

2025년 연간전망 |

트럼프 2.0 시대와 운송산업 영향

—
Analyst 양지환
jihwan.yang@daishin.com



Investment Summary

2025년 트럼프 관세 정책, 대 중국 규제 등으로 불확실성 증가

- 글로벌 경기 완만한 성장(WGDP 성장률 3.3%) 시현. 전세계 교역량은 3.4%(yoy)로 2024년과 유사한 증가율 기록. 인플레이션 완화 전망. 트럼프의 보호무역, 관세정책 발현 시 교역량 축소 가능
- 원/달러 환율은 상고하저의 흐름 예상. 유가는 OPEC 감산 완화로 하향 안정화 \$65/bbl ~ \$75/bbl
- **[항공업]** 국제여객 수요 증가세 지속 예상되나 증가율은 둔화, 항공화물 관세부과 영향으로 물량 감소 예상되나, 미·중 노선 공급 확대 제한 등으로 양호한 업황 이어질 전망. 국제유가 하향 안정화로 비용 부담 완화. 트럼프 행정부의 중국산 값싼 소비 제품 수입 규제로 C-commerce 물량 감소 가능성이 불안 요인
- **[해운업]** 컨테이너, 벌크는 공급 증가 및 수요 약세로 운임 하방 압력 증가. 트럼프 보호무역 강화 시 북미 완성차 수입 물량 감소할 가능성 있지만, 영향 크지 않을 것으로 예상
- **[택배업]** 전통 육운 업체 미국내 CL사업 활성화, 물류 자동화에 따른 비용 절감. 택배는 저성장 기조 유지 전망
- 2025년 운송업 Top-Pick은 현대글로벌비스. 차선회주로는 대한항공과 CJ대한통운

당사 운송 Universe 투자의견 및 목표주가

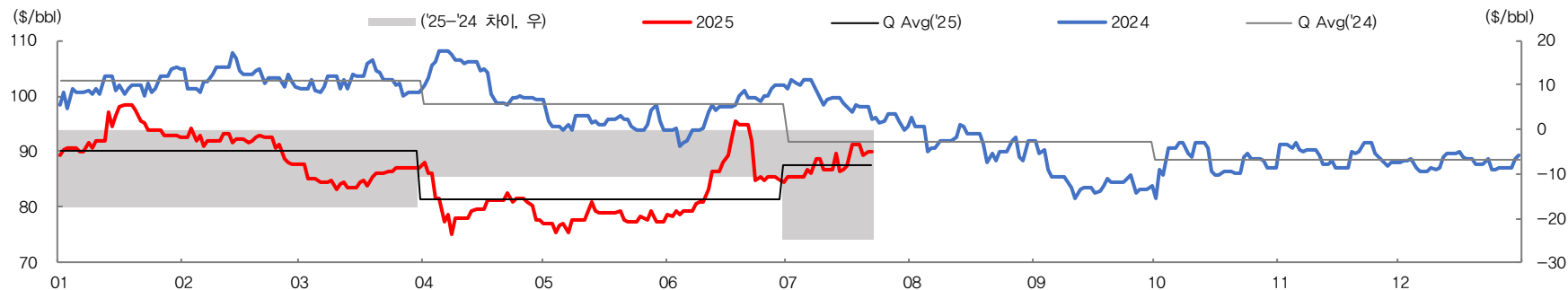
	★ 현대글로벌비스		CJ대한통운		대한항공		HMM		팬오션	
투자의견	BUY		BUY		BUY		Marketperform		BUY	
목표주가	170,000원		110,000원		28,000원		26,000원		5,000원	
현주가(07/22)	143,000원		91,500원		25,250원		24,700원		4,270원	
Upside	18.9%		20.2%		10.9%		5.3%		17.1%	
	24	25F	24	25F	24	25F	24	25F	24	25F
매출액	28,407	30,661	12,117	12,776	17,871	18,624	11,700	10,799	5,161	5,337
영업이익	1,753	2,035	531	542	2,156	2,176	3,513	2,252	471	473
OPM	6.2	6.6	4.4	4.2	12.1	11.7	30.0	20.9	9.1	8.9
%yoy	12.8	16.1	10.5	2.2	20.5	0.9	500.7	-35.9	22.1	0.5
순이익	1,104	1,486	248	269	1,388	1,651	3,777	2,537	268	321
PBR	1.0	1.1	0.5	0.5	0.8	0.7	0.6	0.7	0.4	0.4
PER	8.0	7.2	7.8	7.1	6.0	5.4	3.5	7.0	6.6	5.7
ROE	13.5	16.1	6.9	7.1	13.8	14.6	16.1	9.4	5.6	6.4

2Q25 Earnings Preview

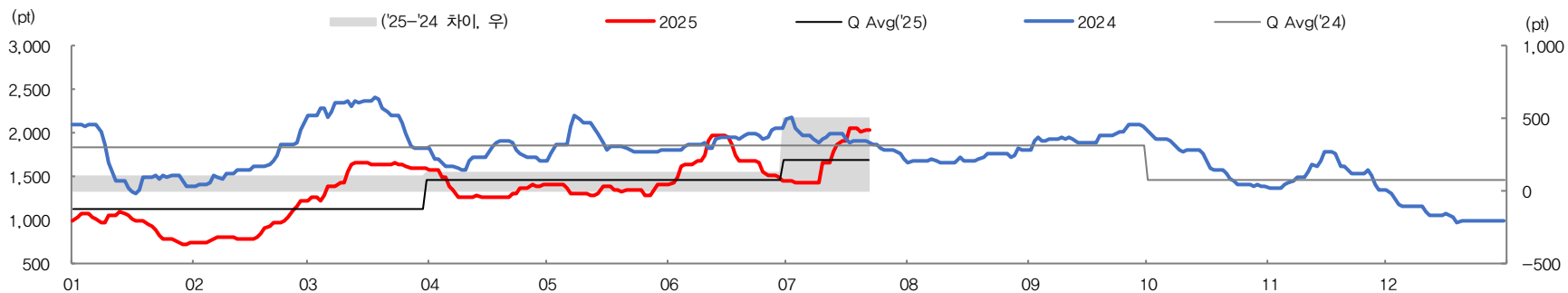
(단위: 십억원, %)		1Q24	4Q24	1Q25	컨센서스	YoY	QoQ	2Q25F	2025F	Comments
현대글로벌비스	매출액	6,586	7,288	7,200	7,255	9.3	-1.2	7,530	30,056	- 2025년 2분기 컨센서스를 상회하는 사상최대 분기실적 시현할 전망 - PCTC 비계열 물량 증가로 외형 및 수익성 개선 지속 - CKD 주요 공장 가동률 견조하게 유지되는 가운데, HMGMA 생산 증가
	영업이익	385	460	480	454	24.8	4.5	529	2,100	
	순이익	304	107	356	306	17.0	232.6	418	1,486	
CJ대한통운	매출액	2,921	3,160	3,017	3,142	3.3	-4.5	3,230	12,822	- 2025년 2분기 실적은 당사 추정치 부합, 시장 기대치 소폭 하회 전망 - 택배 및 CL부문 3분기부터 확실히 개선, 보유 자사주 처리방안 관심 - 2분기 택배 처리량은 401.5백만Box, 평균단가는 2,333원/Box로 전망
	영업이익	109	154	92	149	-15.9	-40.4	110	496	
	순이익	49	92	37	82	-25.6	-60.1	34	232	
HMM	매출액	2,330	3,155	2,648	2,919	13.6	-16.1	2,698	10,645	
	영업이익	407	1,000	565	799	38.8	-43.5	449	1,685	
	순이익	485	893	636	790	31.1	-28.7	545	1,867	
팬오션	매출액	976	1,676	1,094	1,153	12.1	-34.7	1,386	6,295	- 2025년 2분기 실적 당사의 직전 추정을 하회하지만, 시장 컨센서스 부합 - 2분기 평균 BDI 1,462p, 평균환율 1,399원으로 당사 예상보다 낮았던 점과 건화물 용선대수 148척으로(1분기 155척, 2분기 예상 166척) 적었기 때문 - 하반기 BDI 1,300~1,900p의 박스권 흐름 전망. 시황의 급격한 변동을 일으킬 만한 긍정적, 부정적 요인은 아직 없는 것으로 판단
	영업이익	98	110	82	108	-16.6	-25.4	120	556	
	순이익	60	-33	46	75	-24.6	흑전	78	387	
대한항공	매출액	4,291	4,502	4,556	4,641	6.2	1.2	3,986	16,172	- 2025년 2분기 실적은 당사 및 시장 기대치를 소폭 상회 - 펀더멘털 요인 다소 불안정한 상황이나, 유가, 환율 등 변수는 호전 - 주가의 하방 리스크 제한적, 중장기적 관점에서 매수 대응 추천
	영업이익	538	510	517	475	-3.9	1.3	399	1,708	
	순이익	375	369	442	299	18.0	20.0	472	1,631	

