=100pt

중국 신규 건축 착공면적



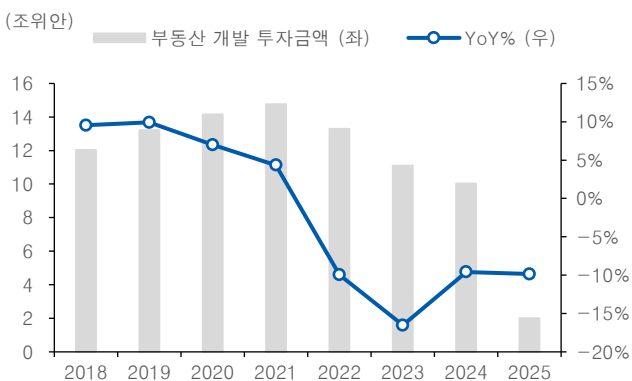
자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터, 주: 2025 년은 3 월까지의 데이터 합산 기준

중국 신규 건물 판매 면적



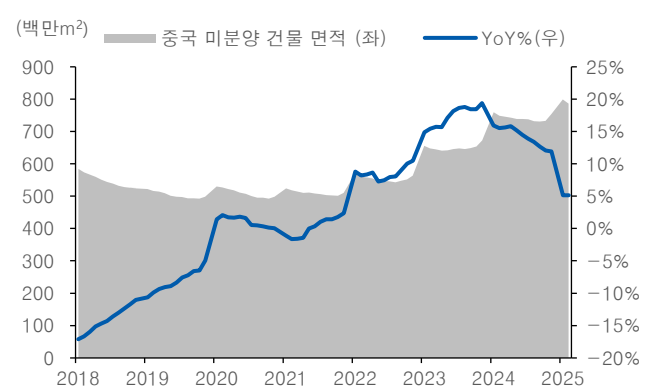
자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터, 주: 2025 년은 3 월까지의 데이터 합산 기준

중국 부동산 개발 투자금액



자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터, 주: 2025 년은 3 월까지의 데이터 합산 기준

중국 미분양 건물 면적 추이



자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

또한, 중국 정부는 2025년 3월 전국인민대표대회에서 철강 생산량 감축을 예고했다. 중국의 철광석 항만 재고 레벨이 낮아지고 있다는 점은 긍정적이지만, 중국의 본격적인 감산 정책이 시행될 경우 철광석 수요에 부정적인 영향이 불가피할 것으로 전망한다.

중국 철광석 항만재고 추이

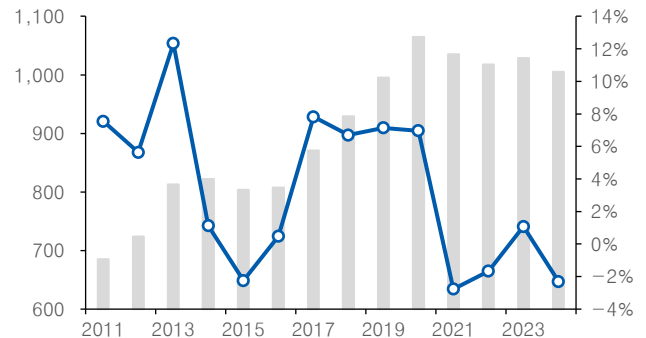
(백 만톤)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

중국 철강 생산량 추이

(백 만톤)



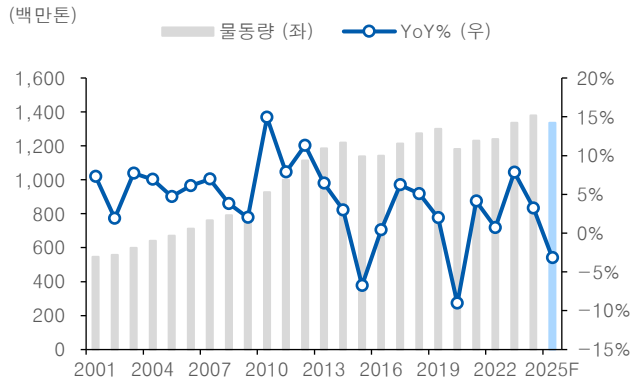
자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

2025년 글로벌 석탄 해상 물동량은 13.4억톤으로 전년대비 -3% 감소할 것으로 전망한다. 중국의 자체 생산 확대 기조로 인해 수입 수요가 감소할 것으로 예상하기 때문이다. 석탄은 제철용 원료탄(Coking Coal)과 발전용 연료탄(Thermal Coal)으로 구분된다. 2024년 연간 석탄 해상 물동량 13.7억톤에서 원료탄, 연료탄이 각각 21%, 79%의 비중을 차지한다. 주요 수출국은 호주, 인도네시아이며, 주요 수입국은 중국이다.

중국의 석탄 생산량은 점차 증가하는 추세이다. 2025년 3월 누적 석탄 생산량은 12억톤으로 전년대비 9% 증가했다. 중국 정부가 3월 국가발전개혁위원회(NRDC)에서 발표한 정부업무보고서에서 따르면, 자국 내 친환경 에너지 개발을 확대하면서도, 석탄이 여전히 기본적인 자원으로써, 생산능력 확장을 지속하겠다고 밝혔다.

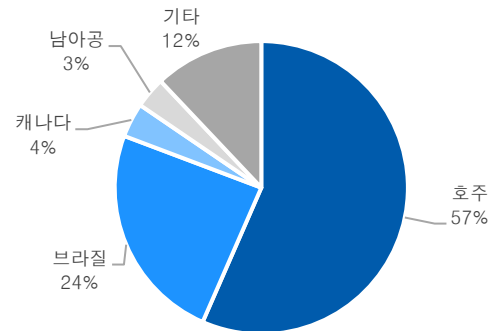
한편, 중장기적으로는 국제적인 탈탄소 흐름과 친환경 에너지 전환 정책에 따라 석탄 발전 수요가 감소할 것으로 예상하며, 이는 석탄 물동량 감소세로 이어질 것으로 전망한다.

글로벌 석탄 물동량 추이 및 전망



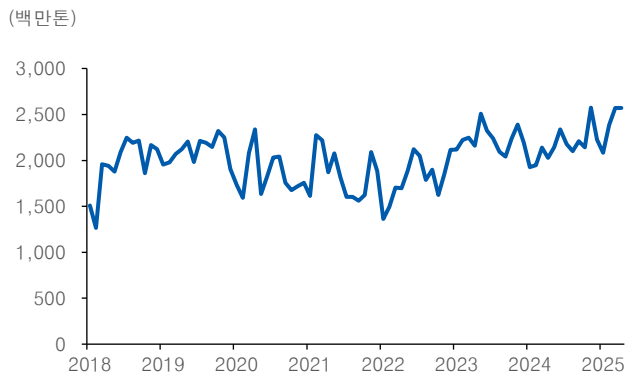
자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

2024년 국가별 석탄 수출량 비중



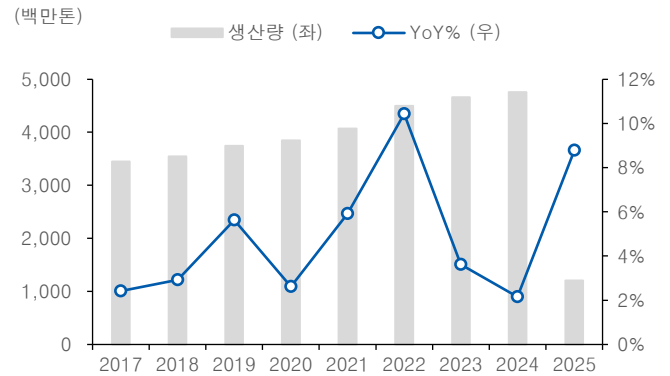
자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

중국 석탄 항만 재고



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

중국 석탄 생산량



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 2025년은 3월 누적 기준

벌크선 공급: 전년 대비 3% 증가 전망

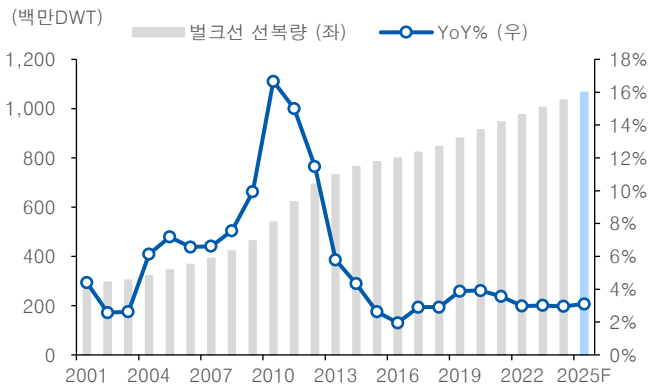
2025년 말 벌크선 선복량은 10.7억 DWT으로 전년 동기 대비 3% 증가할 것으로 전망한다. 벌크선 예정 인도량 자체는 부담스럽지 않은 수준이나, 폐선량 증가가 제한적일 것으로 예상하기 때문이다.

올해 벌크선 예상 인도량은 3,828만 DWT으로, 2024년 말 전체 선복량의 4% 수준에 불과하다. 이는 2020년 이후 연간 발주량이 낮은 수준을 유지했기 때문이다. 팬데믹 직후 글로벌 해운업 호황기 동안 컨테이너선, LNG선 위주로 대규모 발주가 이루어졌고, 상대적으로 선가가 낮은 벌크선 발주는 후순위로 밀리면서 2020~2024년 연평균 발주량은 4,500만 DWT 수준에 그쳤다.

그 결과, 현재 벌크선 총 발주 잔량은 1.2억 DWT로 전체 선복량 대비 비중은 11%이다. 이는 과거 2009년 당시 발주잔량 비중 78%에 달했던 공급 과잉 국면과 비교할 때 낮은 수준으로, 중장기적으로 공급 부담은 제한적일 것으로 판단한다.

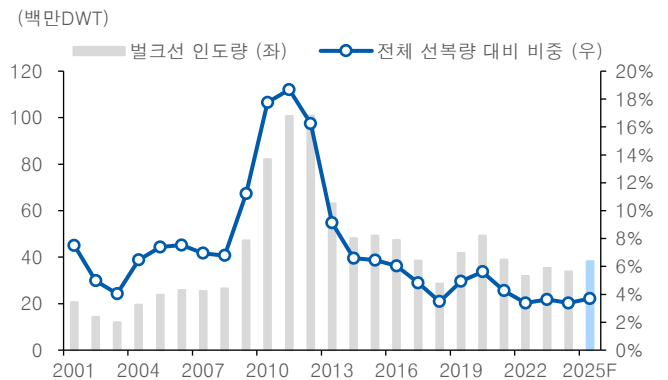
2025년 벌크선 폐선량은 660만 DWT로 전년대비 79% 증가할 것으로 예상하지만, 전체 선복량의 1% 미만 수준으로 공급 감축 효과는 제한적이다. 다만, IMO의 환경 규제가 강화되면서 연료 효율성이 낮은 노후선박의 퇴출이 점차 증가할 것으로 전망하며, 이에 따라 수급 상황이 추가로 개선될 것으로 전망한다.

벌크선 선복량 추이 및 전망



자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

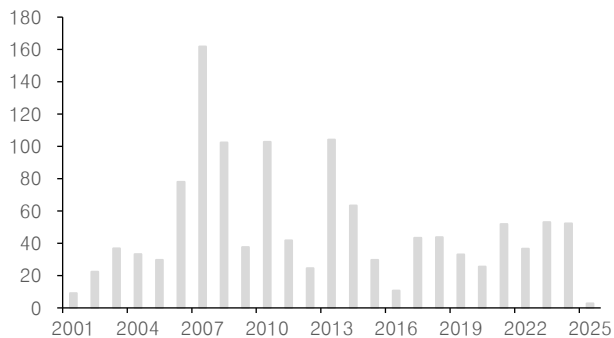
벌크선 인도량 추이 및 전망



자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

벌크선 신규 발주 규모 추이

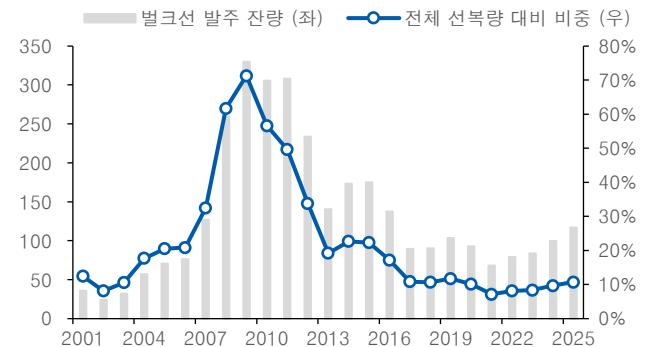
(백만DWT)



자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

벌크선 발주잔량 및 전체 선복량 대비 비중 추이

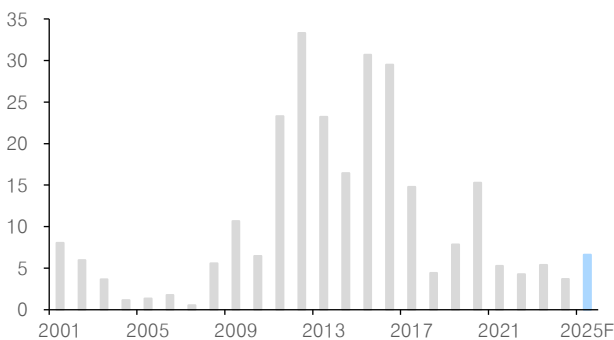
(백만DWT)



자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

벌크선 폐선량 추이 및 전망

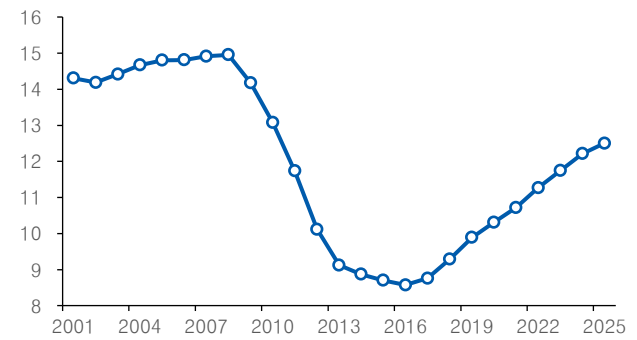
(백만DWT)



자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

벌크선 선박의 평균 선령 추이

(년)



자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

연간 벌크선 선복량, 벌크 화물 수요 추이 및 전망

(단위: 백만DWT, 백만톤)

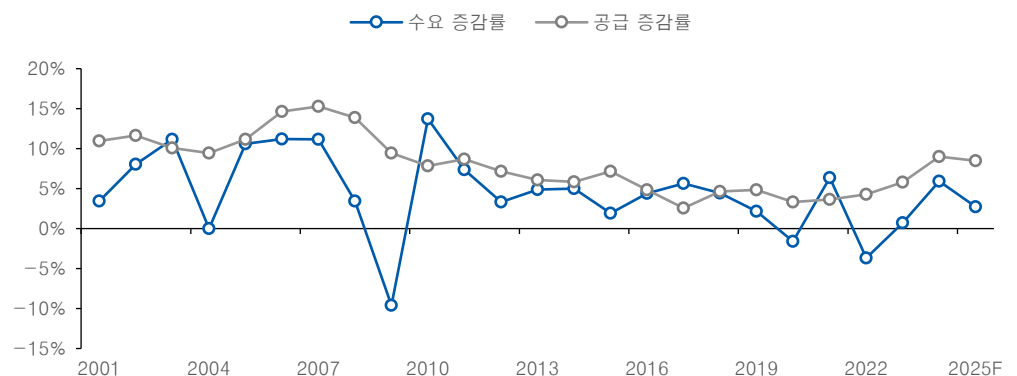
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
기초 선복량(백만 DWT)	822	846	879	913	946	974	1,004	1,033	1,065
YoY%	2.9	2.9	3.9	3.9	3.6	3.0	3.0	3.0	3.1
인도량(백만 DWT)	29	42	49	39	32	35	34	38	41
YoY%	(25.7)	46.0	17.9	(21.2)	(17.9)	10.9	(4.2)	13.1	8.0
해체량(백만 DWT)	4	8	15	5	4	5	4	7	9
YoY%	(70.1)	77.5	94.7	(65.6)	(17.4)	24.2	(30.3)	75.9	34.8
기말 선복량(백만 DWT)	846	879	913	946	974	1,004	1,033	1,065	1,097
YoY%	2.9	3.9	3.9	3.6	3.0	3.0	3.0	3.1	3.0
평균 선복량(백만 DWT)	834	863	896	930	960	989	1,018	1,049	1,081
YoY%	2.9	3.4	3.9	3.7	3.3	3.0	3.0	3.0	3.1
벌크 수요(백만톤)	5,348	5,379	5,314	5,507	5,373	5,580	5,755	5,688	5,716
YoY%	3.2	0.6	(1.2)	3.6	(2.4)	3.9	3.1	(1.2)	0.5
BDI	1,353	1,353	1,066	2,943	1,934	1,378	1,752	1,352	1,523
YoY%	18.1	0.0	(21.2)	176.1	(34.3)	(28.7)	26.3	(22.8)	12.7

자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

컨테이너 해운: 공급 과잉과 관세 정책 불확실성

2025년 컨테이너 해운 시장은 공급 과잉과 미중 간 관세 정책 불확실성으로 인해 운임 하방 압력이 지속될 것으로 전망한다. 트럼프 2기 행정부의 고율 관세 정책으로 인해 해상 물동량이 위축되는 가운데, 글로벌 선박량 증가세가 이어지면서 수급 불균형이 심화되는 추세이다. 이에 따라, 2025년 연평균 SCFI는 전년 대비 -43% 하락한 1,433pt으로 전망한다.