Daily Key Chart

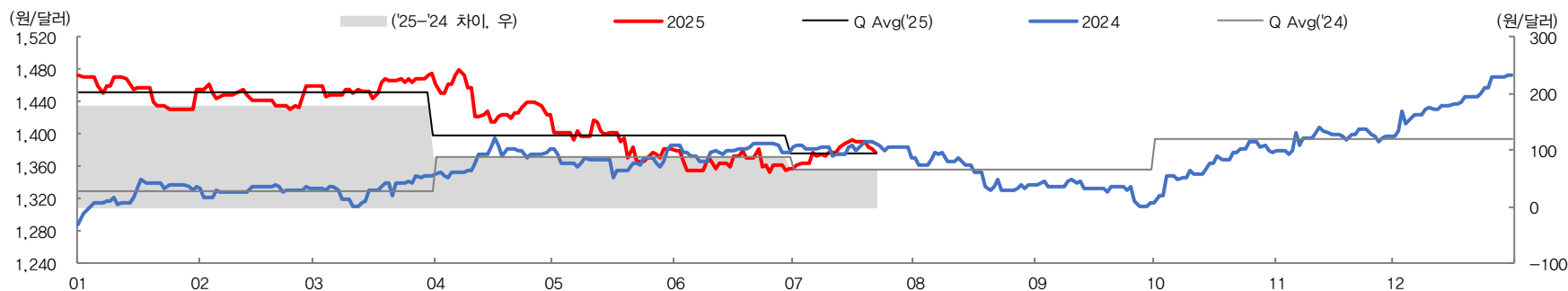
유가 추이



BDI 추이



원/달러 추이

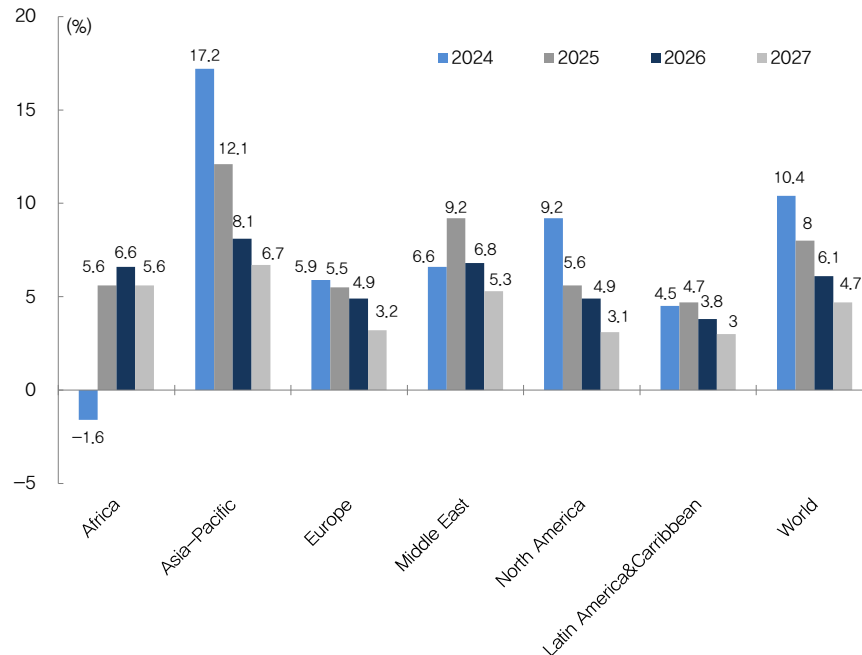


[항공-여객] 2024년 전세계 여객 수요 증가율 10.4%, 2025년 8%로 전망

IATA 2024년 글로벌 항공여객수요는 전년대비 약 10.4%, 2025년에는 8.0%(yoy) 증가 전망

- 2024년 글로벌 항공여객수요 증가 아시아-퍼시픽 지역이 성장을 주도. 2024년 아시아-퍼시픽 여객수요 증가율은 17.2%(yoy)로 전망
- 이는 코로나 이후 국경 개방이 늦었던 중국의 수요 증가 때문. 또한 아시아-퍼시픽 지역의 경제성장을 이끌고 있는 인도 성장에서 기인
- 2025년에도 아시아-퍼시픽 지역의 항공여객수요는 12.1%(yoy)로 전망되어, 전세계에서 가장 높은 성장률을 기록할 것으로 예상
- IATA는 2023~2043년 연평균 항공여객수요 증가율을 3.8%로 전망, 아시아-퍼시픽 지역의 연평균 성장률은 5.3%

2024년 항공여객수요 10.4%, 2025년 8%로 전망



자료: IATA, 대신증권 Research Center

2023~2043 연평균 항공여객수요 증가율 3.8%

Region	CAGR (2023-2043)	Additional Passengers by 2043, million
Africa	3.7%	179
Asia-Pacific	5.3%	2,750
Europe	2.3%	656
Middle East	3.9%	282
North America	2.7%	659
Latin America & Caribbean	2.9%	311
World	3.8%	4,154

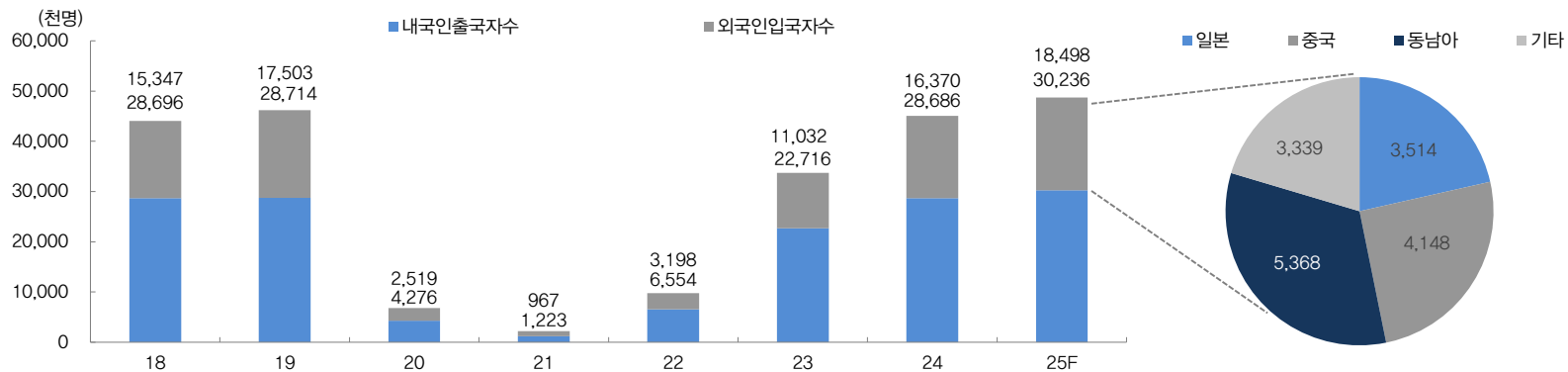
자료:IATA, 대신증권 Research Center

[항공-여객] 2025년 내국인 출국 5.4%, 외국인 입국 13% 성장 전망

2024년 출입국자 45.1백만명(+26.3% yoy), 2025년 출입국자 48.7백만명(+8.0% yoy)

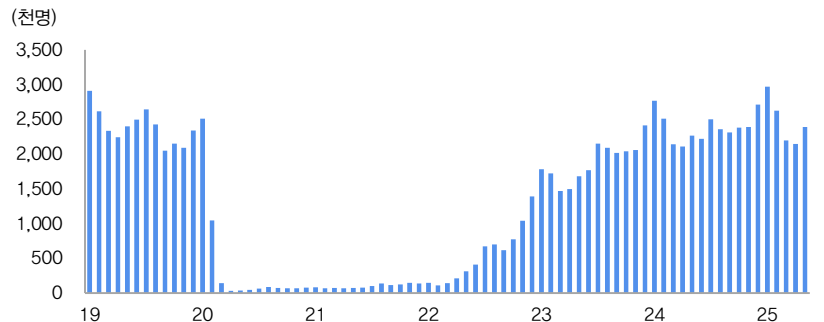
- 2024년 내국인 출국자수는 28.7백만명(+26.3% yoy), 외국인 입국자수는 16.4백만명(+48.4% yoy), 출입국자수는 45.1백만명을 기록
- 2025년 내국인출국자수는 30.2백만명(+5.4% yoy), 외국인 입국자수는 18.5백만명(+13.0% yoy), 출입국자수는 48.7백만명으로 전망
- 2025년 출입국자수는 코로나 이전인 2019년 대비 각각 105.3%, 105.7%로 사상 최고치 기록할 것으로 예상