컨테이너 수요 증감률 및 공급 증감률 추이 및 전망



자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

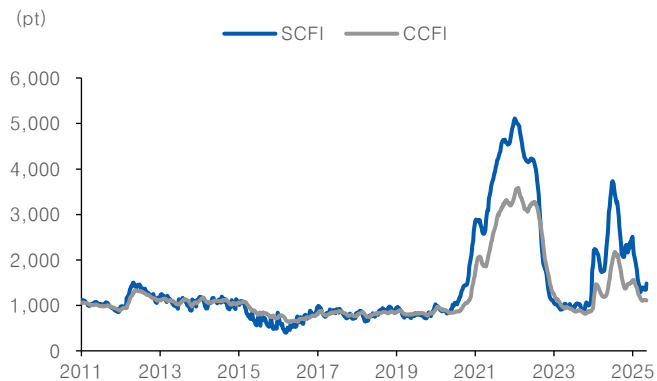
컨테이너 해운은 표준화된 컨테이너 박스를 통해 상품을 운송하는 해상 운송 산업으로, 글로벌 소비 및 제조업 경기와 밀접하게 연결되어 있다. 아시아, 북미와 유럽 간의 주요 무역 항로를 중심으로 글로벌 상품 교역량의 대부분을 책임지고 있다.

컨테이너 해운 시장의 전반적인 상황을 나타내는 핵심 지표는 SCFI(Shanghai Containerized Freight Index)와 CCFI(China Containerized Freight Index)다. SCFI는 상하이 수출 컨테이너 운송시장의 15개 항로의 스팟(Spot) 운임 변화를 반영한 운임지수이며, 글로벌 경기와 단기 수급 변화에 민감하다. CCFI는 중국 주요 항만에서 출발하는 정기선 서비스의 계약운임 및 스팟 운임을 모두 반영한 지수로, SCFI에 비해 시차를 두고 반응하지만 중장기 운임 추세를 파악할 수 있다.

2025년 5월 23일 기준, SCFI 운임지수는 1,586pt로 YTD -37%의 하락률을 기록했다. 연초 부터 트럼프 관세 정책, 컨테이너 선박 공급 과잉에 대한 우려 등으로 지속 하락했고, 이후 선사들의 적극적인 공급 조절이 이어지며 운임의 하락세는 완화됐다. 최근 미중 관세 유예 조치로 이 연 수요가 단기에 빠르게 유입되면서 운임은 일시적으로 급등하는 모습을 보였다.

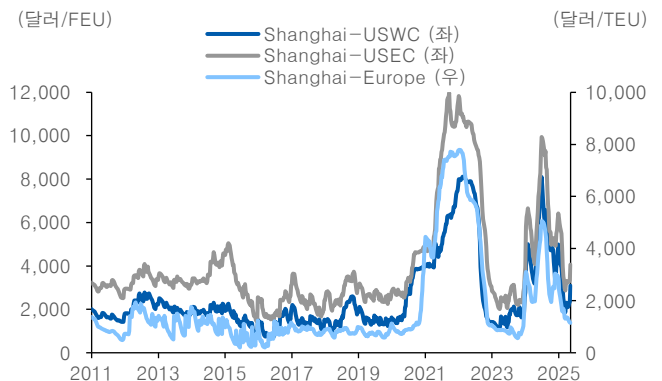
그러나 단기적인 운임 반등과 달리, 2 컨테이너 해상 운임의 중장기 하향 안정화는 불가피할 것으로 전망한다. 미중 무역 갈등에 대한 불확실성이 지속되는 가운데, 글로벌 선박량 증가율이 수요 증가율을 상회하는 흐름이 향후 2~3년간 이어질 것으로 예상하기 때문이다.

컨테이너 운임지수 추이



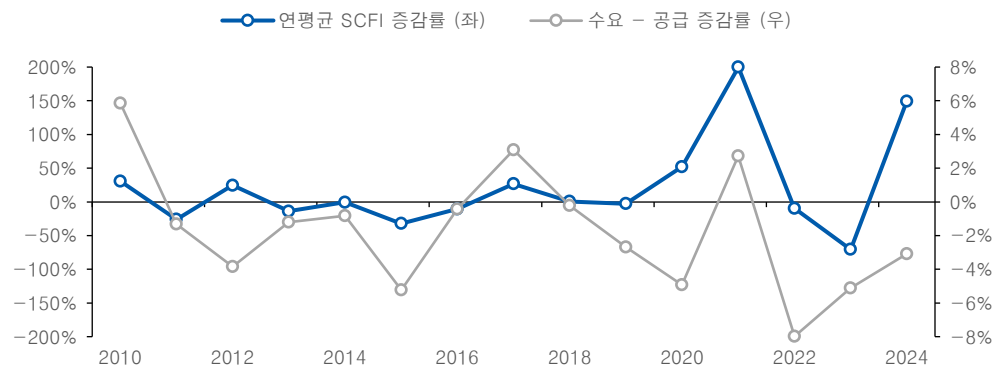
자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

주요 항로별 컨테이너 운임지수 추이



자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

SCFI 지수와 컨테이너 해운 수급의 상관관계

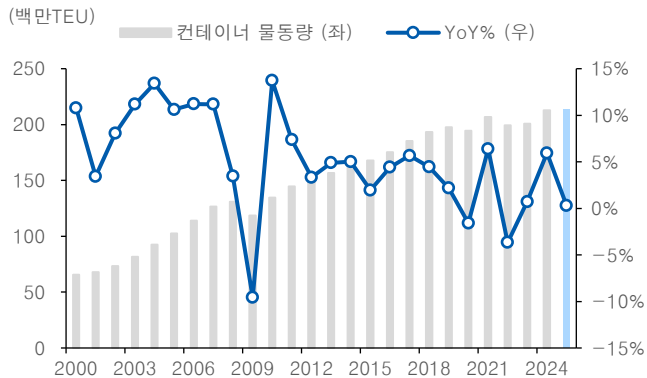


자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

컨테이너 수요: 전년 대비 0.3% 증가 전망, 성장세 급격히 둔화

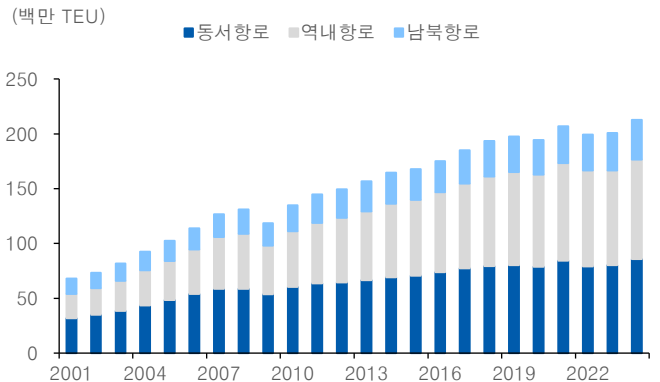
2025년 글로벌 컨테이너 해상 물동량은 2억 1,300만 TEU로 전년대비 0.3% 성장에 그칠 것으로 전망된다. 이는 2024년의 +6% 성장률 대비 크게 둔화된 수치로, 미국발 보호무역 기조 강화와, 이에 따른 주요국의 보복관세 조치 등으로 인해 불확실성이 커지면서 무역 심리가 위축되고, 실질적인 교역량에도 부정적인 영향을 미칠 것으로 판단하기 때문이다.

글로벌 컨테이너 물동량 추이 및 전망



자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

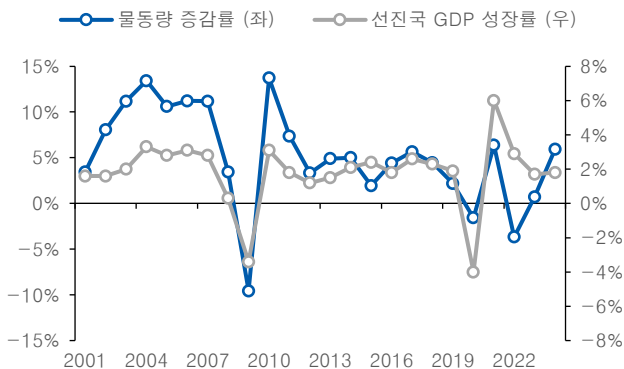
주요 항로별 컨테이너 물동량 추이



자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

컨테이너 물동량은 선진국의 경기 흐름과 밀접한 상관관계를 보인다. 미국, 유럽 등 주요 선진국의 경기가 호황일 때 소비 수요가 증가하고, 이는 아시아 지역에서의 생산과 제조 활동을 확대시킨다. 아시아에서 생산된 대부분의 제품은 컨테이너를 통해 북미와 유럽 등 주요 소비 시장으로 운송되므로, 선진국의 소비심리 및 소매 판매 증가가 곧 컨테이너 물동량의 증가로 직결된다. 반대로 소비심리 악화나 관세 인상 등의 요인은 수입 감소로 이어져 컨테이너 물동량을 위축시키는 요인으로 작용한다.

컨테이너 물동량 증감률과 선진국 GDP 성장률의 상관관계



자료: IMF, Clarksons, 유안타증권 리서치센터

컨테이너 물동량 증감률과 미국 제조업 PMI의 상관관계

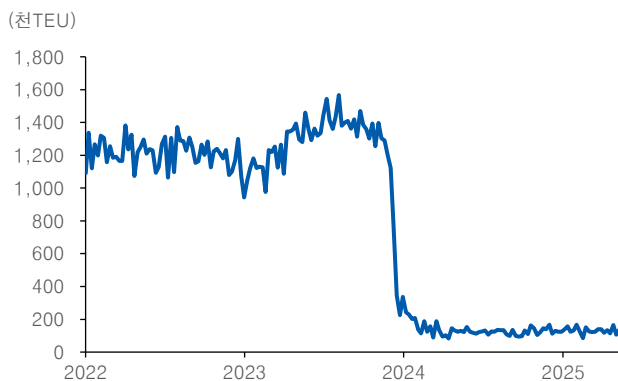


자료: Bloomberg, Clarksons, 유안타증권 리서치센터

2025년 5월, 미중 양국이 고율 관세를 한시적으로 인하하기로 합의하면서, 단기적으로는 미국 수입업체들의 선제적인 재고 확보 수요가 발생하며 컨테이너 물동량이 일시적으로 회복될 것으로 전망한다. 그러나 트럼프의 무역 기조가 유지되는 한, 관세 유예 종료 이후에는 다시 교역 심리가 위축되며, 수입 수요가 감소하는 흐름이 재개될 것으로 예상된다.

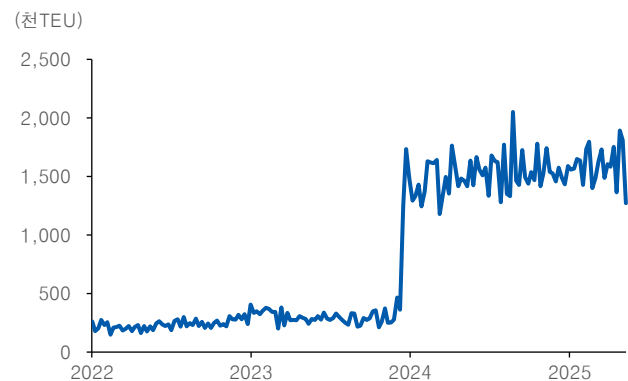
이처럼 실질 수요 측면에서는 전반적인 둔화 흐름을 예상하나, 톤마일 기준 수요 측면에서는 일부 긍정적인 요인이 존재한다. 이스라엘-하마스 전쟁 장기화로 글로벌 선사들은 아프리카 희망봉을 우회하는 항로를 유지하고 있다. 전쟁이 단기 내 종식되더라도, 선사들의 항로 복귀에는 상당한 시차가 존재할 것이다. 항만 복구, 선박 운항 일정 재조정 등 복합적인 요인들로 인해, 선사들이 수에즈 운하 복귀에 신중한 태도를 보일 것으로 예상하기 때문이다. 결과적으로, 이러한 우회 운항은 2025년 중으로 지속될 가능성이 높을 것으로 판단하며, 컨테이너 운임의 하단을 지지하는 요인으로 작용할 것으로 전망한다.

수에즈 운하 통과 컨테이너 선복량 추이



자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

희망봉 우회 컨테이너 선복량 추이



자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

컨테이너 공급: 전년 대비 7% 증가 전망

2025년 말 글로벌 컨테이너 선복량은 3,279만 TEU로 전년 동기 대비 7% 증가할 것으로 전망한다. 팬데믹 시절 해운 호황기에 발주됐던 컨테이너 선박들이 순차적으로 인도되며, 공급 과잉 현상이 심화될 것으로 예상하기 때문이다.

2025년 컨테이너선 예정 인도량은 210만 TEU으로, 절대적인 규모는 전년 대비 감소하겠으나, 여전히 과거 2010년대 평균 인도량(130만 TEU)을 상회하는 수준이다.

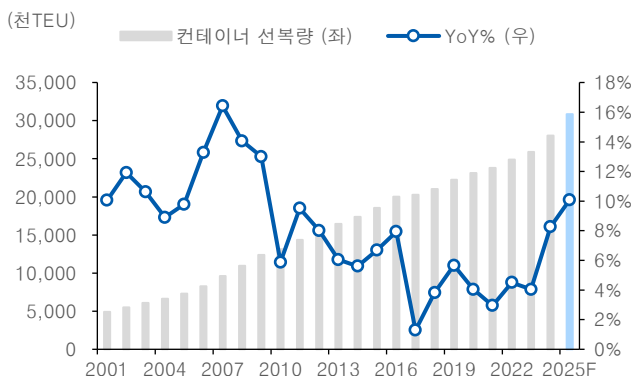
공급 측면에서의 과잉 우려는 선박의 발주 잔량에서도 확인 가능하다. 2025년 기준 글로벌 전체 선복량 대비 컨테이너선 발주 잔량은 28%이며, 이 중 70% 이상이 2028년까지 순차적으로 인도될 예정이다. 이에 따라 중장기적으로 선박 공급 압력이 지속될 것으로 판단한다.

동기간 벌크선 선복량이 전년 대비 3% 증가할 것으로 예상하는 반면, 컨테이너선 선복량은 7% 증가할 것으로 전망한다. 이처럼 컨테이너선의 공급 증가율이 벌크 대비 상대적으로 높아, 공급 과잉에 따른 시황 부담이 크게 작용할 것으로 예상된다.

한편, 컨테이너선 폐선량은 여전히 낮은 수준에 머물러 있다. 2025년 기준 전체 선복량의 0.3%가 폐선될 것으로 예상하며, 이는 공급 조정 효과를 기대하기 어려운 수준이다. 다만, IMO의 환경 규제가 점진적으로 강화되고 있어 향후 규제 요건을 충족하지 못하는 노후 선박의 폐선이 확대될 여지는 존재한다.

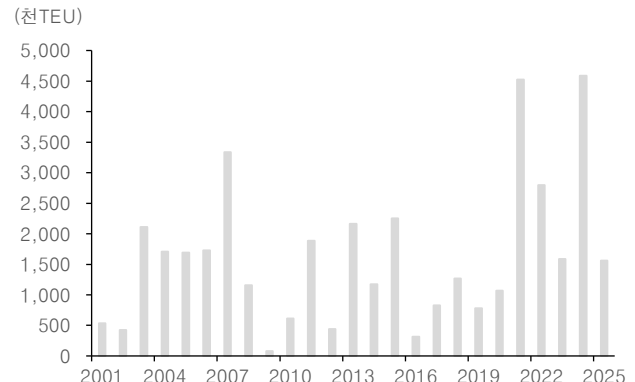
결론적으로, 컨테이너 해운은 벌크 해운 대비 공급 증가 폭이 크고, 폐선 여력은 단기적으로 제한되어 있어 공급 과잉 해소에 더 긴 시간이 필요할 것으로 판단한다.