연도별 입국자 수 및 출국자 수 전망



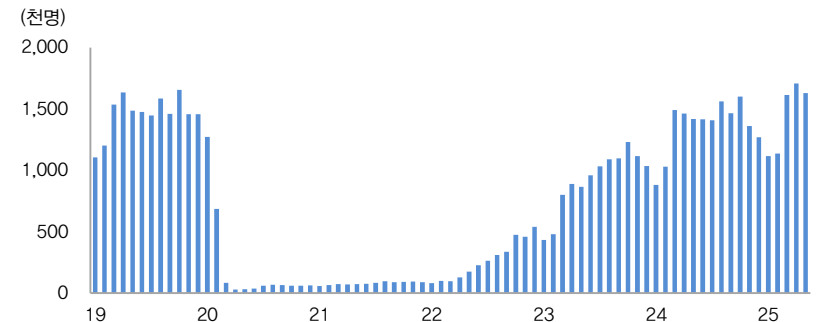
자료: 한국관광공사, 대신증권 Research Center

내국인 출국자 월별 추이



자료: 한국관광공사, 대신증권 Research Center

외국인 입국자 월별 추이



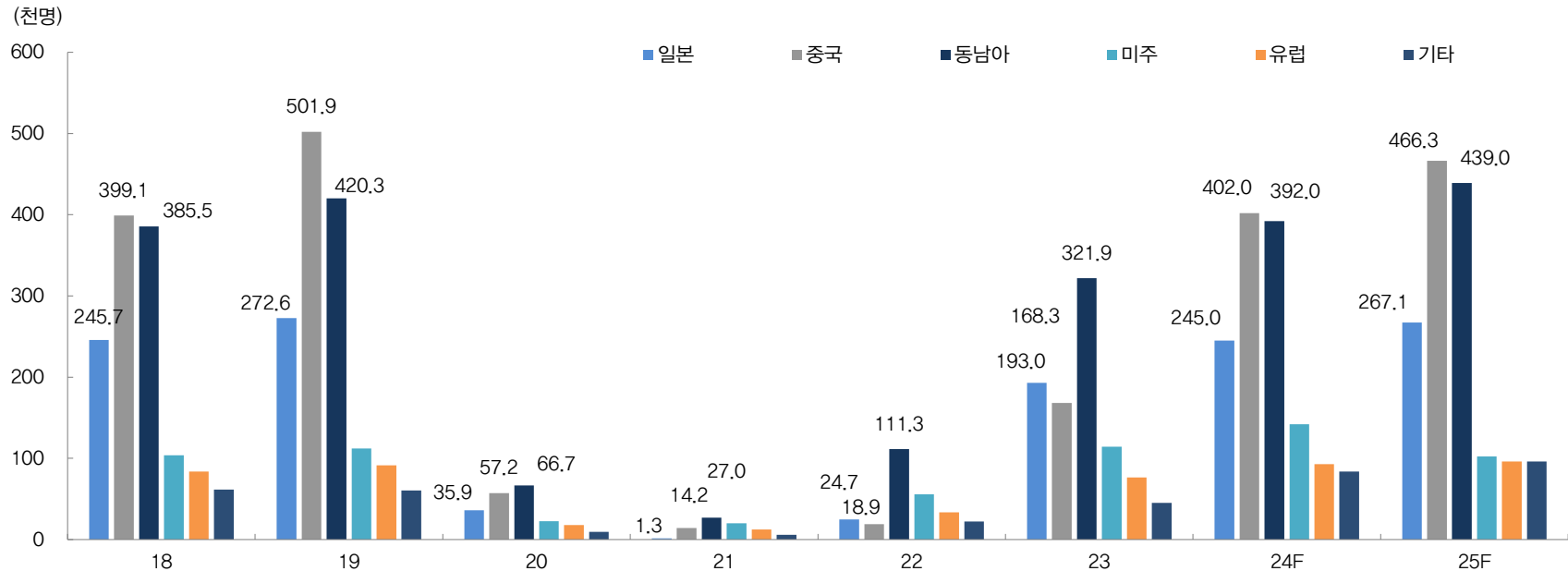
자료: 한국관광공사, 대신증권 Research Center

[항공-여객] 2024~25년 입국자 국가별 전망

2025년 중국 비자면제 효과로 중국노선 성장 예상

- 2024년 월평균 입국자로 볼 때, 일본은 24.5만명, 중국은 40.2만명, 동남아는 39.2만명 수준까지 증가할 전망
2023년 월평균 대비 일본은 26.9%, 중국은 138.9%, 동남아는 21.8% 증가할 전망. 중국과 동남아의 입국 수요 회복률이 예상보다 높은 수준
- 2025년에는 일본 26.7만명, 중국 46.6만명, 동남아 43.9만명 수준으로 각각 9%, 16%, 12% 증가할 것으로 전망
- 미국의 대 중국 규제에 따라 미·중 직항 노선 공급 제한적인 증가에 그칠 공산이 커, 미주 노선 여객 및 항공화물 공급 타이트하게 유지될 가능성 높음
- 트럼프 대통령 취임 후 러시아·우크라이나 전쟁 종식 될 경우 유럽 노선 정상화로 유럽 수요 증가 예상

24~25년 국가별 월평균 외국인 입국자 수 전망



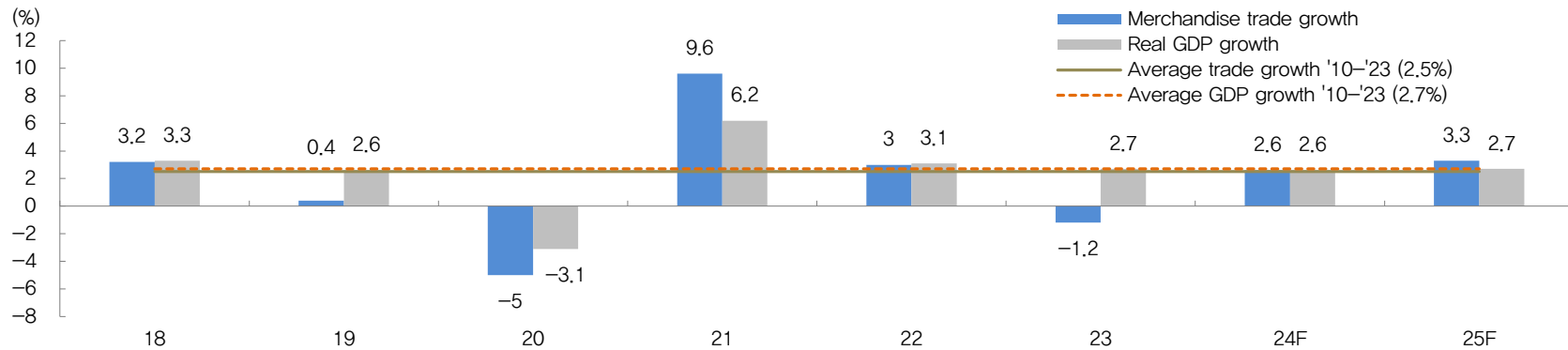
자료: 한국관광공사, 대신증권 Research Center

[항공-화물] 2025년 전세계 상품 교역량 3.3%(yoy) 증가

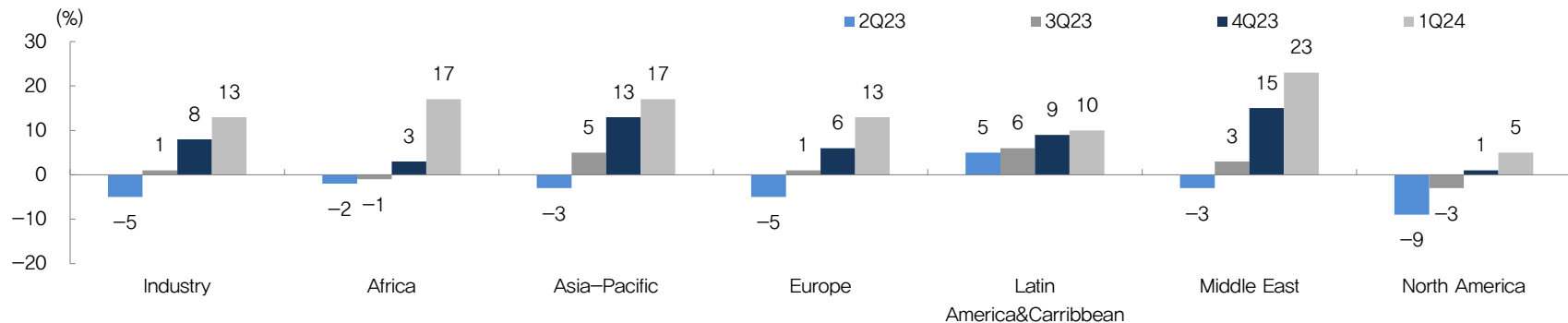
2024~2025년 전세계 항공화물 WGDP 성장률 대비 높은 증가세 시현

- 2024년 항공화물 증가율이 예상보다 높게 나타나고 있는데, 이는 C-Commerce의 물량, 반도체 업황 개선 등에 따른 영향으로 판단
- 중국의 Cross-Border Platform의 글로벌 공략 가속화에 따른 미국과 유럽 등지에서 중국산 저가 소비제품에 대한 수요 증가로 항공 화물 수요는 견조한 증가세 유지할 것으로 예상
- 트럼프 대통령 중국의 저가 소비재 수입에 대한 관세 정책 변경 시 C-commerce 축소 가능성 존재하나 \$800 이하 관세 면제 조치 변화는 어려울 것. 미·중 화물 공급 증가 제한적으로 화물 업황 유지 전망