컨테이너선 선복량 추이 및 전망



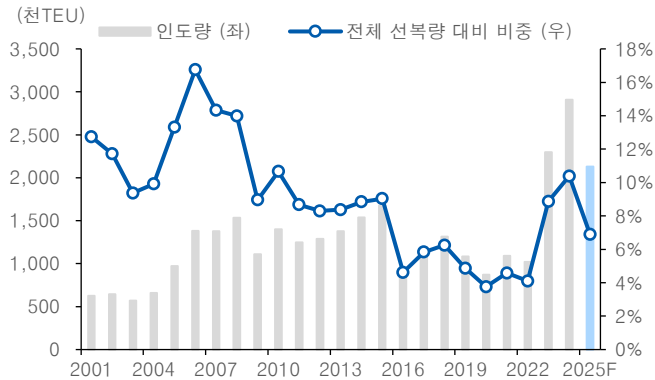
자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

컨테이너선 신규 발주 규모 추이



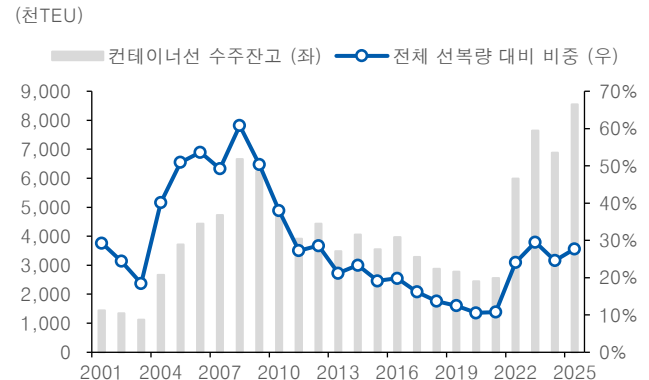
자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

컨테이너선 인도량 추이 및 전망



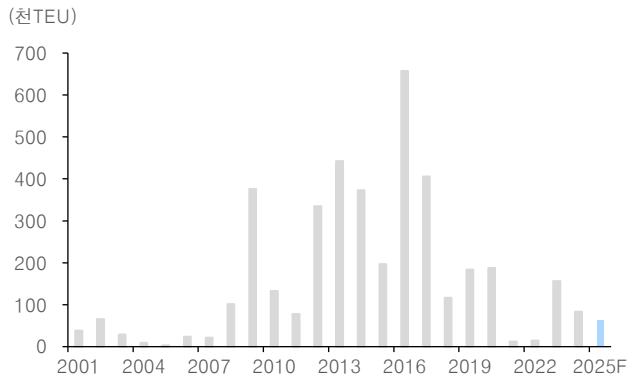
자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

컨테이너선 수주잔고 및 전체 선복량 대비 비중 추이



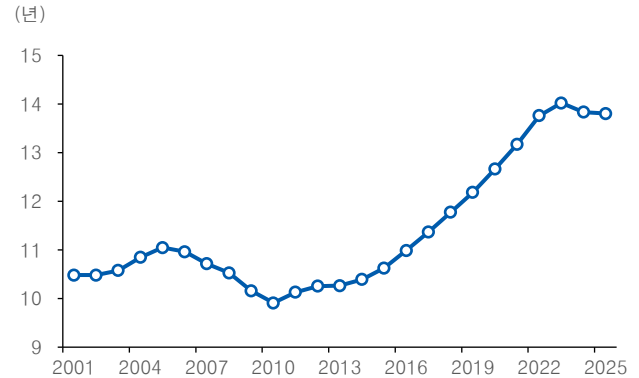
자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

컨테이너선 폐선량 추이 및 전망



자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

컨테이너 선박의 평균 선령 추이



자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

연간 컨테이너 선복량, 화물 수요 추이 및 전망

(단위: 천 TEU)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
기초 선복량	20,999	22,211	23,098	23,725	24,809	25,814	27,761	30,648	32,717
YoY%	3.5	5.8	4.0	2.7	4.6	4.0	7.5	10.4	6.8
인도량	1,315	1,083	869	1,091	1,022	2,297	2,910	2,132	1,548
YoY%	11.1	(17.6)	(19.7)	25.5	(6.4)	124.8	26.7	(26.7)	(27.4)
해체량	117	183	188	12	14	156	83	63	496
YoY%	(71.2)	57.3	2.2	(93.6)	17.9	1,006.2	(47.1)	(24.0)	689.5
기말 선복량	22,211	23,098	23,725	24,809	25,814	27,761	30,648	32,717	33,770
YoY%	5.8	4.0	2.7	4.6	4.0	7.5	10.4	6.8	3.2
평균 선복량	21,605	22,655	23,412	24,267	25,312	26,788	29,204	31,682	33,243
YoY%	4.7	4.9	3.3	3.7	4.3	5.8	9.0	8.5	4.9
컨테이너 수요	193,406	197,625	194,506	206,908	199,322	200,752	212,667	213,300	219,700
YoY%	4.4	2.2	(1.6)	6.4	(3.7)	0.7	5.9	0.3	3.0
SCFI	833	811	1,234	3,773	3,410	1,007	2,494	1,433	1,129
YoY%	0.7	(2.6)	52.2	205.6	(9.6)	(70.6)	147.8	(42.5)	(21.2)

자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

Appendix: 글로벌 Peer 실적 및 Valuation

글로벌 항공 기업 Peer 실적 및 Valuation - 1

	업체명	대한항공	델타항공	아메리칸항공	유나이티드항공	루프트한자	에어프랑스-KLM	IAG	일본항공
	Ticker	003490 KS	DAL US	AAL US	UAL US	LHA GY	AF FP	IAG LN	9201 JP
	시가총액	6,056	31,668	7,518	24,905	9,018	2,528	20,674	8,469
2023A	매출액	12,337	58,048	52,788	53,717	38,332	32,467	31,854	10,175
	영업이익	1,371	5,521	3,034	4,211	2,604	1,814	3,821	481
	OPM%	11%	10%	6%	8%	7%	6%	12%	5%
	순이익	813	4,609	822	2,618	1,809	1,010	2,871	255
	PER	8.3	8.6	5.2	4.4	5.0	2.6	3.3	32.8
	PBR	0.9	2.3	—	1.5	1.0	—	2.7	1.4
	ROE	11.4	52.1	—	32.3	18.5	—	100.4	4.3
	EV/EBITDA	4.0	5.1	5.1	3.9	3.2	2.8	3.2	6.7
2024A	매출액	13,106	61,643	54,211	57,063	40,654	34,032	34,725	11,441
	영업이익	1,548	5,995	2,614	5,096	1,789	1,586	4,668	976
	OPM%	12%	10%	5%	9%	4%	5%	13%	9%
	순이익	966	3,457	846	3,149	1,493	343	2,955	662
	PER	6.3	10.3	8.9	9.2	5.3	6.7	6.6	13.3
	PBR	0.8	2.6	—	2.5	0.6	—	2.9	1.4
	ROE	13.1	26.2	—	28.6	13.0	—	57.9	11.1
	EV/EBITDA	5.5	6.2	5.7	5.7	3.6	3.0	3.8	4.8
2025F	매출액	18,413	57,472	54,601	58,636	45,224	36,765	37,575	12,106
	영업이익	1,560	5,535	2,210	4,906	2,123	2,073	5,148	1,107
	OPM%	8%	10%	4%	8%	5%	6%	14%	9%
	순이익	1,027	3,538	685	3,385	1,398	1,115	3,570	703
	PER	5.9	8.8	11.1	7.4	6.5	2.5	6.1	10.4
	PBR	0.7	1.7	—	1.6	0.7	—	2.4	1.1
	ROE	13.0	21.6	(14.3)	23.9	10.5	(80.5)	43.6	11.4
	EV/EBITDA	4.9	5.4	7.1	4.7	3.1	3.0	3.6	4.0
2026F	매출액	18,713	61,014	57,790	62,799	46,485	38,142	38,902	13,516
	영업이익	1,680	6,170	3,085	5,796	2,583	2,377	5,403	1,267
	OPM%	9%	10%	5%	9%	6%	6%	14%	9%
	순이익	1,062	4,288	1,294	4,031	1,752	1,290	3,689	790
	PER	5.7	7.3	5.7	6.1	5.2	2.1	5.7	10.1
	PBR	0.7	1.4	—	1.2	0.6	2.4	1.8	1.2
	ROE	12.1	21.7	(11.1)	23.9	12.1	415.6	35.4	11.3
	EV/EBITDA	4.7	4.8	5.6	4.1	2.8	2.7	3.5	4.0

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 백만달러

글로벌 항공 기업 Peer 실적 및 Valuation - 2

	업체명	전일본공수	싱가포르항공	중화항공	중국국제항공	중국남방항공	중국동방항공	캐세이퍼시픽항공
	Ticker	9202 JP	SIA SP	2610 TT	601111 CH	1055 HK	670 HK	293 HK
	시가총액	9,447	16,157	4,532	17,226	13,510	11,087	8,617
2023A	매출액	12,630	12,944	5,930	19,926	22,585	16,069	12,069
	영업이익	888	2,115	326	406	839	-274	1,953
	OPM%	7%	16%	5%	2%	4%	-2%	16%
	순이익	662	1,571	219	-147	-594	-1,157	1,250
	PER	15.1	16.1	19.2	-	-	-	5.8
	PBR	1.6	1.2	1.8	2.0	1.5	2.0	1.0
	ROE	10.8	16.3	9.4	(3.4)	(10.8)	(30.0)	19.2
	EV/EBITDA	6.6	4.5	4.5	10.4	9.5	12.2	4.5
2024A	매출액	14,239	14,138	6,347	23,154	24,199	18,351	13,376
	영업이익	1,440	2,009	567	409	1,157	225	1,778
	OPM%	10%	14%	9%	2%	5%	1%	13%
	순이익	1,088	1,989	448	-32	-246	-587	1,267
	PER	9.6	10.1	10.8	-	-	-	6.4
	PBR	1.4	1.3	1.8	1.9	2.0	3.1	1.2
	ROE	16.5	18.8	17.9	(0.6)	(4.7)	(20.8)	18.7
	EV/EBITDA	4.9	4.6	3.9	9.5	8.5	9.0	4.8
2025F	매출액	14,849	14,603	6,802	24,605	24,514	19,346	14,225
	영업이익	1,291	1,345	614	743	858	670	1,751
	OPM%	9%	9%	9%	3%	3%	3%	12%
	순이익	1,005	2,076	428	493	409	361	1,141
	PER	8.5	7.6	10.7	47.8	17.0	29.3	7.3
	PBR	1.1	1.3	1.4	2.8	1.7	1.3	1.2
	ROE	14.1	18.2	14.0	8.8	7.1	4.3	15.2
	EV/EBITDA	4.1	5.9	3.7	9.2	8.1	8.6	4.8
2026F	매출액	16,775	14,983	6,607	26,191	25,816	20,449	14,891
	영업이익	1,341	1,307	475	1,441	1,401	1,114	1,775
	OPM%	8%	9%	7%	6%	5%	5%	12%
	순이익	912	1,125	342	3,183	915	779	1,179
	PER	10.2	13.6	13.2	8.8	8.3	11.3	6.9
	PBR	1.1	1.3	1.3	2.5	1.4	1.2	1.1
	ROE	11.2	9.2	9.6	16.1	14.1	12.2	15.0
	EV/EBITDA	4.3	6.2	3.9	7.2	7.4	7.5	4.9

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 백만달러

글로벌 벌크 해운 기업 Peer 실적 및 Valuation

	업체명	팬오션	Starbulk Carriers	Golden Ocean	Genco	Safe Bulkers	Navios Maritime
	Ticker	028670 KS	SBLK US	GOTL NO	GNK US	SB US	NMM US
	시가총액	1,420	1,873	1,443	571	380	1,178
2023A	매출액	3,339	949	284	886	384	1,307
	영업이익	295	238	104	189	-6	517
	OPM%	9%	25%	37%	21%	-2%	40%
	순이익	188	174	77	112	-13	434
	PER	8.2	13.9	7.6	16.5	35.3	2.1
	PBR	0.4	1.1	0.6	1.0	0.8	0.3
	ROE	5.3	9.4	8.9	5.8	-1.4	17.0
	EV/EBITDA	3.9	8.5	5.7	8.9	8.0	4.0
2024A	매출액	3,785	1,265	308	968	423	1,334
	영업이익	346	383	128	314	87	486
	OPM%	9%	30%	42%	32%	21%	36%
	순이익	197	305	97	223	76	367
	PER	6.6	6.2	5.0	9.2	8.9	3.8
	PBR	0.3	0.7	0.5	0.9	0.6	0.4
	ROE	5.2	14.7	11.0	11.7	8.3	12.5
	EV/EBITDA	4.8	5.6	4.6	6.6	4.2	4.9
2025F	매출액	3,938	929	273	685	316	1,313
	영업이익	347	233	90	210	25	448
	OPM%	9%	25%	33%	31%	8%	34%
	순이익	245	160	56	128	18	266
	PER	5.7	11.7	6.8	11.2	39.3	4.3
	PBR	0.3	0.7	0.4	0.8	0.6	-
	ROE	6.1	6.8	6.6	6.0	1.8	-
	EV/EBITDA	5.2	6.7	5.1	8.2	6.5	3.9
2026F	매출액	4,106	1,056	310	836	352	1,438
	영업이익	374	383	118	389	56	517
	OPM%	9%	36%	38%	46%	16%	36%
	순이익	273	330	87	310	52	321
	PER	5.1	5.8	4.3	4.7	10.8	3.6
	PBR	0.3	0.7	0.4	0.7	0.6	-
	ROE	6.4	13.2	12.8	17.0	7.3	-
	EV/EBITDA	5.1	4.9	4.2	5.2	4.7	4.0

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 백만달러

글로벌 컨테이너 해운 기업 Peer 실적 및 Valuation

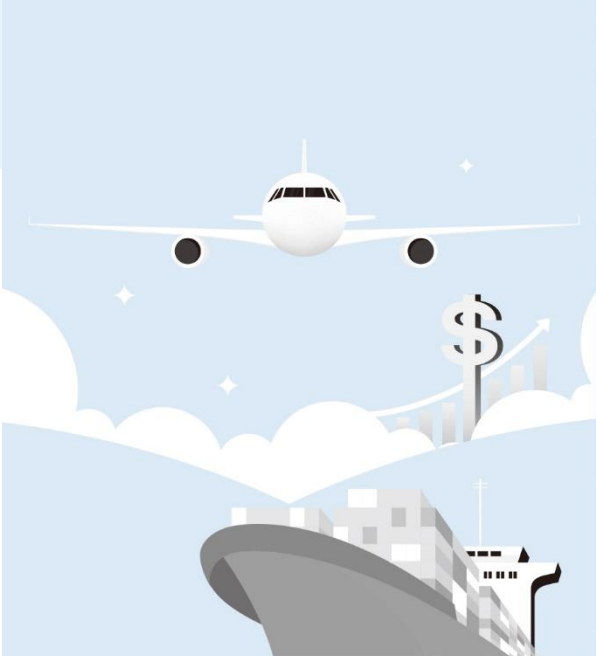
	업체명	HMM	Maersk	Hapag-Lloyd	COSCO	Evergreen	Yang Ming	NYK Line
	Ticker	011200 KS	MAERSKB DC	HLAG GY	1919 HK	2603 TT	2609 TT	9101 JP
	시가총액	16,550	30,152	31,683	34,989	18,485	9,748	16,735
2023A	매출액	6,433	51,065	19,391	24,777	8,878	—	19,351
	영업이익	448	3,582	2,718	3,202	1,115	-53	2,192
	OPM%	7%	7%	14%	13%	13%	—	11%
	순이익	742	3,822	3,174	3,369	1,134	153	7,490
	PER	11.7	7.9	8.1	4.8	8.6	37.4	1.5
	PBR	0.6	0.5	1.3	0.6	0.7	0.6	0.6
	ROE	4.2	6.5	12.6	12.0	7.1	1.5	48.3
	EV/EBITDA	3.2	4.0	4.8	2.3	4.3	1.0	5.0
2024A	매출액	8,581	55,482	20,675	32,482	14,432	5,830	16,533
	영업이익	2,576	6,198	2,789	8,105	4,979	790	1,210
	OPM%	30%	11%	13%	25%	35%	14%	7%
	순이익	2,774	6,109	2,581	6,830	4,341	701	1,583
	PER	3.5	4.3	11.3	3.9	3.5	13.5	8.7
	PBR	0.6	0.5	1.3	0.8	0.8	0.8	0.7
	ROE	15.2	11.0	12.1	22.8	27.3	8.2	8.9
	EV/EBITDA	0.9	1.6	5.5	1.8	2.1	1.4	8.4
2025F	매출액	7,449	49,958	19,760	29,200	12,966	5,830	16,994
	영업이익	1,313	1,427	840	4,434	2,672	790	1,384
	OPM%	18%	3%	4%	15%	21%	14%	8%
	순이익	1,576	1,169	740	3,650	2,254	701	3,136
	PER	10.1	25.5	45.6	8.3	8.1	13.5	4.6
	PBR	0.8	0.5	1.5	0.9	0.9	0.8	0.7
	ROE	8.1	2.3	2.8	11.1	12.6	8.2	17.2
	EV/EBITDA	3.9	5.4	8.9	4.0	3.8	1.4	7.6
2026F	매출액	6,846	48,347	19,019	28,593	12,381	4,846	16,883
	영업이익	690	-569	196	2,468	2,531	690	1,308
	OPM%	10%	-1%	1%	9%	20%	14%	8%
	순이익	957	-914	54	2,269	2,104	829	1,658
	PER	18.8	—	—	13.6	8.8	11.7	9.5
	PBR	0.8	0.6	1.6	0.8	0.9	0.8	0.7
	ROE	4.7	-1.3	-2.1	7.5	10.9	6.8	7.4
	EV/EBITDA	5.5	7.2	11.4	5.4	5.2	1.5	8.8

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 백만달러

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 최지운)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.