전세계 상품 교역량 및 GDP연간 성장률, 2018-2025



동기간 내 전년대비 산업 CTK 성장률

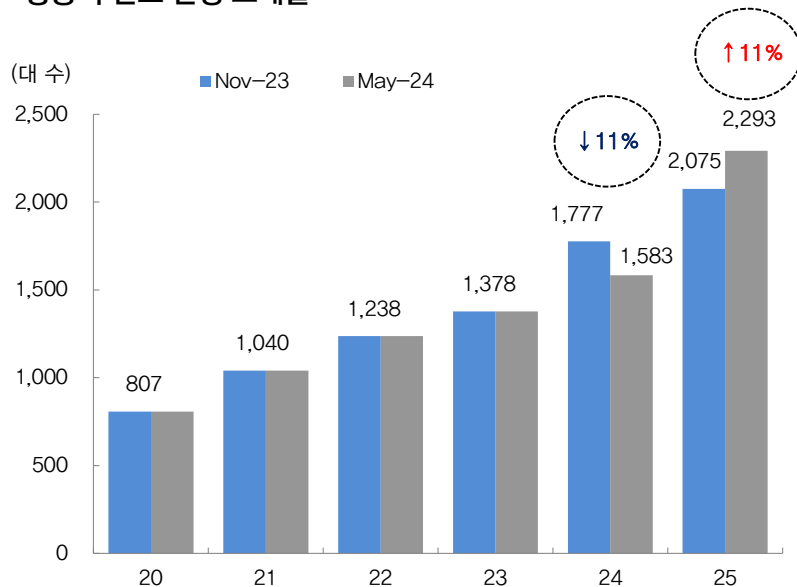


[항공-화물] 항공화물 물량 증가 vs 항공기 인도량 증가에 따른 공급 압력 영향 점검

2024년 인도가 연기된 항공기 2025년 인도로 여객기 배리 공간을 활용한 화물 공급 증가 가능성

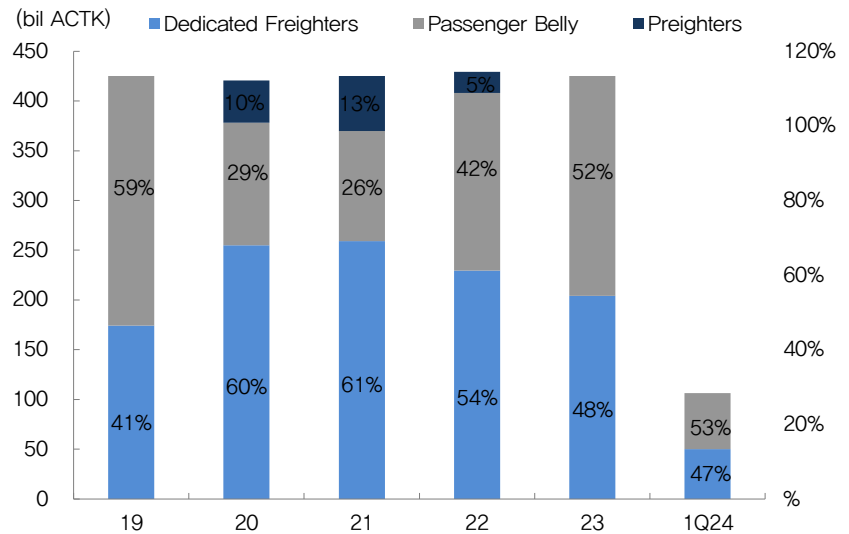
- 2025년에는 2024년 Delivery가 지연되었던 Fleet의 인도로 인해 항공기 공급이 늘어나는 점이 항공화물 시장의 변수로 작용 가능
- 2024년 1분기 기준 전세계 항공화물 공급에서 여객기 Belly Space가 차지하는 비중은 53%로 코로나 이전인 2019년 59% 대비 낮음
- 2025년 항공기 인도 증가로 Belly Cargo Space가 늘어나면서, 항공화물 공급이 증가할 가능성 존재하나, 미국과 중국간의 갈등으로 미·중 직항 노선의 공급 증가 가능성이 낮은 만큼 제한적인 영향에 그칠 전망

항공기 인도 변경 스케줄



자료: IATA, 대신증권 Research Center

화물 비즈니스별 글로벌 국제선 항공화물 CAPA 회복세 추이

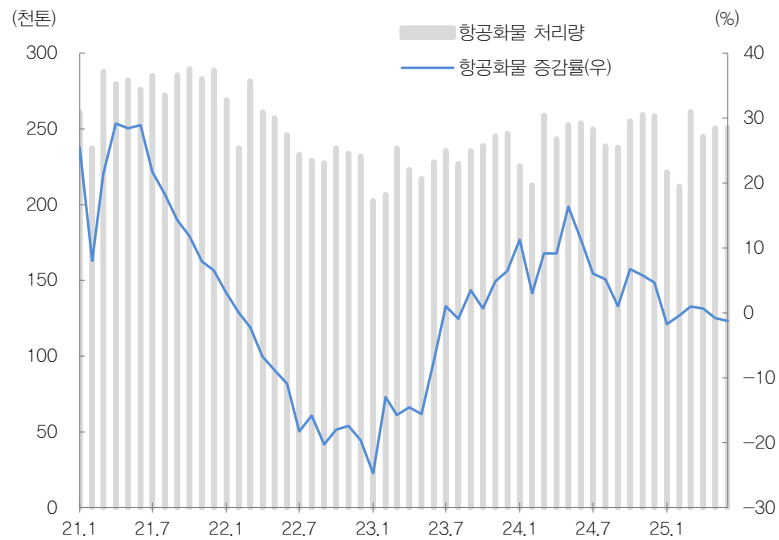


[항공-화물] 항공화물 관세부과로 인한 C-commerce 물량 감소

항공화물 물량 감소에도 견조한 Yield 유지

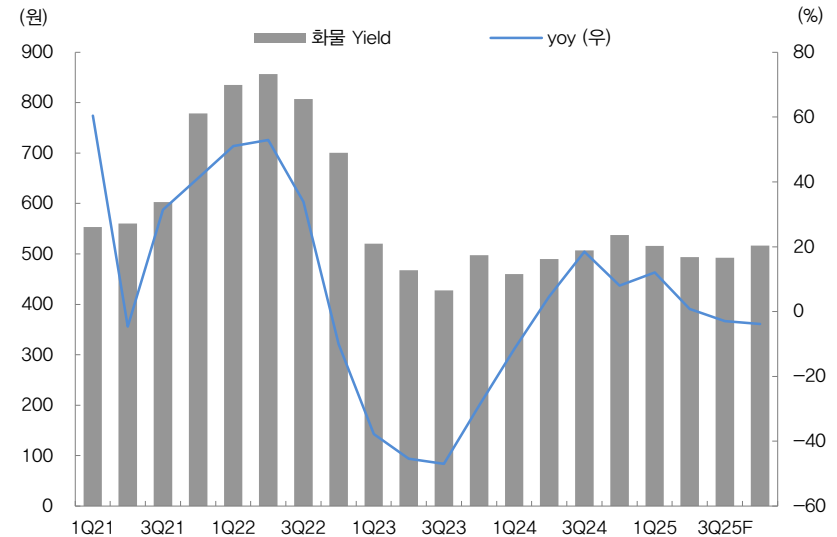
- 인천공항의 항공화물 수송량은 2024년 상반기에는 월평균 10%의 증가세를 보였으나, 2024년 하반기에는 월 평균 4.7%의 증가세를 시현
- 대한항공의 항공화물 Yield는 2023년 3분기를 저점으로 반등해 점진적으로 상승
- 2025년 항공화물 수송량은 미국의 관세 부과에 따른 C-commerce 물량 감소 등 영향으로 소폭 감소 전망
- 타이트한 수급 영향과 대한항공의 아시아나항공 인수로 화물 Yield 조정 폭 크지 않을 전망

항공화물 수요는 2025년 소폭 하락 예상



자료: 인천공항, 대신증권 Research Center

대한항공 분기별 화물 Yield 추이 및 전망



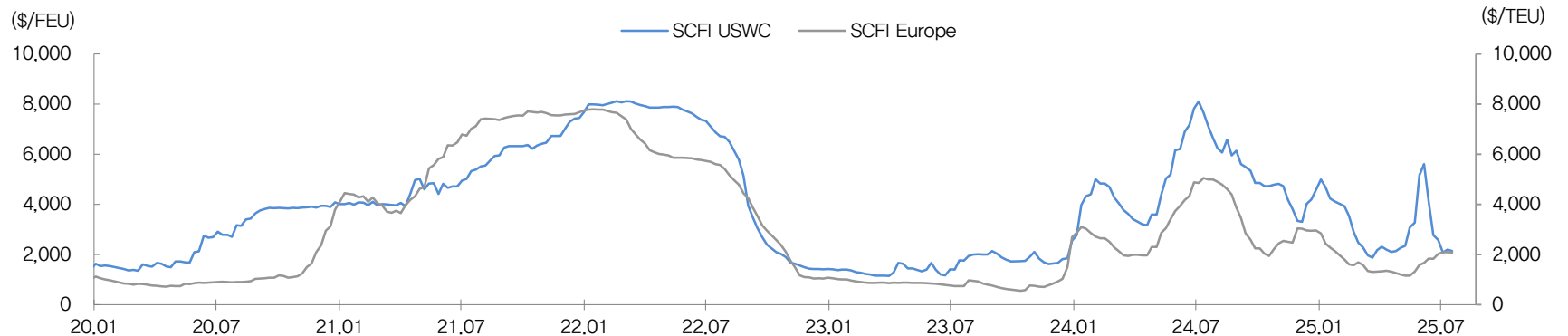
자료: 대한항공, 대신증권 Research Center

[해상운송-Container] 2025년 변형된 사이클이 정상화 될 전망

2024년 수에즈사태로 변형된 사이클. 2025년 정상화 예상. 공급 증가로 운임 하향 안정화

- 2025년 1분기 SCFI 1,761.9p(-12.9% yoy), 2분기 SCFI 1,645.4p(-36.1% yoy) 기록
- 2025년 7월 셋째 주 SCFI는 1,646.9p로 전주 대비 -5.0% 하락하며 6월 첫째 주 2,240.4p 기록한 이후 하락세 이어지는 모습
미서안 SCFI는 \$2,142/TEU(-2.4% wow), 유럽 SCFI는 \$2,079/TEU(-1.0% wow)를 기록

컨테이너 운임 추이



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

연도별 컨테이너 수요 전망

(m.TEUs %)

(Region)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Transpacific	22.0	21.0	23.9	24.3	24.8
Europe	15.4	16.6	17.7	17.9	18.1
Other East-West	32.8	33.9	35.7	37.0	38.2
North-South	63.0	62.3	65	67.2	69.3
Other	67.1	66.7	69.3	71.3	73.0
Total Trade	200.3	200.5	211.6	217.7	223.4
% Growth	-3.8%	0.1%	5.2%	2.8%	2.6%

자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

연도별 컨테이너 공급 전망

(m.TEUs %)

Container Capacity	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<3000	4.7	4.9	5.3	5.3	5.1
3-7,999	6.5	6.9	7.6	7.7	7.6
8-11,999	6.1	6.1	6.3	6.6	6.8
12,-16,999	4.8	5.7	7.1	8.1	8.9
17,000-	3.6	4.3	4.6	4.8	5.1
Total	25.8	27.9	30.9	32.5	33.5
% Growth	4.0%	7.5%	9.7%	4.9%	3.0%

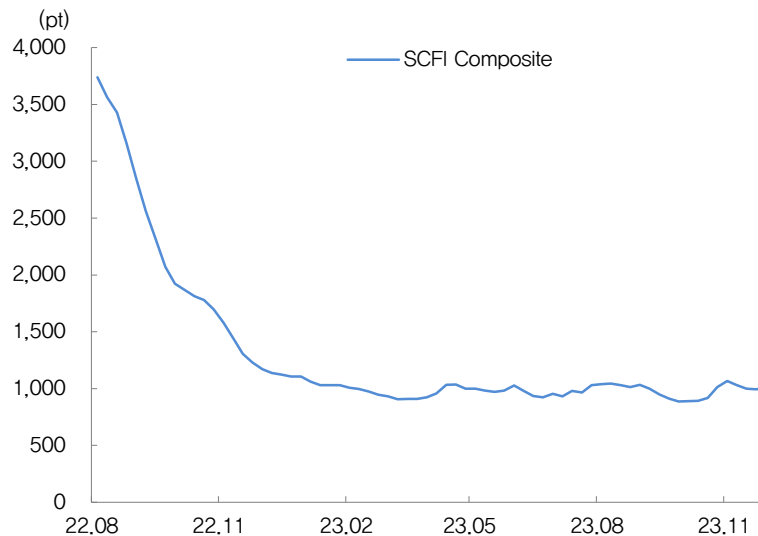
자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

[해상운송-Container] 2025년 컨테이너 운임 경로 완만한 하향 안정세

2025년 공급 압력 증가로 운임 약세 전망

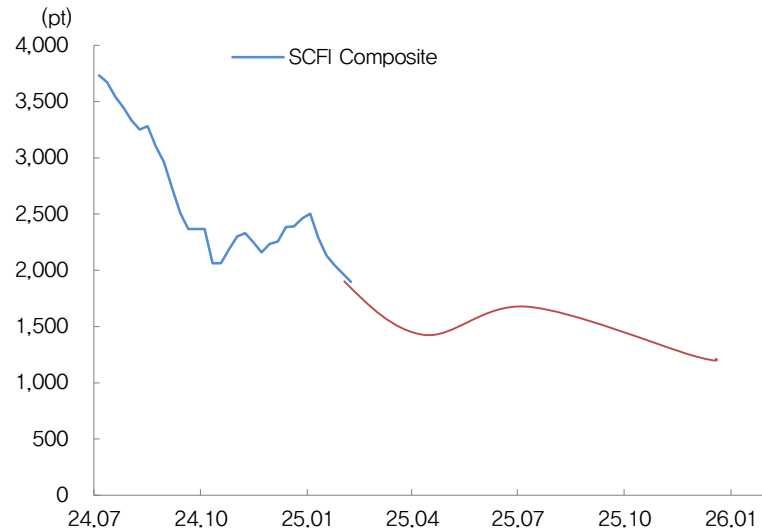
- 2022~23년의 운임 하락 사이클을 살펴보면, 1000p 수준에서 하향 안정화된 모습
- 2025년은 트럼프 행정부의 관세부과, 중동 수에즈 운하의 재개 여부, 미국의 중국 선사 및 중국 건조 선박에 대한 입항세 부과 등 다양한 변수들이 존재
- 2025년 SCFI는 1분기 1500p를 하향 이탈한 이후 4월 중순~7월까지 계절적 반등세를 보이고 연말까지 하락하는 추세를 보일 것으로 예상

2022년 하반기~2023년 SCFI Composite Index 추이



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

2025년 SCFI Composite Index 추이 및 전망



[해상운송] USTR, 중국 해운 조선 규제 발표 – 원안 대비 규제 완화

4월 17일 USTR(미국 무역대표부) 중국 해운 조선 규제안 발표

- USTR의 규제 내용은 크게 4가지로 분류된 부속서에 따라 미국 항만에 입항하는 선박에 대한 입항세 부과를 하는 것으로 요약 가능. 4가지 분류는 I. 중국 선사 및 선주에 대한 단계적 수수료 부과, II. 중국산 선박에 대한 단계적 수수료 부과, III. 외국 자동차 운반 선사에 대한 수수료 부과, IV. 특정 해상운송에 대한 수수료 부과 및 제한 조치로 구성
- 미국에 입항하는 선박은 순톤수(Net Ton), 혹은 컨테이너당 수수료 중 높은 쪽을 기준으로 입항세를 부과 받게 되어 있는데, 20피트 컨테이너 1개당 순톤수는 약 33톤으로 순톤수 기준으로 부과될 가능성이 높다는 판단. 컨테이너 박스 기준으로 부과되는 경우는 순톤수보다 중량이 적을 경우 적용 받을 것으로 예상되는데, 25년 10월 14일부터는 \$120/Box로 시작하여 28년 4월 17일에는 \$250/Box로 인상

USTR Section 301 – Annex I , III, IV

Annex I . Service fee on Chinese Vessel Operators and Vessel Owners of China

Chargeable Period	Service Fee	Rate Basis	Application Basis
2025.04.17~	\$0	per net ton	for the arriving vessel
2025.10.14~	\$50	per net ton	for the arriving vessel
2026.04.17~	\$80	per net ton	for the arriving vessel
2027.04.17~	\$110	per net ton	for the arriving vessel
2028.04.17~	\$140	per net ton	for the arriving vessel

The fee will be charged up to five times per year, per vessel

Annex III, IV 자동차 운반선 \$150/CEU 수수료 부과. 특정 운송 서비스 제한

Annex III	미국에서 건조되지 않은 자동차 운반선을 통해 미국 항만에 입항하는 자동차 운반선의 경우도 이번 규제에 포함. 2025년 10월 14일부터 \$150/CEU의 입항세를 부과. 예외 조치로 선박의 소유주가 동등 이상의 CEU를 가진 미국산 선박을 주문하고 인도 받는 경우에는 3년을 초과하지 않은 기간 동안 해당 수수료를 면제 받을 수 있음
Annex IV	특정해상운송서비스에 대한 제한조치도 포함되었는데, LNG 수출은 Annex IV에 의해 면허를 받고 다음 요구사항을 충족하는 선박으로 운송되어야 함. LNG수출과 관련한 입항세는 2028년 4월 16일까지는 미국산 선박으로 수출해야 하는 규제가 면제되지만, 2028년 4월 17일부터는 미국산 선박으로 운송해야 하는 비율이 점진적으로 상승

USTR Section 301 – Annex II

Annex II. Service Fee on Vessel Operators of Chinese Built Vessels

Vessel operator of China must pay the higher of these two fee calculation methods

Calculation method 1

Chargeable Period	Service Fee	Rate Basis	Application Basis
2025.04.17~	\$0	per net ton	for the arriving vessel
2025.10.14~	\$18	per net ton	for the arriving vessel
2026.04.17~	\$23	per net ton	for the arriving vessel
2027.04.17~	\$28	per net ton	for the arriving vessel
2028.04.17~	\$33	per net ton	for the arriving vessel

Calculation method 2

Chargeable Period	Service Fee	Rate Basis	Application Basis
2025.04.17~	\$0	per net ton	for the arriving vessel
2025.10.14~	\$120	per net ton	for the arriving vessel
2026.04.17~	\$153	per net ton	for the arriving vessel
2027.04.17~	\$195	per net ton	for the arriving vessel
2028.04.17~	\$250	per net ton	for the arriving vessel

The fee will be charged up to five times per year, per vessel

[해상운송] USTR, 중국 해운 조선 규제 발표 – 원안 대비 규제 완화

중국 선사에게 가장 큰 부담, COSCO와 OCEAN Alliance 가장 큰 영향

- 원안 대비 크게 후퇴한 내용의 규제이지만, 미국의 국가 안보를 위해 중국의 해운과 조선업에 대한 규제 목적은 충분히 달성 가능할 것으로 판단. 2025년 2월말 Clarkson Data를 기반으로 중국 선사인 COSCO는 보유중인 사선의 67%(Fleet기준), Orderbook의 100%가 중국 조선소에서 건조된 배로 추정되어 가장 큰 피해가 예상되는 상황
- 먼저 중국 선사(PRC, HK, 마카오 국적과 해당 선사의 이사회 의석 혹은 25% 이상의 지분을 해당 국적이 보유하는 경우도 포함)는 2025년 10월 14일부터 \$50/NT 수수료 부과. 26년 4월 17일부터는 \$80/NT, 27년 4월 17일 \$110/NT로 인상되며, 28년 4월 17일부터는 \$140/NT까지 부과되어 입항세가 매년 \$30/NT씩 점진적으로 인상

표 1.Owned Containership 기준 선사별 China Builder 노출도

Operator	Total No. of Ships	No. of China ships	% of China ships	Total Fleet (TEU)	China Fleet (TEU)	% of China Fleet
MSC	559	128	22.9%	3,245,720	563,825	17.4%
Maersk	322	43	13.4%	2,493,585	117,023	4.7%
CMA CGM	307	118	38.4%	2,212,987	769,094	34.8%
COSCO	274	180	65.7%	2,548,582	1,708,589	67.0%
Hapag-Lloyd	126	17	13.5%	1,314,221	89,430	6.8%
ONE	103	0	0.0%	873,219	0	0.0%
Evergreen	144	44	30.6%	1,154,081	304,696	26.4%
HMM	65	3	4.6%	789,212	6,570	0.8%
Zim	11	1	9.1%	61,768	4,256	6.9%
Yang Ming	54	48	88.9%	258,084	199,808	77.4%

표 2. Container Orderbook 기준 선사별 China Builder 노출도

Operator	Total No. of Ships	No. of China ships	% of China ships	Total Fleet (TEU)	China Fleet (TEU)	% of China Fleet
MSC	112	109	97.3%	1,793,100	1,769,400	98.7%
Maersk	35	20	57.1%	501,450	264,000	52.6%
CMA CGM	74	35	47.3%	1,171,782	594,686	50.8%
COSCO	42	42	100.0%	736,768	736,768	100.0%
Hapag-Lloyd	27	24	88.9%	382,500	312,000	81.6%
ONE	27	22	81.5%	354,500	286,000	80.7%
Evergreen	47	17	36.2%	541,682	65,450	12.1%
HMM	9	0	0.0%	81,000	0	0.0%
Zim	0	0	0.0%	0	0	0.0%
Yang Ming	5	0	0.0%	77,500	0	0.0%