기업분석

대한항공 (003490)

진에어 (272450)

팬오션 (028670)

HMM (011200)

대한항공 (003490)

올라갈 일만 남았다

투자의견 BUY, 목표주가 31,000원으로 커버리지 개시

대한항공에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 31,000원으로 커버리지 개시. 목표주가는 12M Fwd EBITDA 5.1조원에 글로벌 FSC Peer 12M Fwd EV/EBITDA 평균 4.4배를 적용해 산출. 현 시점에서 동사의 밸류에이션은 PBR 기준 0.7배 수준으로, 글로벌 Peer 평균 1.2배 대비 저평가 구간. 아시아나항공과의 합병을 통한 중복 노선 조정, 운항 효율화, 정비 조직 통합 등 시너지가 점진적으로 반영되며 밸류에이션 리레이팅 기대.

2025년 연결 매출액 26.0조원, 영업이익 2.2조원 전망

연결 기준 2025년 예상 매출액과 영업이익을 각각 26.0조원(YoY +45%), 2.2조원(YoY +3%, OPM 8%)으로 전망. 1Q25부터 아시아나항공이 연결 편입되어 외형이 크게 확대. 항공 여객 사업은 내수 경기 둔화 우려에도 불구하고, 국제선 여객 수요의 견조한 흐름 지속. 별도 기준 2025년 연간 국제 여객 매출액을 9.9조원(YoY +7%)으로 추정. 항공 화물은 관세 유예에 따른 단기 특송 수요 유입을 예상하나, 중장기적으로는 글로벌 물동량 감소에 따른 실적 둔화 불가피. 별도 기준 2025년 연간 항공화물 매출액을 4.1조원(YoY -7%)으로 추정. 한편, 유가 하락과 원/달러 환율 안정화에 따른 외화비용 절감은 전사 영업이익 개선에 긍정적인 요인으로 작용할 것.

하반기 공정위 시정조치 해소로 장거리 운임 제한 해소 기대

현재 동사는 공정위 시정조치로 인해 미주 5개, 유럽 6개 등 장거리 노선에 대한 운임 인상이 제한된 상황. 그러나, 티웨이항공 및 에어프레미아의 증편이 진행되면서 2025년 하반기 시정조치가 대부분 해소될 것으로 예상. 이에 따라 장거리 노선 여객 운임의 정상화와 함께 수익성 확대 구간에 진입 전망.



최지운 윤승
jiyun.choi@yuantakorea.com

BUY (I)

목표주가 **31,000원 (I)**

직전 목표주가 **0원**

현재주가 (5/29) **22,900원**

상승여력 **35%**

시가총액	84,323억원
총발행주식수	369,331,455주
60일 평균 거래대금	236억원
60일 평균 거래량	1,068,678주
52주 고/저	25,950원 / 19,900원
외인지분율	17.26%
배당수익률	3.32%
주요주주	한진칼 외 22 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	9.8	(3.0)	10.9
상대	3.6	(9.7)	9.1
절대 (달러환산)	14.7	3.2	10.0

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	2Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	6,429	46.1	-1.0	6,127	4.9
영업이익	491	10.8	13.8	411	19.3
세전계속사업이익	295	-39.1	-34.8	447	-34.1
지배순이익	180	-49.0	-36.8	293	-38.5
영업이익률 (%)	7.6	-2.5 %pt	+1.0 %pt	6.7	+0.9 %pt
지배순이익률 (%)	2.8	-5.2 %pt	-1.6 %pt	4.8	-2.0 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	16,112	17,871	25,873	26,411
영업이익	1,790	2,110	2,179	2,572
지배순이익	1,061	1,317	1,181	1,446
PER	8.0	6.3	7.1	5.8
PBR	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	3.9	5.5	4.1	3.8
ROE	11.5	13.2	10.8	12.0

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

대한항공 목표주가 산정

내용		비고
12M Fwd EBITDA (십억원)	5,131	
Target EV/EBITDA (배)	4.4	글로벌 FSC Peer 12M Fwd EV/EBITDA 평균
순차입금 (십억원)	10,978	2025년 기준
발행주식수 (천주)	369,331	
적정 주가 (원)	31,404	
목표 주가 (원)	31,000	
전일 종가 (원)	22,900	
상승 여력	35%	

자료: 유안타증권 리서치센터

대한항공(별도) 실적 추이 및 전망

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
원/달러	1,330	1,371	1,356	1,399	1,452	1,410	1,360	1,350	1,364	1,393	1,350
매출액 (십억원)	3,823	4,024	4,241	4,030	3,956	4,074	4,299	4,077	16,117	16,406	17,249
YoY (%)	19.6	13.8	9.8	1.2	3.5	1.3	1.4	1.2	10.6	1.8	5.1
국제 여객 (십억원)	2,238	2,314	2,492	2,262	2,337	2,413	2,665	2,515	9,306	9,929	10,630
YoY (%)	34.2	10.6	2.3	-3.3	4.4	4.2	6.9	11.2	9.0	6.7	7.1
ASK (백만 km)	21,631	21,774	22,634	22,304	22,174	22,808	24,084	23,947	88,343	93,013	98,432
RPK (백만 km)	18,022	18,398	18,917	18,973	18,836	19,443	20,410	20,475	74,310	79,164	83,715
L/F (%)	83.3	84.5	83.6	85.1	84.9	85.2	84.7	85.5	84.1	85.1	85.0
Yield (원/km)	124	126	132	119	124	124	131	123	125	127	128
국내 여객 (십억원)	105	130	125	113	99	112	110	106	472	427	461
YoY (%)	-5.6	2.0	1.7	-4.0	-5.5	-13.9	-11.8	-5.9	-1.3	-9.6	7.9
ASK (백만 km)	629	712	718	654	614	657	668	652	2,713	2,591	2,757
RPK (백만 km)	531	629	612	584	517	570	562	570	2,356	2,219	2,394
L/F (%)	84.4	88.3	85.2	89.3	84.2	86.7	84.1	87.5	86.8	85.7	86.8
Yield (원/km)	197	207	204	193	191	197	196	186	200	192	193
화물 (십억원)	997	1,097	1,120	1,198	1,054	1,053	1,005	975	4,412	4,087	4,129
YoY (%)	-4.9	13.8	22.3	8.7	5.8	-4.0	-10.3	-18.6	9.5	-7.4	1.0
ACTK (백만톤 km)	2,999	3,019	3,062	3,051	2,896	2,954	2,924	2,895	12,131	11,669	11,786
CTK (백만톤 km)	2,165	2,241	2,209	2,230	2,043	2,145	2,144	2,116	8,845	8,447	8,589
L/F (%)	72.2	74.2	72.1	73.1	70.5	72.6	73.3	73.1	72.9	72.4	72.9
Yield (원/km)	460	490	507	537	516	491	469	461	499	484	481
영업비용 (십억원)	3,386	3,610	3,622	3,594	3,605	3,577	3,659	3,619	14,213	14,460	15,135
YoY (%)	21.8	17.7	8.3	-5.3	6.5	-0.9	1.0	0.7	9.4	1.7	4.7
영업이익 (십억원)	436	413	619	435	351	497	640	459	1,903	1,946	2,114
YoY (%)	5.1	-11.7	18.9	137.1	-19.5	20.2	3.4	5.3	19.9	2.3	8.6
OPM (%)	11.4	10.3	14.6	10.8	8.9	12.2	14.9	11.2	11.8	11.9	12.3

대한항공(연결) 실적 추이 및 전망

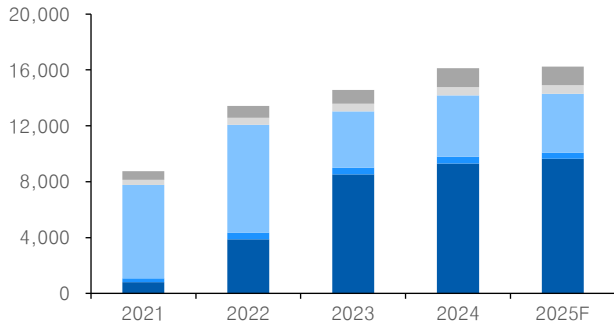
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
원/달러	1,330	1,371	1,356	1,399	1,452	1,410	1,360	1,350	1,364	1,393	1,350
매출액 (십억원)	4,291	4,402	4,675	4,502	6,492	6,429	6,640	6,312	17,871	25,873	26,411
YoY (%)	19.5	13.5	10.0	2.5	51.3	46.1	42.0	40.2	10.9	44.8	2.1
대한항공 별도 (십억원)	3,823	4,024	4,241	4,030	3,956	4,074	4,299	4,077	16,117	16,406	17,249
YoY (%)	19.6	13.8	9.8	1.2	3.5	1.3	1.4	1.2	10.6	1.8	5.1
아시아나항공 연결 (십억원)	2,009	2,015	2,177	2,117	2,074	1,971	1,895	1,782	8,319	7,722	7,335
YoY (%)	15.0	10.4	8.8	3.3	3.3	-2.2	-13.0	-15.9	9.1	-7.2	-5.0
진에어 (십억원)	430	308	365	358	418	316	377	378	1,461	1,488	1,548
YoY (%)	22.1	19.0	13.1	4.4	-2.9	2.4	3.3	5.5	14.4	1.8	4.0
영업비용 (십억원)	3,754	3,959	4,010	4,038	6,061	5,939	5,863	5,832	15,761	23,695	23,839
YoY (%)	20.8	16.4	8.2	-1.7	61.5	50.0	46.2	44.4	10.0	50.3	0.6
대한항공 별도 (십억원)	3,386	3,610	3,622	3,594	3,605	3,577	3,659	3,619	14,213	14,460	15,135
YoY (%)	21.8	17.7	8.3	-5.3	6.5	-0.9	1.0	0.7	9.4	1.7	4.7
아시아나항공 연결 (십억원)	1,947	1,997	2,000	2,099	2,019	1,942	1,771	1,766	8,043	7,498	6,920
YoY (%)	23.2	19.3	11.0	7.8	3.7	-2.8	-11.5	-15.9	14.8	-6.8	-7.7
진에어 (십억원)	332	307	324	335	360	318	328	349	1,298	1,354	1,389
YoY (%)	24.0	27.4	11.9	12.9	8.4	3.5	1.1	4.3	18.5	4.3	2.5
영업이익 (십억원)	538	443	666	464	431	491	777	480	2,110	2,179	2,572
YoY (%)	10.7	-7.2	22.6	63.2	-19.8	10.8	16.7	3.4	17.9	3.2	18.1
OPM (%)	12.5	10.1	14.2	10.3	6.6	7.6	11.7	7.6	11.8	8.4	9.7
대한항공 별도 (십억원)	436	413	619	435	351	497	640	459	1,903	1,946	2,114
YoY (%)	5.1	-11.7	18.9	137.1	-19.5	20.2	3.4	5.3	19.9	2.3	8.6
OPM (%)	11.4	10.3	14.6	10.8	8.9	12.2	14.9	11.2	11.8	11.9	12.3
아시아나항공 연결 (십억원)	62	18	177	19	55	29	124	16	276	224	415
YoY (%)	-62.6	-88.1	-11.4	-81.9	-11.1	63.4	-29.9	-15.4	-55.5	-18.6	84.8
OPM (%)	3.1	0.9	8.1	0.9	2.7	1.5	6.5	0.9	3.3	2.9	5.7
진에어 (십억원)	99	1	40	24	58	-2	49	29	163	133	159
YoY (%)	16.0	-95.0	23.1	-49.7	-40.8	적전	21.5	22.0	-10.5	-18.2	19.2
OPM (%)	22.9	0.3	11.0	6.6	13.9	-0.8	13.0	7.6	11.2	9.0	10.3

자료: 유안타증권 리서치센터

대한항공(별도) 매출액 추이 및 전망

(십억원)

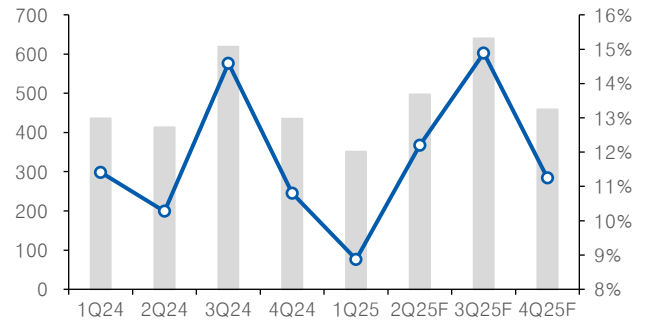
■ 국제 여객 ■ 국내 여객 ■ 화물 ■ 항공우주 ■ 기타



자료: 대한항공, 유안타증권 리서치센터

대한항공(별도) 영업이익 및 영업이익률 추이 및 전망

■ 영업이익 (좌) ■ 영업이익률 (우)

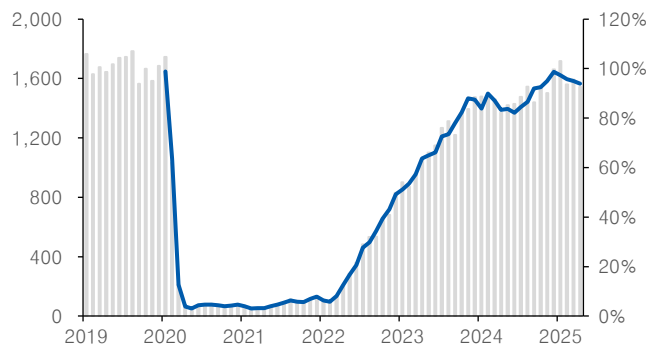


자료: 대한항공, 유안타증권 리서치센터

대한항공 국제선 여객 실적 및 2019년 대비 회복률 추이

(천명)

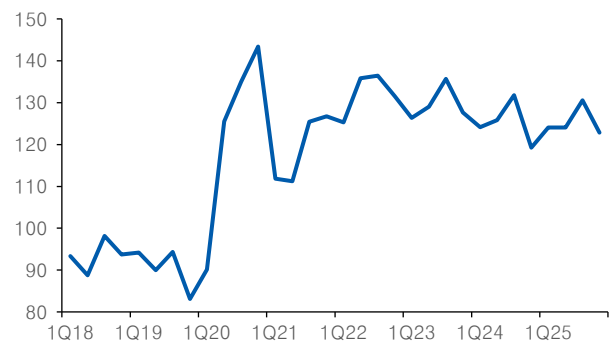
■ 여객 수 (좌) ■ vs.19년 (우)



자료: Airportal, 유안타증권 리서치센터

대한항공 국제선 여객 운임 추이 및 전망

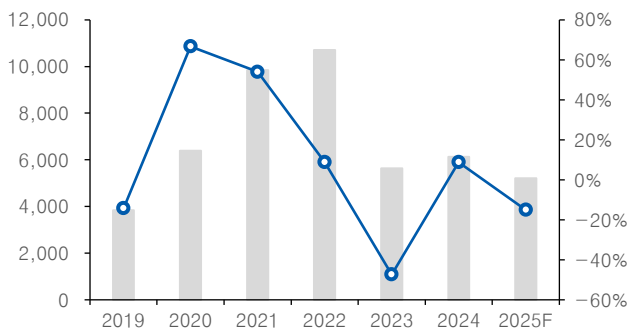
(원/km)



자료: 대한항공, 유안타증권 리서치센터

대한항공, 아시아나항공 항공화물 합산 매출액 추이 및 전망

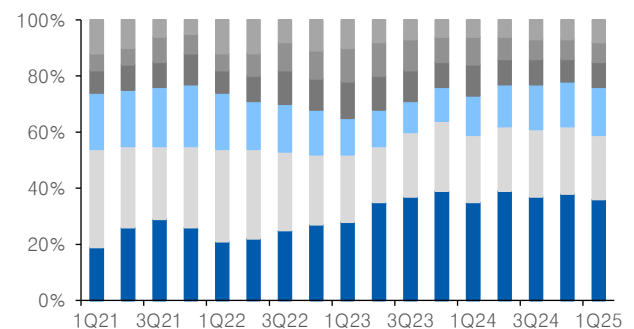
■ 매출액 (좌) ■ YoY% (우)