[해상운송-Dry Bulk] 수급 악화로 2025년 상반기까지 약세 전망

2024년 BDI 2023년 대비 개선. IMO의 환경규제 영향 2025년 본격화 예상

- 2024년 Dry-Bulk 수요 증가율은 2.7%, 공급 증가율은 3.1%, 2025년 수요 0.8% 증가, 공급 2.9% 증가 전망
- 2024년은 수에즈 사태 영향으로 톤-마일이 전년대비 5.9% 증가했지만, 2025년 톤-마일 증가율은 1.3%로 낮아질 것으로 예상
- 2025년 벌크 수급 밸런스는 2024년 대비 악화 예상
- 다만, IMO의 환경규제 영향이 2025년 하반기부터 시작될 것으로 전망되는 점이 변수로 작용할 것으로 보임

Dry-Bulk Demand 전망

Dry bulk trade	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Iron Ore	1,479	1,544	1,593	1,586	1,578
Total Coal	1,228	1,316	1,334	1,312	1,300
Grain	512	522	543	552	565
Major Bulks	3,217	3,383	3,470	3,450	3,444
% change	-2.0	5.1	2.6	-0.6	-0.2
Minor bulks	2,146	2,175	2,236	2,300	2,341
% change	-2.4	1.4	2.8	2.9	1.8
Total dry bulk	5,363	5,558	5,706	5,750	5,785
% change	-2.2	3.6	2.7	0.8	0.6
Est. bn tonne miles	29,064	30,747	32,335	32,745	33,065
% change	-0.6	4.7	5.9	1.3	1.0

자료: Clarkson 10월호, 대신증권 Research Center

Dry-Bulk Supply 전망

End Year	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Capesize(100K~)	384.4	394.1	401.3	407	412.3
% Change	2.0	2.5	1.8	1.4	1.3
Panamax(70~99.9K)	245.6	254.1	263.4	271.7	283
% Change	0.4	3.5	3.7	3.2	4.2
Handymax(40~69.9K)	227.7	235.4	245.7	256.3	265.7
% Change	3.1	3.4	4.4	4.3	3.7
Handysize(10~39.9K)	115.7	119.4	124.8	129.9	132.6
% Change	3.4	3.2	4.5	4.1	2.1
Total Bulkcarrier	973	1,003	1,035	1,065	1,094
% Change	2.0	3.1	3.2	2.9	2.7

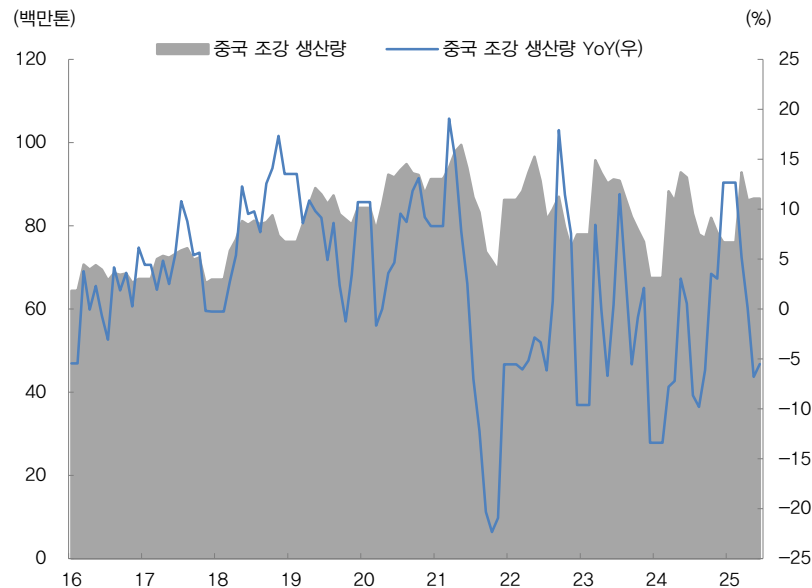
자료: Clarkson 10월호, 대신증권 Research Center

[해상운송-Dry Bulk] 중국의 조강생산량 예상외의 강세, 하반기에는 감소할 가능성 높음

중국의 조강 생산 감소. 중국 부동산 경기 좋아져야 건화물 시황 개선 가능할 전망

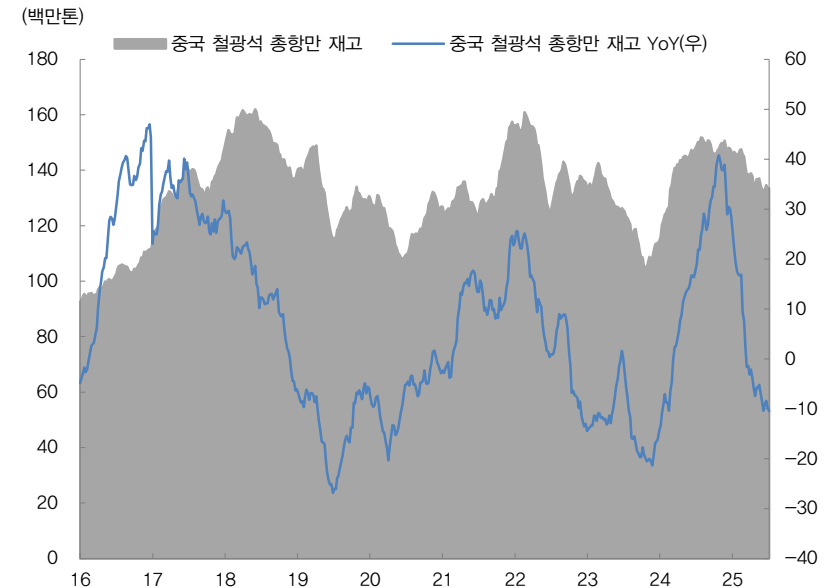
- 중국의 조강생산량은 2023년 월평균 83.9백만톤(-1.7% yoy), 2024년 월 평균은 80.6백만톤으로 2023년 월평균 대비 330만톤 (-3.9% yoy) 감소
- 2025년 상반기 중국의 조강생산량은 월평균 84백만톤으로, 2024년 상반기의 82.3백만톤을 상회하였으나, 하반기부터는 감소할 가능성이 높다는 판단
- 25년 상반기 중국의 철광석 수입량은 월평균 97.5백만톤을 기록. 2024년 상반기 수입량은 월평균 101.9백만톤
- 중국의 철광석 항만재고량은 2025년 7월 첫째 주 133.4백만톤(-10.5% yoy)을 기록하고 있으며, 2025년 월평균 재고량은 139.3백만톤

낮아질 대로 낮아진 중국의 조강생산량



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

중국의 철광석 재고량은 낮지 않은 상황



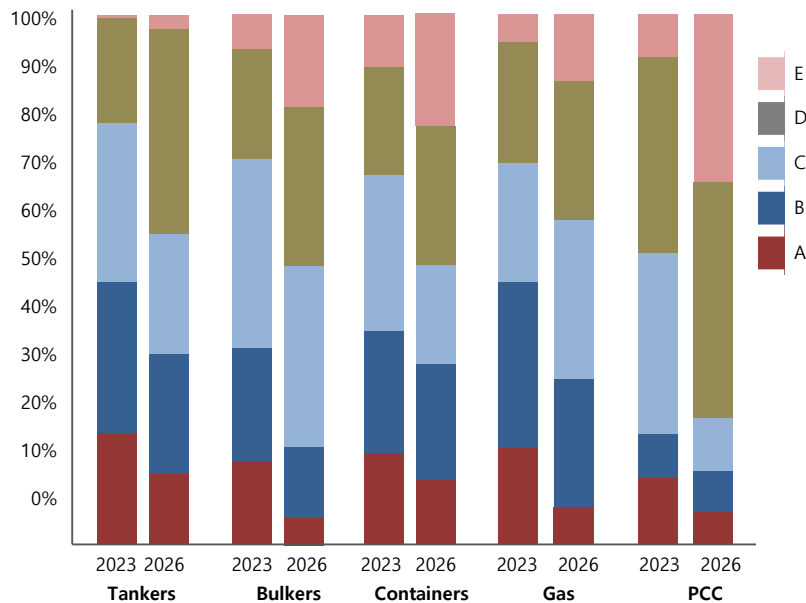
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[해상운송-IMO 규제] CII 등급 규제 2025년 하반기부터 본격 영향

CII D, E 등급 선박 시장에서 하주들에게 외면 받을 가능성

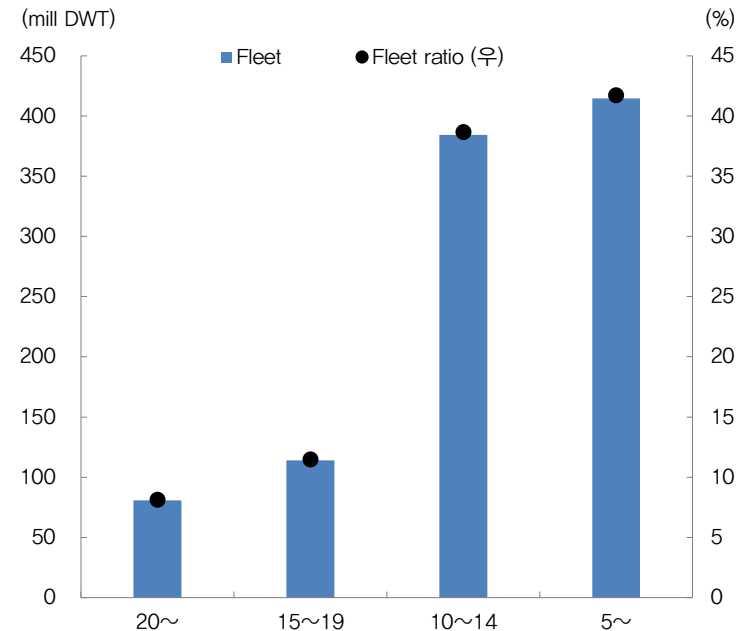
- Clarkson의 추정에 따르면, 2026년 CII Rating이 E 등급에 해당하는 Fleet 비중이 가장 높은 선종은 PCC선, 컨테이너선. D,E 등급의 선박들이 시장에서 퇴출될 가능성이 높다고 가정할 때, 컨테이너와 PCC 선종이 2025년~2027년 환경규제에 따른 공급 부문에서의 영향이 가장 크게 나타날 가능성 존재
- Dry-Bulker의 경우, 2023년 CII Rating E 등급을 기록한 선박량은 전체의 6% 내외 수준으로 추정되고 있으며, 20년 이상의 선령 비중과 유사한 것으로 판단
- E 등급 2년 이상 선박의 시장 퇴출 영향은 2025년 하반기부터 나타날 것으로 예상

Deep Sea Cargo Fleet By CII Rating 2023 vs 2026



자료: IMO, 대신증권 Research Center

15년 이상 선령의 건화물 선박량은 전체의 19.6%



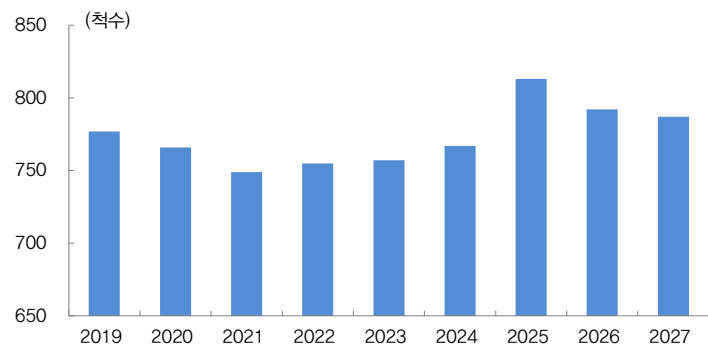
자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

[해상운송-PCTC] 25년 PCC수급 일시적 개선되나 폐선이 변수

25년 공급 증가율 5.9%로 용선료 및 운임 조정 예상

- 2024년 전세계 자동차 생산량 중 해상 물동량 비중은 약 23~24%인 2,205만대 수준으로 전년대비 약 4.4% 증가
- 이 중 극동아시아 발 비중은 2024년 50%에 달할 것으로 예상되어 극동발 완성차 수송 물량이 큰 폭으로 증가. 이는 중국에서 생산된 글로벌 OEM 사들의 물량 증가 및 중국 완성차 업체들의 수출 물량 증가에서 기인한 것으로 판단
- 환경 규제로 인해 자동차선 폐선이 2025년 하반기부터 크게 증가할 것으로 예상되어 2025년 Peak로 자동차선 공급도 안정화될 전망

전세계 자동차선 공급 추이



자료: CICA, 현대글로벌비스, 대신증권 Research Center

전세계 자동차선 세부 전망

	20	21	22	23	24	25	26	27
인도	8	12	4	11	46	64	51	27
폐선	25	6	2	1	-	34	49	33
환경규제감속	-	-	-	-	-	-51	-58	-65
척수	766	749	755	757	767	813	792	787

자료: CICA, 현대글로벌비스, 대신증권 Research Center

	20	21	22	23	24E	25E
전체 생산량	7,762	8,015	8,502	9,012	9,210	9,413
해상물동량	1,670	1,850	2,027	2,111	2,205	2,268
해상물동량 비중	22%	23%	24%	23%	24%	24%
해상물동량 전년대비 증감	-18%	10.8%	9.6%	4.2%	4.4%	2.9%
극동발 해상물동량	706	853	870	1,069	1,112	1,158
한국발	214	234	245	306	316	325
일본발	432	470	405	464	467	470
중국발	60	149	220	300	329	364
전년대비 증감율	-18%	21%	2%	23%	4%	4%
극동발 해상물동량 비중	42%	46%	43%	51%	50%	51%

Top Picks

H. Glovis (086280)

Korean Airline (003490)

HMM (011200)

Pan Ocean (028670)

CJ Logistics (000120)

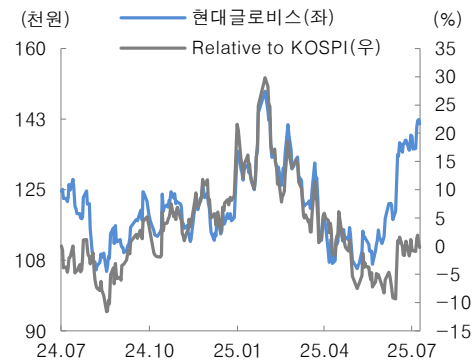
사상최대 분기 실적 전망

투자 의견	BUY
목표주가	170,000원
현재주가 (25.07.11)	141,300원

KOSPI	3175.77
시가총액	10,598십억원
시가총액비중	0.48%
자본금(보통주)	38십억원
52주 최고/최저	149,400원 / 104,700원
120일 평균거래대금	258억원
외국인지분율	49.71%
주요주주	정의선 외 5 인 29.35%
	Den Norske Amerikaline AS 11.00%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	16.2	32.4	8.4	11.9
상대수익률	6.4	1.4	-14.2	1.9

- 투자 의견 매수, 목표주가 170,000원 유지
- 현대글로비스의 2025년 2분기 실적은 시장 컨센서스를 상회하는 양호한 실적을 시현할 것으로 예상. 2분기 평균환율이 1,399원으로 당초 예상보다 낮아지면서 CKD부문의 환율 효과는 줄어들 전망. 완성차 및 자동차 부품에 대한 관세와 USTR의 항만세 부과 등으로 완성차 해상물동량 및 판매량 감소에 대한 시장의 우려가 있었지만, 이러한 우려를 불식시키는 사상최대의 영업이익을 달성할 것으로 예상. PCTC부문에서 미주향 Captive 물량 감소에도 불구하고, 중국을 비롯한 Non-Captive 물량의 증가와 운임인상 효과로 견조한 외형 성장 및 수익성 개선이 이어진 것으로 추정. 또한 주요 해외 공장의 가동률이 견조하게 유지되는 가운데 2024년 10월부터 가동을 시작한 HMGMA의 생산량 증가로 CKD부문에서도 외형성장 기조가 지속되고 있는 것으로 판단함
- 2025년 2분기 매출액 7조 5,298억원, 영업이익 5,286억원 시현 예상
- 분기 기준 사상최대 실적을 시현하며 시장의 우려를 불식시킬 것으로 전망. 주요 사업부문별 실적은(증감은 yoy) [해외물류] 매출액 3조 4,566억원(+7.0%), [CKD] 매출액 3조 505억원(+8.4%)으로 예상. 해외물류 중 ① PCTC부문은 매출액 1조 998억원(+10.5%), ② 벌크 3,083억원(+5.4%), ③ 기타해외물류(포워딩포함) 2조 485억원(+5.5%)으로 예상



(십억원, 원, 배, %)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	25,683	28,407	30,060	31,463	33,560
영업이익	1,554	1,753	2,094	2,226	2,388
세전순이익	1,453	1,545	2,234	2,372	2,536
총당기순이익	1,070	1,099	1,590	1,688	1,805
지배지분순이익	1,061	1,094	1,582	1,680	1,796
EPS	14,148	14,585	21,094	22,393	23,944
PER	6.8	8.1	6.7	6.3	5.9
BPS	103,405	116,975	134,525	151,832	170,198
PBR	0.9	1.0	1.1	0.9	0.8
ROE	14.5	13.2	16.8	15.6	14.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 현대글로비스, 대신증권 Research Center

현대글로비스(086280) 분기 및 연간 별도 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	6,586	7,064	7,469	7,288	7,223	7,530	7,728	7,579	28,407	30,060	31,463
Change (yoy %)	4.5	8.1	18.0	11.8	9.7	6.6	3.5	4.0	10.6	5.8	4.7
매출원가	6,049	6,462	6,807	6,639	6,546	6,820	6,997	6,857	25,957	27,220	28,460
% of 매출액	91.8	91.5	91.1	91.1	90.6	90.6	90.5	90.5	91.4	90.5	90.5
Change (yoy %)	4.7	7.8	16.9	10.7	8.2	5.5	2.8	3.3	10.0	4.9	4.6
매출총이익	537	602	661	649	677	710	732	722	2,450	2,841	3,003
GPM	8.2	8.5	8.9	8.9	9.4	9.4	9.5	9.5	8.6	9.5	9.5
Change (yoy %)	3.3	10.9	30.4	24.6	26.1	17.9	10.6	11.2	17.1	15.9	5.7
판매비	152	163	192	190	175	181	193	197	697	747	777
% of 매출액	2.3	2.3	2.6	2.6	2.4	2.4	2.5	2.6	2.5	2.5	2.5
Change (yoy %)	34.0	25.0	56.3	11.4	15.0	11.4	0.4	3.9	29.8	7.1	4.0
영업이익	385	439	469	460	502	529	538	525	1,753	2,094	2,226
OPM	5.8	6.2	6.3	6.3	6.9	7.0	7.0	6.9	6.2	7.0	7.1
Change (yoy %)	-5.4	6.5	22.1	31.1	30.4	20.3	14.8	14.2	12.8	19.5	6.3
사업부문별 매출액											
국내물류	480	492	495	491	462	478	505	503	1,958	1,949	2,013
해외물류	2,946	3,230	3,417	3,484	3,253	3,457	3,449	3,462	13,077	13,620	14,073
PCC	922	995	1,014	1,069	1,007	1,100	1,110	1,160	4,000	4,376	4,928
벌크	229	293	315	284	250	308	324	303	1,121	1,186	1,316
기타해외물류	1,795	1,943	2,088	2,131	1,996	2,049	2,015	2,000	7,956	8,059	7,829
CKD	2,652	2,814	3,106	2,857	3,012	3,050	3,307	3,142	11,428	12,513	13,331
중고차경매	153	166	171	182	192	172	177	190	672	731	761
기타유통	356	362	281	274	304	373	290	282	1,272	1,248	1,285
사업부문별 매출액 증감											
국내물류	0.8	-1.7	3.9	-5.2	-3.7	-2.8	2.1	2.4	-0.6	-0.5	3.3
해외물류	9.8	15.0	21.8	17.3	10.4	7.0	0.9	-0.6	16.1	4.2	3.3
PCC	20.7	27.8	32.0	29.4	9.2	10.5	9.4	8.5	27.5	9.4	12.6
벌크	-6.5	6.8	17.4	-1.2	9.3	5.4	3.0	6.5	4.3	5.8	11.0
기타해외물류	7.2	10.6	18.1	14.8	11.2	5.5	-3.5	-6.2	12.8	1.3	-2.9
CKD	0.3	4.6	20.8	12.2	13.6	8.4	6.5	10.0	9.3	9.5	6.5
중고차경매	-9.8	-8.3	-6.2	4.7	25.6	3.4	4.0	4.0	-4.9	8.8	4.1
기타유통	8.8	2.2	-5.1	-11.6	-14.5	3.0	3.0	3.0	-1.1	-1.9	3.0