자료: 대한항공, 아시아나항공, 유안타증권 리서치센터

대한항공 항공화물 판매지역별 매출 비중 추이

■ 중국 ■ 한국 ■ 동남아 ■ 미주 ■ 구주 ■ 일본



자료: 유안타증권 리서치센터

대한항공 (003490) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서				(단위: 십억원)	
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	16,112	17,871	25,873	26,411	27,710
매출원가	12,850	14,113	21,314	21,475	22,289
매출총이익	3,261	3,758	4,560	4,936	5,422
판관비	1,471	1,648	2,381	2,364	2,477
영업이익	1,790	2,110	2,179	2,572	2,945
EBITDA	3,513	3,906	4,954	5,377	5,822
영업외손익	-214	-274	-254	-187	-538
외환관련 손익	-38	-394	-343	-414	-418
이자손익	-230	-233	-538	-489	-458
관계기업관련손익	0	0	18	18	18
기타	53	352	609	698	320
법인세비용차감전순손익	1,576	1,836	1,924	2,385	2,407
법인세비용	447	454	473	608	480
계속사업순손익	1,129	1,382	1,451	1,776	1,926
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,129	1,382	1,451	1,776	1,926
지배자분순이익	1,061	1,317	1,181	1,446	1,568
포괄순이익	866	1,279	1,461	1,787	1,937
지배자분포괄이익	815	1,224	1,189	1,453	1,575

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표	(단위: 십억원)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	4,092	4,559	4,840	6,315	6,505
당기순이익	1,129	1,382	1,451	1,776	1,926
감가상각비	1,666	1,737	2,664	2,704	2,785
외환손익	23	349	328	414	418
중속, 관계기업관련손익	0	0	-18	-18	-18
자산부채의 증감	969	412	-335	634	626
기타현금흐름	305	679	749	805	768
투자활동 현금흐름	-2,410	-871	-4,183	-3,723	-4,308
투자자산	-11	-222	-340	-58	-62
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,909	-2,894	-3,253	-3,592	-3,699
유형자산 감소	7	16	262	0	0
기타현금흐름	-498	2,229	-851	-73	-546
재무활동 현금흐름	-2,085	-2,163	-2,595	-1,618	-1,793
단기차입금	128	1,513	-576	-98	3
사채 및 장기차입금	-299	6,981	-218	-460	-763
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-282	-278	0	-277	-277
기타현금흐름	-1,632	-10,379	-1,801	-783	-755
연결범위변동 등 기타	-31	67	1,795	-1,019	-261
현금의 증감	-434	1,593	-143	-45	143
기초 현금	1,057	623	2,216	2,072	2,027
기말 현금	623	2,216	2,072	2,027	2,170
NOPLAT	1,790	2,110	2,179	2,572	2,945
FCF	2,184	1,665	1,586	2,723	2,806

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

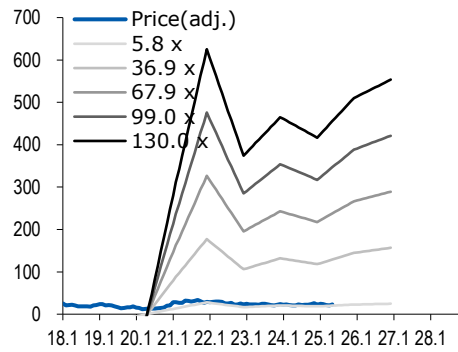
재무상태표				(단위: 십억원)	
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	8,595	11,617	11,566	11,503	12,100
현금및현금성자산	623	2,216	2,072	2,027	2,170
매출채권 및 기타채권	1,138	1,590	2,229	2,337	2,440
재고자산	854	1,171	1,641	1,721	1,806
비유동자산	21,797	35,395	36,372	37,218	38,102
유형자산	18,175	28,374	29,026	29,914	30,829
관계기업등 자본관련자산	0	155	217	227	238
기타투자자산	758	1,011	1,299	1,347	1,398
자산총계	30,392	47,012	47,939	48,720	50,203
유동부채	9,410	16,973	15,973	15,551	15,305
매입채무 및 기타채무	1,814	3,465	4,858	5,094	5,345
단기차입금	1,021	2,517	1,926	1,826	1,826
유동성장기부채	2,718	4,723	3,530	3,530	3,030
비유동부채	11,167	19,075	19,773	19,467	19,536
장기차입금	1,994	1,819	2,477	2,477	2,477
사채	1,843	1,463	2,168	2,068	2,068
부채총계	20,577	36,049	35,746	35,018	34,841
지배지분	9,526	10,473	11,435	12,613	13,915
자본금	1,847	1,847	1,847	1,847	1,847
자본잉여금	4,145	4,145	4,145	4,145	4,145
이익잉여금	2,592	3,486	4,391	5,559	6,850
비지배지분	289	490	758	1,089	1,448
자본총계	9,815	10,963	12,193	13,702	15,362
순차입금	4,736	12,564	10,978	10,672	9,502
총차입금	10,974	19,469	18,674	18,116	17,356

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	2,879	3,575	3,205	3,923	4,255
BPS	25,793	28,356	30,960	34,152	37,675
EBITDAPS	9,512	10,576	13,413	14,558	15,763
SPS	43,624	48,387	70,054	71,509	75,028
DPS	750	750	750	750	750
PER	8.0	6.3	7.1	5.8	5.4
PBR	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	3.9	5.5	4.1	3.8	3.3
PSR	0.5	0.5	0.3	0.3	0.3

재무비율		(단위: 배, %)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액 증가율 (%)	14.3	10.9	44.8	2.1	4.9	
영업이익 증가율 (%)	-36.8	17.9	3.2	18.1	14.5	
지배순이익 증가율 (%)	-38.6	24.1	-10.4	22.4	8.5	
매출총이익률 (%)	20.2	21.0	17.6	18.7	19.6	
영업이익률 (%)	11.1	11.8	8.4	9.7	10.6	
지배순이익률 (%)	6.6	7.4	4.6	5.5	5.7	
EBITDA 마진 (%)	21.8	21.9	19.1	20.4	21.0	
ROIC	8.3	7.5	6.8	7.4	8.8	
ROA	3.6	3.4	2.5	3.0	3.2	
ROE	11.5	13.2	10.8	12.0	11.8	
부채비율 (%)	209.6	328.8	293.2	255.6	226.8	
순차입금/자기자본 (%)	49.7	120.0	96.0	84.6	68.3	
영업이익/금융비용 (배)	3.4	4.1	2.6	3.3	3.9	

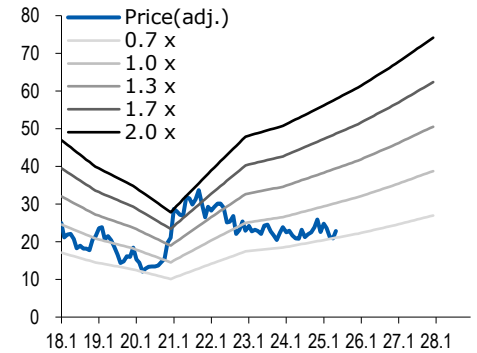
P/E band chart

(천원)



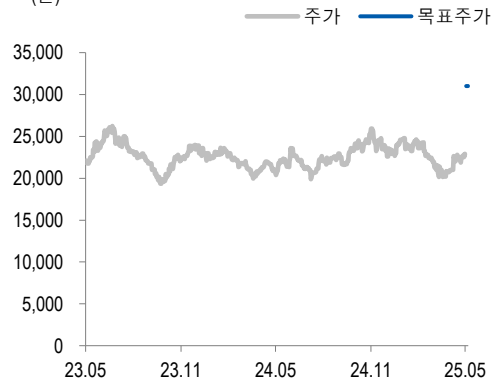
P/B band chart

(천원)



대한항공 (003490) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-05-30	BUY	31,000	1년		
2025-03-07	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93.7
Hold(중립)	6.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-05-30

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 최지운)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

진에어 (272450)

하반기 수익성 개선에 주목

투자의견 BUY, 목표주가 12,000원으로 커버리지 개시

진에어에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 12,000원으로 커버리지 개시. 목표주가는 12M Fwd EBITDA 2,633억원에 EV/EBITDA 1.5배를 적용해 산출. Target Multiple은 팬데믹 이후 해외 여행 수요가 회복하던 시기인 2023~2024년 동사 12M Fwd EV/EBITDA의 평균 대비 30% 디스카운트 적용. 2024년 말 발생한 무안공항 사고 이후 LCC 업계 전반에 대한 신뢰 하락과, 일본, 동남아 등 단거리 노선 중심의 경쟁 심화 등을 감안해 보수적으로 산정.

2025년 예상 매출액 1.5조원, 영업이익 1,334억원 전망

동사 2025년 예상 매출액과 영업이익을 각각 1.5조원(YoY +2%), 1,334억원(YoY -18%, OPM 9%)으로 전망. 해외 여행은 내수 경기 둔화 우려에도 불구하고 견조한 흐름을 이어가는 가운데, 단거리 노선 신규 취항 등에 따른 여객 수요의 추가 확대 기대. 이에 동사 2025년 국제 여객 부문 매출액을 전년 대비 5% 증가한 1.2조원으로 추정. 반면, 국내 여행은 항공 사고 여파에 따른 LCC 기피 심리가 여전히 남아 있어, 전년 대비 부진할 것으로 예상. 2025년 국내 여객 부문 매출액을 전년 대비 -12% 감소한 2,333억원으로 추정. 2분기는 단거리 노선 운임 하락과 조업비 상승 등 비용 압력으로 영업적자가 불가피하나, 하반기에는 원화 강세에 따른 비용 절감 효과가 가시화되며 수익성 개선 기대.

통합 LCC 모멘텀 보유, 부각되는 밸류에이션 매력도

진에어 중심의 LCC 3사 통합 이후 예상되는 전체 기단 규모는 50대 이상으로, 국내 LCC 중 최대 수준. 항공사 입장에서 기단 규모는 곧 경쟁력을 판단하는 주요 요소. 이 외에도 중복 노선 조정, 슬롯 재배치, 정비 및 조업 통합 운영 등 추가 시너지 효과 기대. 현재 동사는 12M Fwd 기준 PER 5.0배, PBR 1.3배로 저점 수준에서 거래되고 있어 밸류에이션 매력도 부각.

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	2Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	316	2.4	-24.5	311	1.4
영업이익	-2	적전	적전	-1	-62.1
세전계속사업이익	-2	적지	적전	-3	31.8
지배순이익	-2	적지	적전	-4	52.1
영업이익률 (%)	-0.8	적전	적전	-0.5	-0.3 %pt
지배순이익률 (%)	-0.6	적지	적전	-1.2	+0.6 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	1,277	1,461	1,488	1,548
영업이익	182	163	133	159
지배순이익	134	96	99	118
PER	5.7	6.4	5.0	4.2
PBR	5.3	2.6	1.5	1.1
EV/EBITDA	2.5	1.7	1.0	0.5
ROE	112.5	51.2	35.4	30.3

자료: 유안타증권



최지운 윤승

jiyun.choi@yuantakorea.com

BUY (I)
목표주가 12,000원 (I)
직일 목표주가 0원
현재주가 (5/29) 9,450원
상승여력 27%

시가총액	4,933억원
총발행주식수	52,200,000주
60일 평균 거래대금	11억원
60일 평균 거래량	114,774주
52주 고/저	13,370원 / 8,250원
외인지분율	4.25%
배당수익률	0.00%
주요주주	대한항공 외 6 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	6.4	(3.6)	(22.3)
상대	0.3	(10.2)	(23.5)
절대 (달러환산)	11.2	2.6	(22.9)

진에어 목표주가 산정

내용		비고
12M Fwd EBITDA (십억원)	263	
Target EV/EBITDA (배)	1.5	동사 2023~2024년 12M Fwd EV/EBITDA 평균 대비 30% 디스카운트
순차입금 (십억원)	-252	2025년 기준
발행주식수 (천주)	52,200	
적정 주가 (원)	12,403	
목표 주가 (원)	12,000	
전일 증가 (원)	9,450	
상승 여력	27%	

자료: 유안타증권 리서치센터

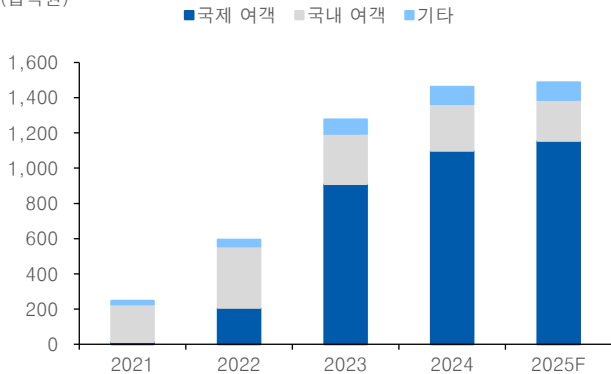
진에어 실적 추이 및 전망

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
원/달러	1,330	1,371	1,356	1,399	1,452	1,410	1,360	1,350	1,364	1,393	1,350
매출액 (십억원)	430	308	365	358	418	316	377	378	1,461	1,488	1,548
YoY (%)	22.1	19.0	13.1	4.4	-2.9	2.4	3.3	5.5	14.4	1.8	4.0
국제 여객 (십억원)	349	214	271	265	348	232	288	286	1,098	1,154	1,202
YoY (%)	31.3	32.1	17.2	5.4	-0.1	8.6	6.1	7.9	20.7	5.1	4.1
ASK (백만 km)	3,455	2,750	3,200	3,303	3,602	2,979	3,405	3,481	12,708	13,468	13,745
RPK (백만 km)	3,144	2,438	2,807	2,974	3,231	2,615	2,980	3,116	11,363	11,942	12,271
L/F (%)	91.0	88.7	87.7	90.0	89.7	87.8	87.5	89.5	89.4	88.7	89.3
Yield (원/km)	111	88	97	89	108	89	97	92	97	97	98
국내 여객 (십억원)	58	73	69	65	46	62	64	62	265	233	240
YoY (%)	-15.5	-7.4	-0.9	-5.0	-21.0	-15.7	-7.7	-4.2	-7.2	-11.9	2.8
ASK (백만 km)	417	467	471	438	378	426	443	439	1,793	1,685	1,712
RPK (백만 km)	355	412	405	372	304	374	389	373	1,544	1,440	1,466
L/F (%)	85.1	88.2	86.0	84.9	80.4	87.8	88.0	85.0	86.1	85.5	85.6
Yield (원/km)	163	178	171	173	150	166	164	166	172	162	164
영업이익 (십억원)	98	1	40	24	58	-2	49	29	163	133	159
YoY (%)	16.0	-95.0	23.1	-49.7	-40.8	적전	21.5	21.9	-10.5	-18.2	19.2
OPM (%)	22.9	0.3	11.0	6.6	13.9	-0.8	13.0	7.6	11.2	9.0	10.3

자료: 유안타증권 리서치센터

진에어 부문별 실적 추이 및 전망

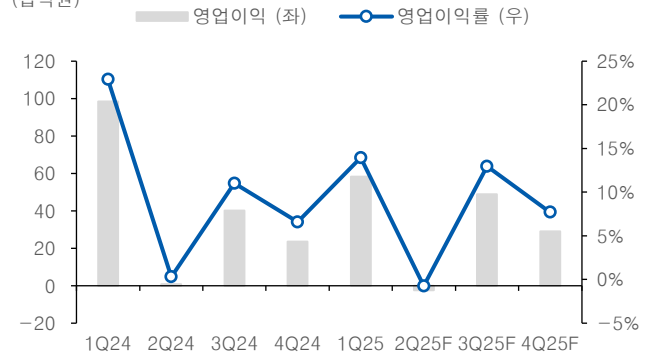
(십억원)



자료: 진에어, 유안타증권 리서치센터

진에어 영업이익 및 영업이익률 추이 및 전망

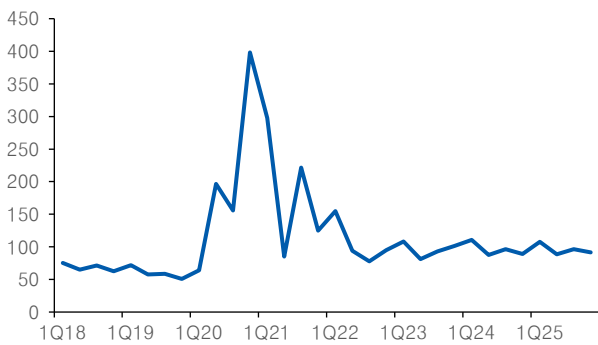
(십억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

진에어 국제 여객 Yield 추이 및 전망

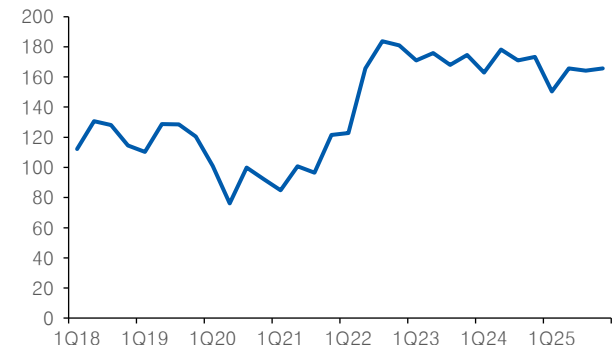
(원/km)



자료: 진에어, 유안타증권 리서치센터

진에어 국내 여객 Yield 추이 및 전망

(원/km)



자료: 진에어, 유안타증권 리서치센터

진에어, 에어부산, 에어서울 보유 항공기 현황

	진에어	에어부산	에어서울	통합 LCC (예정)
A320	27	5		32
A321		15	6	21
B737				
B777	4			4
합계	31	20	6	57

자료: ATIS, 유안타증권 리서치센터

진에어 (272450) 추정재무제표 (K-IFRS)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,277	1,461	1,488	1,548	1,623
매출원가	998	1,179	1,234	1,265	1,329
매출총이익	280	282	254	283	294
판매비	97	119	121	124	130
영업이익	182	163	133	159	164
EBITDA	273	261	250	281	287
영업외손익	-8	-40	-7	-9	-2
외환관련손익	-4	-39	4	-1	0
이자손익	-5	-1	-4	1	6
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	0	0	-8	-10	-8
법인세비용차감전순이익	174	123	126	150	163
법인세비용	40	27	27	32	35
계속사업순이익	134	96	99	118	128
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	134	96	99	118	128
지배지분순이익	134	96	99	118	128
포괄순이익	115	88	100	118	128
지배지분포괄이익	115	88	100	118	128

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	417	329	176	177	187
당기순이익	134	96	99	118	128
감가상각비	90	97	116	122	122
외환손익	4	36	-4	1	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	59	-28	-189	-219	-219
기타현금흐름	131	130	154	156	157
투자활동 현금흐름	-219	-113	-181	-182	-213
투자자산	0	-23	7	0	-2
유형자산 증가 (CAPEX)	-1	0	0	0	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-218	-90	-188	-182	-211
재무활동 현금흐름	-224	-131	-44	-11	-8
단기차입금	-54	19	-21	-8	12
사채 및 장기차입금	-8	75	6	27	11
자본	0	0	-200	0	0
현금배당	-5	0	0	0	0
기타현금흐름	-156	-225	171	-30	-31
연결범위변동 등 기타	0	0	64	102	117
현금의 증감	-26	85	15	86	82
기초 현금	75	50	135	149	235
기말 현금	50	135	149	235	317
NOPLAT	182	163	133	159	164
FCF	417	329	176	177	187

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

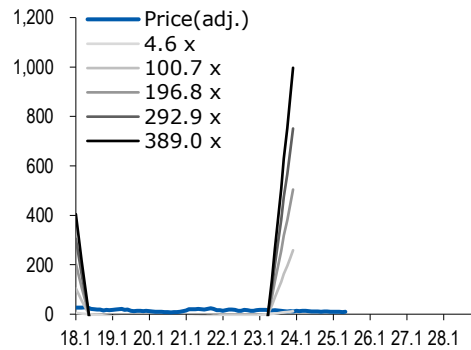
재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	492	681	734	857	1,020
현금및현금성자산	50	135	149	235	317
매출채권 및 기타채권	50	56	59	61	64
재고자산	2	1	1	1	1
비유동자산	460	546	549	570	601
유형자산	1	1	277	155	33
관계기업 등 지분관련 자산	3	4	4	4	4
기타투자자산	27	58	51	51	52
자산총계	952	1,227	1,283	1,427	1,621
유동부채	487	583	536	533	583
매입채무 및 기타채무	159	160	168	173	182
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	15	0	0	0	0
비유동부채	323	413	416	445	462
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	809	996	952	978	1,045
지배지분	143	231	330	449	576
자본금	52	52	52	52	52
자본잉여금	296	296	96	96	96
이익잉여금	-195	-107	193	311	438
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	143	231	330	449	576
순차입금	-85	-165	-252	-357	-484
총차입금	333	427	412	431	454

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	2,564	1,834	1,906	2,258	2,443
BPS	2,775	4,487	6,412	8,704	11,185
EBITDAPS	5,227	4,991	4,797	5,392	5,495
SPS	24,468	27,994	28,504	29,651	31,089
DPS	0	0	0	0	0
PER	5.7	6.4	5.0	4.2	3.9
PBR	5.3	2.6	1.5	1.1	0.8
EV/EBITDA	2.5	1.7	1.0	0.5	0.0
PSR	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	115.2	14.4	1.8	4.0	4.9
영업이익 증가율 (%)	흑전	-10.5	-18.2	19.2	3.4
지배순이익 증가율 (%)	흑전	-28.5	3.9	18.5	8.2
매출총이익률 (%)	21.9	19.3	17.1	18.3	18.1
영업이익률 (%)	14.3	11.2	9.0	10.3	10.1
지배순이익률 (%)	10.5	6.6	6.7	7.6	7.9
EBITDA 마진 (%)	21.4	17.8	16.8	18.2	17.7
ROIC	-54.8	-36.8	-47.0	-75.4	-42.6
ROA	15.7	8.8	7.9	8.7	8.4
ROE	112.5	51.2	35.4	30.3	24.9
부채비율 (%)	566.0	430.6	288.2	218.1	181.2
순차입금/자기자본 (%)	-59.5	-71.2	-76.4	-79.6	-83.9
영업이익/금융비용 (배)	10.7	7.2	4.6	5.4	5.3

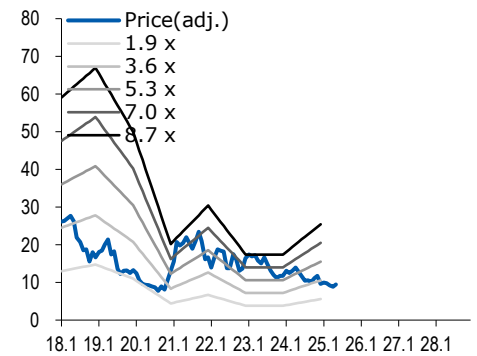
P/E band chart

(천원)



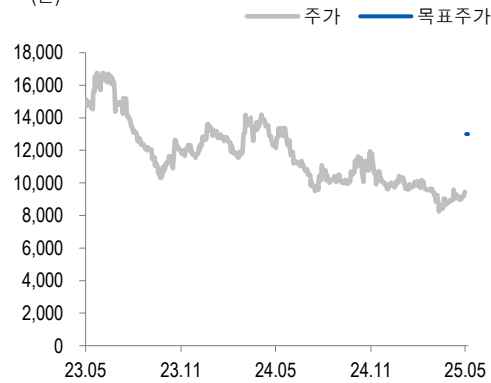
P/B band chart

(천원)



진에어 (272450) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-05-30	BUY	12,000	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93.7
Hold(중립)	6.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-05-30

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 최지운)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

팬오션 (028670)

업황 부진 속에서 돋보이는 방어력

투자의견 BUY, 목표주가 5,000원으로 커버리지 개시

팬오션에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 5,000원으로 커버리지 개시. 목표주가는 12M Fwd BPS 10,954원에 PBR 0.46배를 적용해 산정. Target Multiple은 글로벌 벌크 선사 Peer 12M Fwd PBR 평균 0.6배 대비 25%를 디스카운트한 수치로, 글로벌 선사 대비 낮은 선대 보유량과 ROE를 반영. 현재 동사의 밸류에이션은 PER 5.8배, PBR 0.3배 수준으로 저점 구간에 위치. 장기계약 기반의 이익 안정성을 감안할 때, 과도한 저평가 국면이라는 판단.

2025년 예상 매출액 5.6조원, 영업이익 4,944억원 전망

동사 2025년 예상 매출액과 영업이익을 각각 5.6조원(YoY +9%), 영업이익 4,944억원(YoY +5%, OPM 9%)으로 전망. 주요 화물인 철광석과 석탄의 수입 수요는 중국 부동산 경기 부진, 철강 감산, 석탄 자급 확대 등 영향으로 둔화 흐름. 이에 따라 2025년 글로벌 벌크 수요 증감률은 -1%를 기록할 것으로 전망. 반면, 2025년 벌크 선복량 증감률은 +3% 수준으로 추정돼 시황은 약세 흐름 예상. 2025년 벌크 부문 영업이익은 전년 대비 -13% 감소한 2,390억원으로 추정.

그럼에도 불구하고, 동사는 장기계약 기반의 LNG 사업에서 연간 1,000억원 이상의 안정적인 이익 기대. 벌크 시황 약세 국면에서도 양호한 이익 방어력이 돋보일 것.

환경 규제 강화와 중국 부동산 경기 회복 가능성에 주목

IMO 환경 규제 강화로 따라 노후 선박 폐선 확대를 예상하며, 중장기적으로 벌크선 공급 과잉 해소에 기여할 것으로 예상. 여기에 중국 경기 부양책 효과가 본격화될 경우, 철광석 등 원자재 수요 회복과 함께, 벌크 시황 반등을 자극할 것으로 기대. 미국의 관세 정책과 USTR 입항수수료 부과 조치의 영향도 제한적이라는 점에서, 대외 정책 리스크에도 비교적

안정적인 구조

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	2Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,372	11.2	-1.6	1,345	2.0
영업이익	129	-4.5	14.0	118	9.2
세전계속사업이익	92	-17.1	21.8	82	11.9
지배순이익	91	-17.1	26.2	83	9.8
영업이익률 (%)	9.4	-1.6 %pt	+1.3 %pt	8.8	+0.6 %pt
지배순이익률 (%)	6.6	-2.3 %pt	+1.4 %pt	6.2	+0.4 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	4,361	5,161	5,632	5,945
영업이익	386	471	494	534
지배순이익	245	268	338	381
PER	11.1	7.8	5.8	5.2
PBR	0.6	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	4.7	5.1	4.6	4.4
ROE	5.3	5.2	5.9	6.5

자료: 유안타증권



최지운 윤승

jyun.choi@yuantakorea.com

BUY (I)

목표주가 5,000원 (I)

직전 목표주가 **0원**

현재주가 (5/29) **3,695원**

상승여력 **35%**

시가총액	19,752억원
총발행주식수	534,569,512주
60일 평균 거래대금	48억원
60일 평균 거래량	1,354,054주
52주 고/저	4,460원 / 3,065원
외인지분율	15.21%
배당수익률	3.64%
주요주주	하림지주 외 12 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	11.6	(2.2)	(15.1)
상대	5.3	(9.0)	(16.4)
절대 (달러환산)	16.6	4.0	(15.7)

팬오션 목표주가 산정

내용	비고
12M Fwd PBR (원)	10,954
Target PBR (배)	0.46
적정 주가 (원)	5,039
목표 주가 (원)	5,000
전일 종가 (원)	3,695
상승 여력	35%

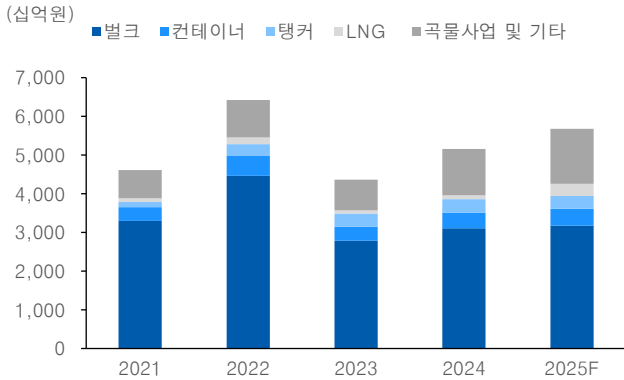
자료: 유안타증권 리서치센터

팬오션 실적 추이 및 전망

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
원/달러	1,329	1,371	1,355	1,400	1,452	1,410	1,360	1,350	1,364	1,393	1,350
BDI (pt)	1,824	1,848	1,871	1,465	1,118	1,398	1,468	1,424	1,752	1,352	1,523
매출액 (십억원)	976	1,233	1,277	1,676	1,393	1,372	1,383	1,484	5,161	5,632	5,945
YoY (%)	-2.1	0.7	14.9	63.0	42.8	11.2	8.4	-11.4	18.3	9.1	5.5
벌크 (십억원)	686	870	827	947	795	829	820	900	3,330	3,343	3,501
YoY (%)	-9.8	1.6	8.0	29.6	15.8	-4.8	-0.9	-4.9	6.9	0.4	4.7
컨테이너 (십억원)	80	94	108	118	113	102	109	107	401	432	442
YoY (%)	-18.1	-2.3	28.6	35.5	40.6	8.6	1.0	-9.2	9.6	7.7	2.5
탱커 (십억원)	98	92	82	76	78	87	85	88	348	338	369
YoY (%)	19.1	5.3	-4.8	-12.8	-20.4	-5.0	4.5	14.9	1.5	-2.8	9.0
LNG (십억원)	19	19	25	40	68	78	80	81	103	307	361
YoY (%)	-11.3	7.5	22.6	70.2	251.6	303.1	225.8	106.2	23.8	199.1	17.6
기타 (십억원)	91	158	236	495	340	276	289	308	980	1,212	1,271
YoY (%)	176.2	-5.1	50.8	396.6	271.5	74.8	22.7	-37.8	115.2	23.7	4.8
영업이익 (십억원)	98	135	128	110	113	129	131	121	471	494	534
YoY (%)	-12.8	8.1	61.2	59.8	15.4	-4.5	2.5	9.8	22.1	4.9	8.1
영업이익률 (%)	10.1	11.0	10.0	6.6	8.1	9.4	9.5	8.1	9.1	8.8	9.0

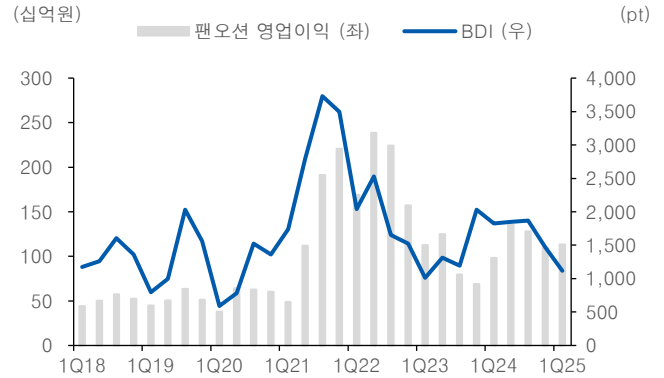
자료: 유안타증권 리서치센터

팬오션 부문별 매출액 추이 및 전망



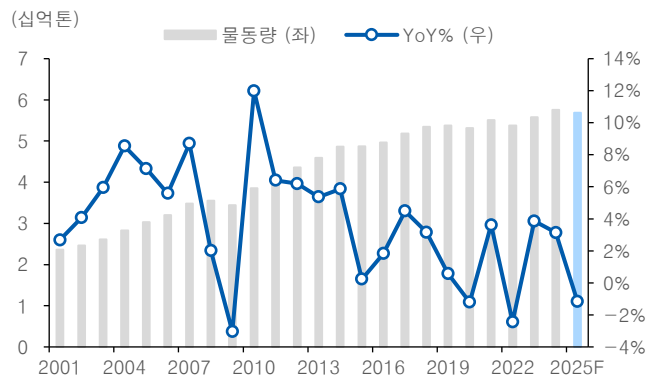
자료: 팬오션, 유안타증권 리서치센터

팬오션 영업이익 및 BDI 추이



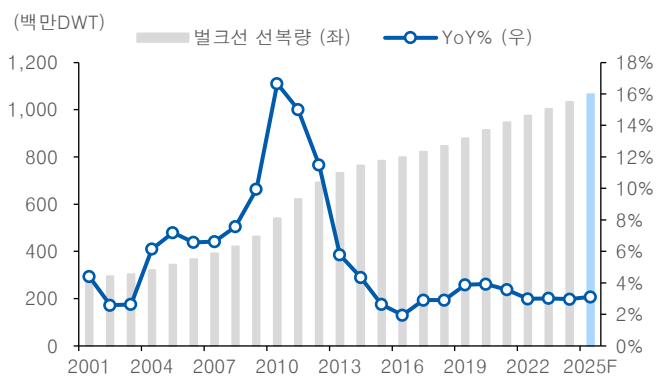
자료: 팬오션, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

글로벌 벌크 물동량 추이 및 전망



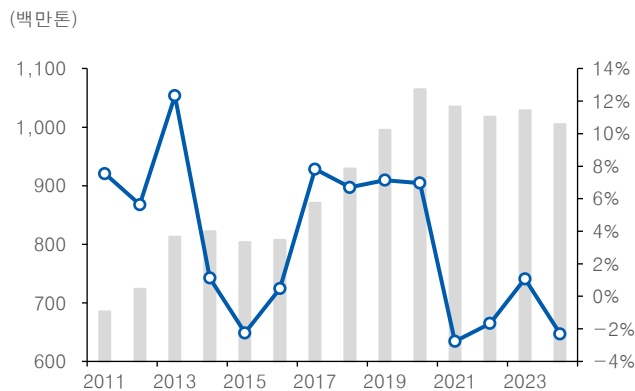
자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

글로벌 벌크선 선복량 추이 및 전망



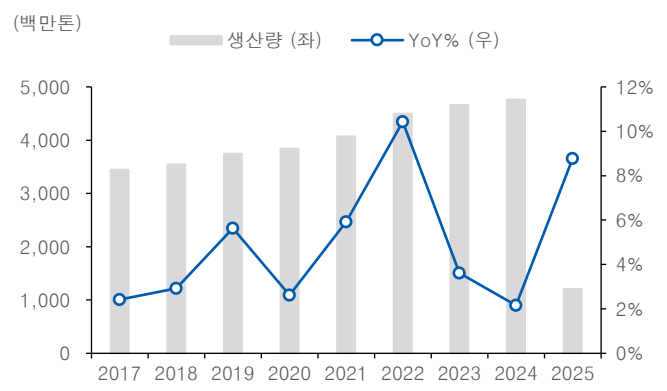
자료: 유안타증권 리서치센터

중국 철강 생산량 추이



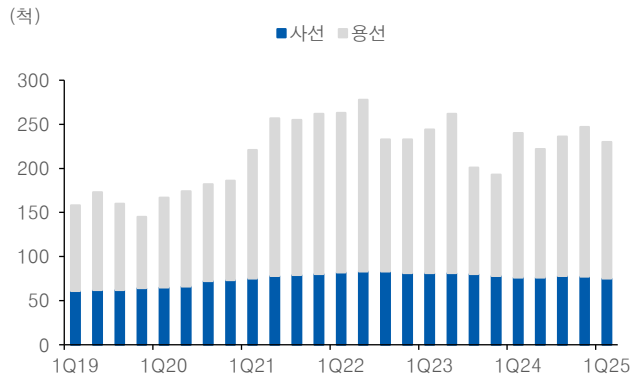
자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

중국 석탄 생산량



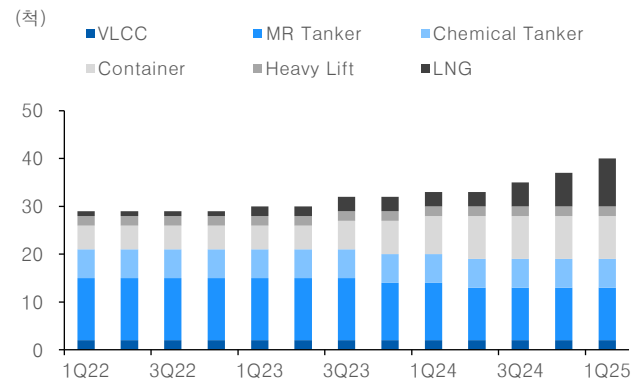
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 2025 년은 3 월 누적 기준

팬오션 벌크 운영 선대 규모 추이



자료: 팬오션, 유안타증권 리서치센터

팬오션 非벌크 사선 운영 선대 규모 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

팬오션 (028670) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서				(단위: 십억원)	
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4,361	5,161	5,632	5,945	6,271
매출원가	3,861	4,578	5,026	5,292	5,568
매출총이익	500	583	607	653	703
판매비	114	112	112	118	131
영업이익	386	471	494	534	572
EBITDA	876	940	1,034	1,094	1,159
영업외손익	-137	-189	-150	-149	-149
외환관련 손익	8	-63	-3	-2	-2
이자손익	-86	-96	0	0	0
관계기업관련손익	-3	24	34	34	34
기타	-56	-54	-182	-182	-182
법인세비용차감전순손익	248	282	344	385	423
법인세비용	3	14	6	4	11
계속사업순손익	245	268	338	381	412
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	245	268	338	381	412
지배지분순이익	245	268	338	381	412
포괄순이익	301	982	195	237	268
지배지분포괄이익	301	982	195	237	268

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 십억원)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	751	676	1,062	1,158	1,213
당기순이익	245	268	338	381	412
감가상각비	490	468	540	560	587
외환손익	-6	11	2	2	2
중속, 관계기업 관련 손익	3	-24	-26	-34	-34
자산부채의 증감	23	-15	47	98	95
기타 현금흐름	-4	-33	161	151	151
투자활동 현금흐름	-84	-660	-303	-837	-856
투자자산	223	-165	59	-6	-11
유형자산 증가 (CAPEX)	-313	-385	-862	-938	-701
유형자산 감소	2	0	553	250	0
기타 현금흐름	4	-111	-53	-144	-144
재무활동 현금흐름	-470	-207	-318	232	25
단기차입금	-11	-79	-14	4	6
사채 및 장기차입금	111	1,502	351	292	83
자본	0	0	-1,225	0	0
현금배당	-80	-45	0	-64	-64
기타 현금흐름	-490	-1,584	570	0	0
연결범위변동 등 기타	12	104	-126	-359	-369
현금의 증감	208	-87	315	194	13
기초 현금	745	953	866	1,181	1,375
기말 현금	953	866	1,181	1,375	1,388
NOPLAT	386	471	494	534	572
FCF	437	291	200	220	512

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

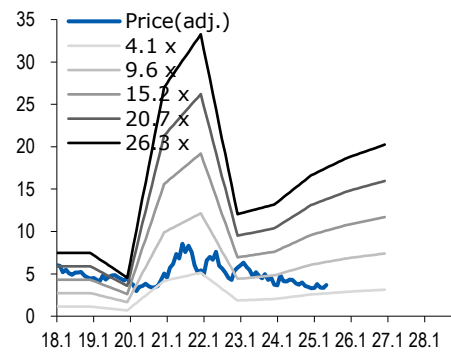
재무상태표				(단위: 십억원)	
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,757	2,022	2,136	2,479	2,596
현금및현금성자산	953	866	1,181	1,375	1,388
매출채권 및 기타채권	231	297	263	273	287
재고자산	119	122	108	112	118
비유동자산	6,097	8,250	8,500	8,633	8,845
유형자산	5,841	7,862	8,165	8,293	8,407
관계기업등 지분관련자산	136	180	159	165	174
기타투자자산	68	103	73	73	76
자산총계	7,854	10,272	10,636	11,112	11,442
유동부채	1,294	1,277	1,294	1,460	1,482
매입채무 및 기타채무	457	477	422	437	461
단기차입금	64	0	0	0	0
유동성장기부채	409	419	552	707	687
비유동부채	1,847	3,341	3,557	3,695	3,799
장기차입금	118	165	120	120	120
사채	0	121	120	120	120
부채총계	3,141	4,618	4,852	5,155	5,281
지배지분	4,713	5,653	5,784	5,957	6,161
자본금	535	535	535	535	535
자본잉여금	1,942	1,942	717	717	717
이익잉여금	1,638	1,860	2,134	2,451	2,799
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	4,713	5,653	5,784	5,957	6,161
순차입금	1,397	2,724	2,779	2,880	2,963
총차입금	2,440	3,864	4,201	4,497	4,586

Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
EPS	458	502	633	713	771	
BPS	8,817	10,576	10,819	11,143	11,525	
EBITDAPS	1,639	1,759	1,935	2,047	2,168	
SPS	8,158	9,655	10,537	11,120	11,732	
DPS	85	120	120	120	120	
PER	11.1	7.8	5.8	5.2	4.8	
PBR	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3	
EV/EBITDA	4.7	5.1	4.6	4.4	4.3	
PSR	0.6	0.4	0.4	0.3	0.3	

재무비율		(단위: 배, %)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액 증가율 (%)	-32.1	18.3	9.1	5.5	5.5	
영업이익 증가율 (%)	-51.1	22.1	4.9	8.1	7.1	
지배순이익 증가율 (%)	-63.8	9.4	26.2	12.6	8.1	
매출총이익률 (%)	11.5	11.3	10.8	11.0	11.2	
영업이익률 (%)	8.8	9.1	8.8	9.0	9.1	
지배순이익률 (%)	5.6	5.2	6.0	6.4	6.6	
EBITDA 마진 (%)	20.1	18.2	18.4	18.4	18.5	
ROIC	6.7	6.4	6.0	6.3	6.5	
ROA	3.2	3.0	3.2	3.5	3.7	
ROE	5.3	5.2	5.9	6.5	6.8	
부채비율 (%)	66.6	81.7	83.9	86.5	85.7	
순차입금/자기자본 (%)	29.6	48.2	48.0	48.4	48.1	
영업이익/금융비용 (배)	3.1	3.5	0.0	0.0	0.0	

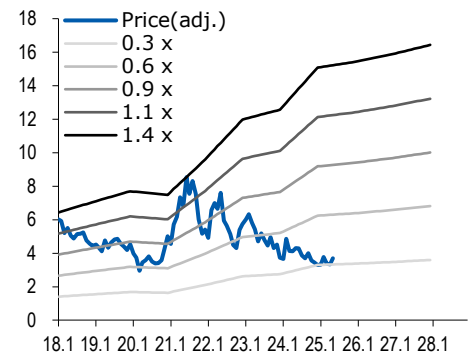
P/E band chart

(천원)



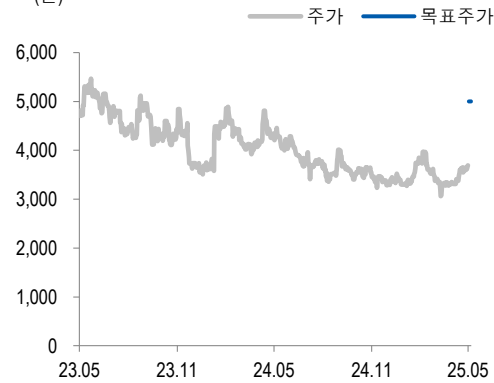
P/B band chart

(천원)



팬오션 (028670) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-05-30	BUY	5,000	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93.7
Hold(중립)	6.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-05-30

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 최지운)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

HMM (011200)

보수적인 접근이 필요한 구간

투자의견 HOLD, 목표주가 23,000원으로 커버리지 개시

HMM에 대해 투자의견 HOLD, 목표주가 23,000원으로 커버리지 개시. 목표주가는 12M Fwd BPS 27,926원에 글로벌 Peer 12M Fwd PBR 평균 0.84배를 적용해 산출. 2025년 컨테이너 해운 시장의 비우호적 흐름과 미국의 관세 정책 불확실성을 감안해 보수적인 접근이 유효하다는 판단.

2025년 예상 매출액 10조원, 영업이익 1.5조원 전망

동사의 2025년 예상 매출액과 영업이익을 각각 10조원(YoY -14%), 1.5조원(YoY -57%, OPM 15%)으로 전망. 미중 관세 유예에 따른 단기 재고 축적 수요와 선사들의 선박 공급 부족 영향으로 SCFI 운임은 5월 중순 상승 전환. 다만, 이러한 운임 반등은 구조적으로 지속되기 어려울 것으로 판단. 2025년 글로벌 컨테이너선 선복량 증감률은 높은 인도량에 따라 수요 증감률을 크게 상회하는 수준. 전체 선복량 대비 발주잔량 비중(28%)도 높아, 공급 압력은 더욱 심화될 것으로 전망. 이에 따라 장기적인 관점에서 SCFI 운임은 하향 안정화 흐름에 접어들 것으로 예상하며, 전사 실적의 하방 압력도 불가피할 것. 한편, 동사 매출원가 항목 중 높아진 항화물비는 실적 측면에서 추가적인 부담 요인으로 작용할 가능성을 배제할 수 없을 것.

자사주 매입 소각은 주가 하단을 지지

컨테이너 해운은 미국 관세 정책 변화에 가장 직접적인 영향을 받는 산업 중 하나로, 향후 물동량 회복에 대한 불확실성 상존. 그러나, 동사는 2024년 결산 배당으로 5,286억원을 집행한 데 이어, 2025년에는 약 2조 원 규모의 자사주 매입 및 소각을 예고한 상태. 이는 발행주식 총수의 약 10%에 해당하는 규모로, 시장 약세 구간에서 대규모 주주환원정책을 통해 주가 하단을 지지할 것으로 기대.

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	2Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	2,383	-10.5	-16.5	2,403	-0.8
영업이익	286	-55.6	-53.4	308	-6.9
세전계속사업이익	349	-49.9	-53.6	328	6.5
지배순이익	339	-48.8	-54.2	329	2.9
영업이익률 (%)	12.0	-12.2 %pt	-9.5 %pt	12.8	-0.8 %pt
지배순이익률 (%)	14.2	-10.6 %pt	-11.7 %pt	13.7	+0.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	8,401	11,700	10,114	9,736
영업이익	585	3,513	1,512	990
지배순이익	969	3,782	1,657	1,025
PER	10.2	3.5	12.9	21.8
PBR	0.6	0.6	0.8	0.8
EV/EBITDA	0.6	0.4	5.2	6.4
ROE	4.6	15.3	6.1	3.8

자료: 유안타증권



최지운 윤승

jyun.choi@yuantakorea.com

HOLD (I)
목표주가 23,000원 (I)
직전 목표주가 0원
현재주가 (5/29) 21,800원
상승여력 6%

시가총액	223,459억원
총발행주식수	1,025,039,496주
60일 평균 거래대금	441억원
60일 평균 거래량	2,154,978주
52주 고/저	22,950원 / 15,750원
외인지분율	7.95%
배당수익률	3.40%
주요주주	한국산업은행

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	19.5	11.3	19.9
상대	12.6	3.6	18.0
절대 (달러환산)	24.8	18.4	19.0

HMM 목표주가 산정

내용	비고
12M Fwd PBR (원)	27,926
Target PBR (배)	0.84
적정 주가 (원)	23,458
목표 주가 (원)	23,000
전일 종가 (원)	21,800
상승 여력	6%

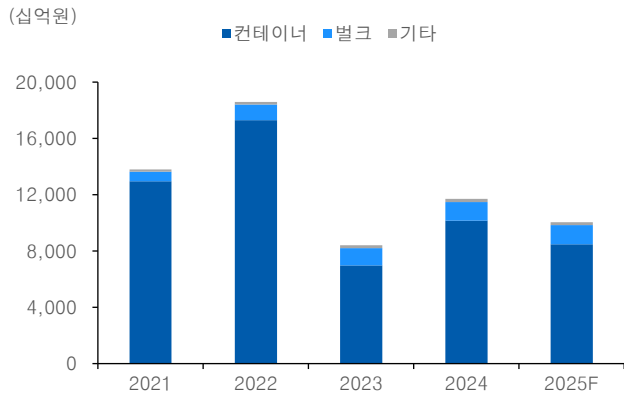
자료: 유안타증권 리서치센터

HMM 실적 추이 및 전망

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
원/달러	1,330	1,371	1,356	1,399	1,452	1,410	1,360	1,350	1,364	1,393	1,350
SCFI (pt)	2,010	2,628	3,082	2,257	1,762	1,365	1,393	1,212	2,494	1,433	1,129
매출액 (십억원)	2,330	2,663	3,552	3,155	2,855	2,383	2,532	2,345	11,700	10,114	9,736
YoY (%)	11.9	25.0	67.0	52.9	22.5	-10.5	-28.7	-25.7	39.3	-13.6	-3.7
컨테이너 (십억원)	1,936	2,254	3,188	2,770	2,466	2,002	2,131	1,953	10,148	8,552	8,133
YoY (%)	10.5	26.5	82.9	64.1	27.4	-11.2	-33.1	-29.5	45.7	-15.7	-4.9
벌크 (십억원)	339	348	319	331	335	327	349	339	1,337	1,350	1,391
YoY (%)	18.9	16.1	-4.6	2.3	-1.1	-6.1	9.4	2.4	7.6	1.0	3.0
기타 (십억원)	55	61	45	54	53	54	52	53	215	212	212
YoY (%)	22.8	28.9	-8.4	4.2	-2.4	-11.4	14.1	-2.0	11.3	-1.4	-0.2
매출원가 (십억원)	1,827	1,893	1,988	2,029	2,104	1,994	2,046	2,038	7,737	8,181	8,305
YoY (%)	78.4	71.1	56.0	64.3	73.7	83.7	80.8	86.9	66.1	80.9	85.3
항화물비 (십억원)	831	843	900	930	997	948	973	988	3,505	3,907	4,001
용선료 (십억원)	417	446	478	438	454	434	436	435	1,779	1,760	1,790
연료비 (십억원)	331	350	335	346	356	314	334	314	1,362	1,318	1,283
감가상각비 (십억원)	166	165	160	182	191	187	186	187	673	752	764
기타 (십억원)	82	89	114	132	105	110	116	114	418	445	466
매출총이익 (십억원)	503	771	1,564	1,126	751	389	486	307	3,963	1,933	1,431
YoY (%)	25.3	218.8	831.7	586.1	49.4	-49.6	-68.9	-72.7	306.6	-51.2	-25.9
영업이익률 (%)	21.6	28.9	44.0	35.7	26.3	16.3	19.2	13.1	33.9	19.1	14.7
영업이익 (십억원)	407	644	1,461	1,000	614	286	410	202	3,513	1,512	990
YoY (%)	32.6	303.6	1827.5	2260.7	50.8	-55.6	-71.9	-79.8	500.7	-57.0	-34.6
영업이익률 (%)	17.5	24.2	41.1	31.7	21.5	12.0	16.2	8.6	30.0	14.9	10.2

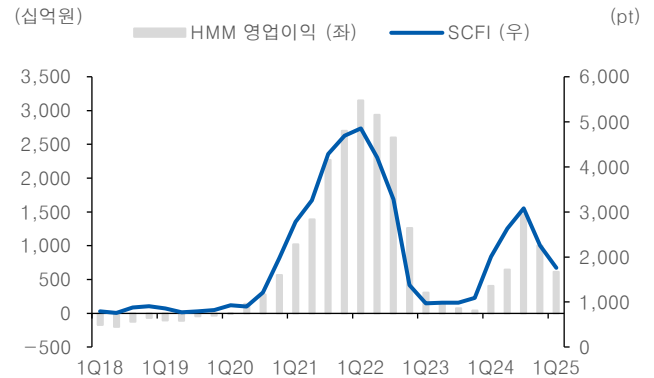
자료: 유안타증권 리서치센터

HMM 연간 매출액 추이 및 전망



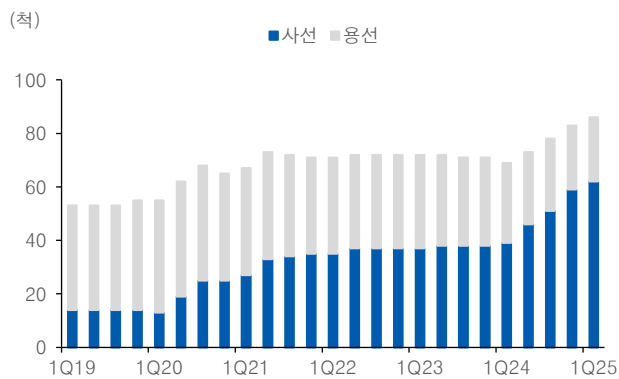
자료: HMM, 유안타증권 리서치센터

HMM 영업이익 및 SCFI 추이



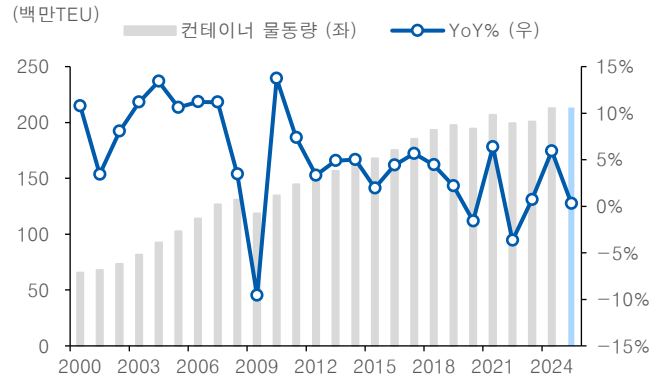
자료: HMM, Clarksons, 유안타증권 리서치센터

HMM 컨테이너 선대 규모 추이



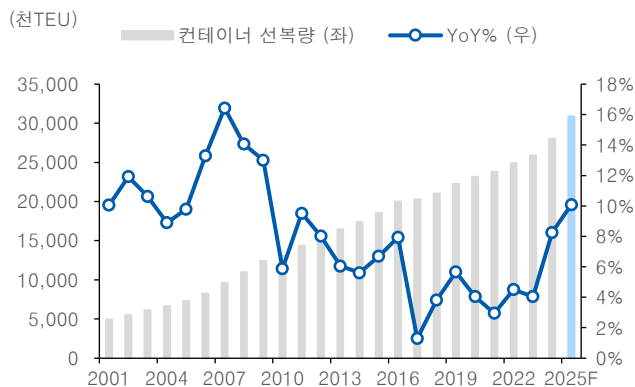
자료: HMM, 유안타증권 리서치센터

글로벌 컨테이너 물동량 추이 및 전망



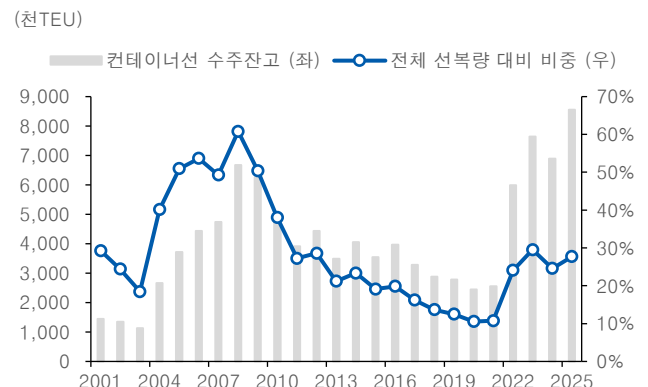
자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

글로벌 컨테이너 선박량 추이 및 전망



자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

글로벌 컨테이너 수주잔고 및 전체 선박량 대비 비중 추이



자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

HMM (011200) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 십억원)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액	8,401	11,700	10,114	9,736	10,057	
매출원가	7,426	7,737	8,181	8,305	8,442	
매출총이익	975	3,963	1,933	1,431	1,615	
판매비	390	451	421	442	453	
영업이익	585	3,513	1,512	990	1,162	
EBITDA	1,458	4,416	2,556	2,047	2,288	
영업외손익	469	384	184	64	66	
외환관련손익	16	-476	-11	0	0	
이자손익	500	531	488	339	341	
관계기업관련손익	-154	162	15	0	0	
기타	107	166	-308	-275	-275	
법인세비용차감전순이익	1,054	3,897	1,696	1,053	1,229	
법인세비용	86	114	40	28	33	
계속사업순이익	969	3,782	1,657	1,025	1,196	
중단사업순이익	0	0	0	0	0	
당기순이익	969	3,782	1,657	1,025	1,196	
지배지분순이익	969	3,782	1,657	1,025	1,196	
포괄순이익	1,324	6,947	1,665	1,133	1,304	
지배지분포괄이익	1,324	6,947	1,665	1,132	1,304	

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 십억원)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,980	4,875	2,796	1,518	1,776
당기순이익	969	3,782	1,657	1,025	1,196
감가상각비	873	903	1,044	1,057	1,125
외환손익	-45	-6	14	0	0
중속, 관계기업관련손익	154	-166	-15	0	0
자산부채의 증감	186	-8	-12	-679	-661
기타현금흐름	-156	369	108	115	115
투자활동 현금흐름	-1,487	-6,232	-530	-1,452	-1,734
투자자산	-57	-1	157	-25	-14
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,037	-2,537	-1,430	-1,427	-1,855
유형자산 감소	10	17	8	0	0
기타현금흐름	597	-3,711	735	-1	136
재무활동 현금흐름	-2,238	-539	-2,861	-255	-221
단기차입금	73	-73	0	0	0
사채 및 장기차입금	-1,054	1,470	377	309	342
자본	1,011	977	-83	0	0
현금배당	-667	-528	-569	-564	-564
기타현금흐름	-1,601	-2,385	-2,585	0	0
연결범위변동 등 기타	15	119	-554	651	685
현금의 증감	-1,730	-1,778	-1,149	461	506
기초 현금	4,980	3,250	1,472	323	784
기말 현금	3,250	1,472	323	784	1,290
NOPLAT	585	3,513	1,512	990	1,162
FCF	-57	2,338	1,366	91	-79

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

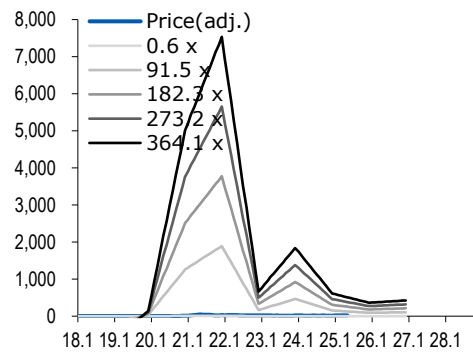
재무상태표				(단위: 십억원)	
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	13,180	17,997	15,636	16,187	16,564
현금및현금성자산	3,250	1,472	323	784	1,290
매출채권 및 기타채권	935	1,568	1,166	1,238	1,268
재고자산	362	402	299	317	327
비유동자산	12,534	15,852	16,744	17,138	17,882
유형자산	7,716	9,846	11,334	11,703	12,433
관계기업등 지분관련자산	333	506	376	399	413
기타투자자산	1,175	366	357	358	359
자산총계	25,713	33,849	32,380	33,325	34,446
유동부채	2,001	2,357	2,159	2,308	2,494
매입채무 및 기타채무	761	838	623	661	683
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	825	958	1,119	1,204	1,354
비유동부채	2,271	3,636	3,831	4,058	4,253
장기차입금	171	89	87	87	87
사채	109	57	58	58	58
부채총계	4,273	5,993	5,990	6,366	6,747
지배지분	21,439	27,854	26,388	26,957	27,697
자본금	3,445	4,405	4,405	4,405	4,405
자본잉여금	4,436	4,453	4,369	4,369	4,369
이익잉여금	10,889	14,115	14,641	15,102	15,735
비지배지분	2	2	2	2	2
자본총계	21,441	27,856	26,390	26,959	27,699
순차입금	-8,690	-11,360	-9,114	-9,266	-9,293
총차입금	3,116	4,513	4,890	5,198	5,541

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	1,829	5,055	1,686	1,000	1,167
BPS	31,115	31,615	25,744	26,299	27,020
EBITDAPS	2,752	5,902	2,601	1,997	2,232
SPS	15,863	15,638	10,292	9,498	9,811
DPS	700	600	550	550	500
PER	10.2	3.5	12.9	21.8	18.7
PBR	0.6	0.6	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	0.6	0.4	5.2	6.4	5.7
PSR	1.2	1.1	2.1	2.3	2.2

재무비율	(단위: 배, %)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	-54.8	39.3	-13.6	-3.7	3.3
영업이익 증가율 (%)	-94.1	500.7	-57.0	-34.6	17.5
지배순이익 증가율 (%)	-90.4	290.5	-56.2	-38.1	16.7
매출총이익률 (%)	11.6	33.9	19.1	14.7	16.1
영업이익률 (%)	7.0	30.0	14.9	10.2	11.6
지배순이익률 (%)	11.5	32.3	16.4	10.5	11.9
EBITDA 마진 (%)	17.4	37.7	25.3	21.0	22.7
ROIC	8.5	36.6	13.0	7.9	8.9
ROA	3.7	12.7	5.0	3.1	3.5
ROE	4.6	15.3	6.1	3.8	4.4
부채비율 (%)	19.9	21.5	22.7	23.6	24.4
순차입금/자기자본 (%)	-40.5	-40.8	-34.5	-34.4	-33.6
영업이익/금융비용 (배)	3.7	26.3	8.2	4.8	5.3

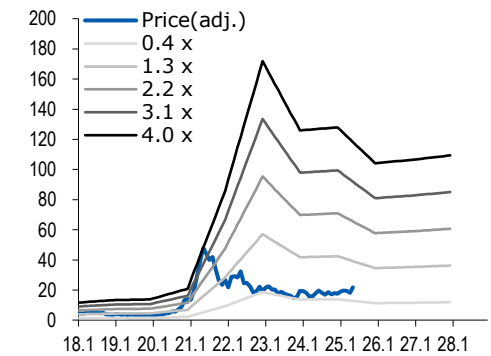
P/E band chart

(천원)

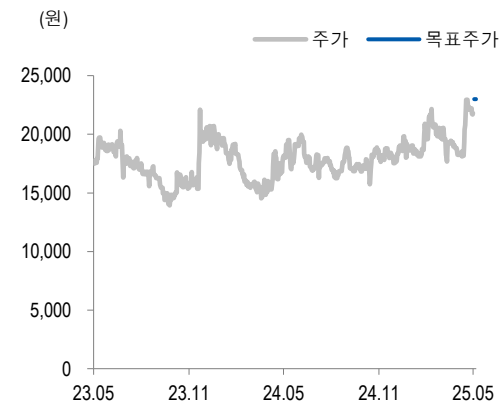


P/B band chart

(천원)



HMM (011200) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-05-30	HOLD	23,000	1년		
2025-03-07	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93.7
Hold(중립)	6.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-05-30

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 최지운)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

Head of Research Center **윤여철**
 3770-3522 / ycyoon@yuantakorea.com

부센터장 2차전지 **이안나**
 3770-5599 / anna.lee@yuantakorea.com

투자전략

팀장 Global Strategist 민병규 3770-3635 byungkyu.min@yuantakorea.com

Derivatives Analyst	정인지	3528	inji.jung@yuantakorea.com
Fund Analyst	김후정	3605	hujung.kim@yuantakorea.com
Strategist	김용구	3521	yg.kim@yuantakorea.com
Passive/ETF Analyst	고경범	3625	gyeongbeom.ko@yuantakorea.com
Economist/ESG	김호정	3630	hojung.kim@yuantakorea.com
US Market Analyst	황병준	3523	byeongjun.hwang@yuantakorea.com

Quant/ETF Analyst	신현용	3634	hyunyong.shin@yuantakorea.com
Research Assistant	박성철	3632	seongcheol.park@yuantakorea.com
Research Assistant	임지윤	3527	jiyoon.lim@yuantakorea.com
Research Assistant	김혜원	3526	hyewon.kim@yuantakorea.com
Research Assistant	김세빈	3646	sebin2.kim@yuantakorea.com

기업분석

팀장 2차전지 이안나 3770-5599 anna.lee@yuantakorea.com

인터넷/SW	이창영	5596	changyoung.lee@yuantakorea.com
화학/정유	황규원	5607	kyuwon.hwang@yuantakorea.com
스물캡	권명준	5587	myoungchun.kwon@yuantakorea.com
철강/금속	이현수	5718	hyunsoo.yi@yuantakorea.com
화장품/유통	이승은	5588	seungeun.lee@yuantakorea.com
제약/바이오	하현수	2688	hyunsoo.ha@yuantakorea.com
통신/지주/방송/우주	이승웅	5597	seungwoong.lee@yuantakorea.com
조선/자동차	김용민	5606	yongmin.kim@yuantakorea.com
미디어/엔터	이환욱	5590	hwanwook.lee@yuantakorea.com
음식료/전력기기	손현정	5595	hyunjeong.son@yuantakorea.com
반도체	백길현	5635	gilhyun.baik@yuantakorea.com
건설/기계	장윤석	5583	yoonseok.chang@yuantakorea.com

금융	우도형	5589	dohyeong.woo@yuantakorea.com
전기전자	고선영	3525	sunyoung.kou@yuantakorea.com
스물캡	백종민	5598	jongmin.baik@yuantakorea.com
운송	최지운	3640	jiyun.choi@yuantakorea.com
Research Assistant	박현주	2672	hyunjoo.park@yuantakorea.com
Research Assistant	김도엽	5580	doyub.kim@yuantakorea.com
Research Assistant	서석준	5585	seokjun.seo@yuantakorea.com
Research Assistant	조혜빈	5594	hevin.cho@yuantakorea.com
Research Assistant	한동우	3647	dongwoo.han@yuantakorea.com
Research Assistant	임석민	3648	seokmin.lim@yuantakorea.com
Research Assistant	김고은	3649	koeun2.kim@yuantakorea.com
Research Assistant	배종성	3643	jongsung.bae@yuantakorea.com

채권분석

팀장 Credit Analyst 유태인 3770-5571 taeyin.yoo@yuantakorea.com

Fixed Income Strategist	이재형	5579	jaehyung.lee@yuantakorea.com
Credit Analyst	김현수	5582	hyunsoo.kim@yuantakorea.com
Credit Analyst	신연화	5721	yeonhwa.shin@yuantakorea.com

Credit Analyst	공문주	5586	moonju.kong@yuantakorea.com
Credit Analyst	이소윤	5572	soyoon.lee@yuantakorea.com
Credit Analyst	황태웅	5578	taewoong.hwang@yuantakorea.com

리서치지원

팀장 조병준 3770-5581 byungjun.cho@yuantakorea.com