자료: 현대글로비스, 대신증권 Research Center

HMM(O11200)

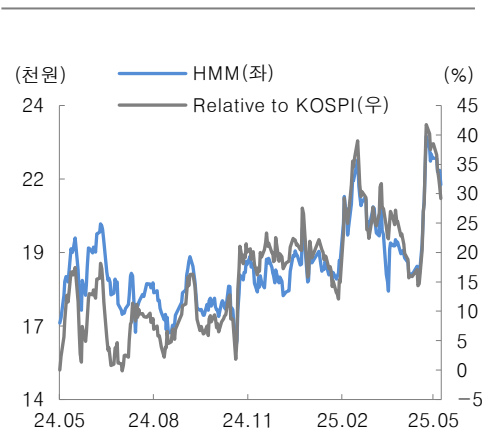
Spot 컨테이너운임 폭등

투자이견	Marketperform
목표주가	26,000원
현재주가 (25.06.02)	22,300원

KOSPI	2697.67
시가총액	21,833십억원
시가총액비중	0.99%
자본금(보통주)	5,125십억원
52주 최고/최저	22,950원 / 15,750원
120일 평균거래대금	453억원
외국인지분율	7.88%
주요주주	한국산업은행 36.02%
	한국해양진흥공사 35.67%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	16.6	8.7	18.6	17.2
상대수익률	10.5	2.1	8.0	14.5

- 투자이견 시장수익률 유지, 목표주가 26,000원으로 13% 상향. 목표주가 상향은 5월 둘째 주부터 4주간 이어진 Spot 컨테이너 운임의 상승을 반영하여 2분기(SCFI 1,352p→1,594p) 및 2025년 컨테이너 운임 전망 (1,450.1p→1,563.5p)과 실적 전망치 상향(OP기준 +2.9%) 및 Target PBR Multiple 상향(0.8x→0.9x)에서 기인. 현 주가 기준 동사의 Peer Group의 PBR은 Hapag-Lloyd 1.3x, Cosco 0.8x, Evergreen 0.9x, YangMing 0.8x 등. 글로벌 Peer에 비해 높은 수익성 및 선대 경쟁력 감안할 때, 저평가 받을 이유는 없다고 판단. 또한 2조원 규모의 자사주 매입 소각이 예정되어 있어 주가의 하방을 지지할 것으로 전망. 다만, 2025~26년 컨테이너 시황은 공급우위의 상황이 지속될 것이라는 기존 전망은 유지
- 2025년 5월 30일 SCFI 2,072.7p로 2025년 1월 17일 이후 최고치 기록. 지난주 SCFI는 2,072p로 2025년 1월 17일 이후 최고치를 기록하였는데, 직전 주말의 SCFI인 1,586p대비 30.7%(+486.6p) 상승하였음. 특히 미주 서안과 동안의 SCFI는 각각 \$6,243/FEU(+45.7% wow), \$5,172/FEU(+57.9% wow)로 SCFI의 상승에 기여. 미주 항로의 Spot 운임이 크게 상승한 이유는 1)미·중 관세 인하 및 유예조치 이후 미주항 컨테이너 Booking이 크게 증가, 2)성수기 할증료 부과 등 글로벌 선사들의 GRI로 인한 운임 상승의 영향으로 판단. 미주 이외의 SCFI유럽 운임도 지난주 \$1,587/TEU(+20.5% wow)로 상승하며, 2월말 이후 최고치를 기록하였는데, 이는 미주항로로의 선박 재배치에 따른 미주 이외 노선에서의 공급 축소 효과 및 GRI 영향 때문



(십억원, 원, 배, %)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	8,401	11,700	10,645	9,156	9,318
영업이익	585	3,513	1,701	806	729
세전순이익	1,054	3,897	1,990	1,002	824
총당기순이익	969	3,782	1,882	902	758
지배지분순이익	969	3,782	1,882	902	758
EPS	1,829	5,055	1,914	880	739
PER	10.7	3.5	11.1	24.2	28.8
BPS	40,483	37,228	29,922	29,199	29,666
PBR	0.5	0.5	0.7	0.7	0.7
ROE	4.6	15.3	6.6	3.0	2.5

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준
자료: HMM, 대신증권 Research Center

HMM(011200) 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 원/달러, 십억원, 천TEU, \$/TEU, %)

FX		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
KRW/USD	Avg.	1,329	1,369	1,356	1,399	1,452	1,450	1,420	1,410	1,363	1,433	1,338
KRW/USD	End	1,347	1,365	1,315	1,472	1,473	1,435	1,400	1,400	1,472	1,400	1,300
BDI	Avg.	1,824	1,854	1,867	1,427	1,122	1,462	1,450	1,600	1,743	1,408	1,899
Change(% YoY)		80.4	41.2	56.0	-29.8	-38.5	-21.2	-22.3	12.1	25.5	-19.2	34.6
SCFI		2,021.8	2,575.5	3,099.8	2,265.3	1,761.9	1,645.4	1,549.9	1,347.8	2,490.6	1,576.3	1,348.0
Change(% YoY)		107.7	161.9	214.5	108.1	-12.9	-36.1	-50.0	-40.5	147.1	-36.7	-14.5
VLCC		68.0	60.7	51.3	49.8	60.1	59.5	58.5	61.0	57.4	59.8	72.5
Change(% YoY)		3.0	4.7	-6.6	-18.1	-11.7	-2.0	14.1	22.5	-4.2	4.0	27.4
매출액		2,330	2,664	3,552	3,155	2,855	2,698	2,679	2,414	11,700	10,645	9,156
% yoy		11.9	25.0	67.0	52.9	22.5	1.3	-24.6	-23.5	39.3	-9.0	-14.0
매출원가		1,827	1,893	1,988	2,029	2,104	2,117	2,127	2,100	7,737	8,447	7,897
% of sales		78.4	71.1	56.0	64.3	73.7	78.5	79.4	87.0	66.1	79.4	86.3
% yoy		-2.9	-19.6	-39.2	-30.1	-6.0	10.4	41.6	35.3	4.2	9.2	-6.5
매출총이익		503	771	1,564	1,126	751	581	552	314	3,963	2,198	1,259
GPM		21.6	28.9	44.0	35.7	26.3	21.5	20.6	13.0	33.9	20.6	13.7
% yoy		25.5	218.1	831.6	586.2	49.4	-24.7	-64.7	-72.1	306.6	-44.5	-42.7
판매비		96	127	102	126	137	132	123	121	451	513	453
% of sales		4.1	4.7	2.9	4.0	4.8	4.9	4.6	5.0	3.9	4.8	4.9
% yoy		1.7	54.0	11.3	3.4	43.2	4.3	20.4	-4.2	15.5	13.6	-11.7
영업이익		407	644	1,461	1,000	614	449	429	193	3,513	1,685	806
OPM		17.5	24.2	41.1	31.7	21.5	16.6	16.0	8.0	30.0	15.8	8.8
% yoy		32.6	302.2	1,827.5	2,258.4	50.6	-30.3	-70.7	-80.7	500.7	-52.0	-52.2
사업부문별 매출액												
컨테이너		1,935.8	2,254.4	3,187.8	2,769.7	2,465.8	2,318.0	2,343.1	2,092.7	10,147.7	9,219.5	7,987.5
벌크		339.4	348.4	318.8	330.8	335.5	316.4	288.1	263.8	1,337.4	1,203.7	935.7
기타		54.7	60.7	45.3	54.4	53.4	63.7	47.6	57.1	215.1	221.8	232.9
합계		2,330	2,664	3,552	3,155	2,855	2,698	2,679	2,414	11,700	10,645	9,156.1
사업부문별 영업이익												
컨테이너		350.1	606.7	1,468.0	954.8	578.2	413.9	392.5	167.7	3,379.6	1,552.3	697.1
벌크		53.4	34.1	-7.9	52.3	35.3	33.6	34.0	31.9	131.9	134.8	104.5
기타		3.5	3.6	1.2	-7.0	0.4	1.5	2.4	-6.6	1.3	-2.3	4.5
합계		407.0	644.4	1,461.4	1,000.0	613.9	448.9	428.9	193.1	3,512.8	1,684.8	806.0
컨테이너 공급량		1,274	1,296	1,384	1,400	1,338	1,402	1,497	1,514	5,354	5,751	6,108
Change (% yoy)		7.7	-8.6	-7.0	-1.4	5.0	8.2	8.2	8.2	-2.9	7.4	19.6
컨테이너 수송량		893	950	992	985	931	1,017	1,072	1,066	3,820	4,086	4,339
Change (% yoy)		4.0	-1.0	-2.9	4.6	4.2	7.1	8.1	8.2	1.1	7.0	14.6
컨테이너 평균운임		1,630	1,734	2,372	2,008	1,426	1,490	1,475	1,394	1,936	1,446	1,429
Change (% yoy)		2.1	22.7	82.2	47.8	-12.6	-14.1	-37.6	-30.6	36.6	-25.3	-1.2

팬오션(028670)

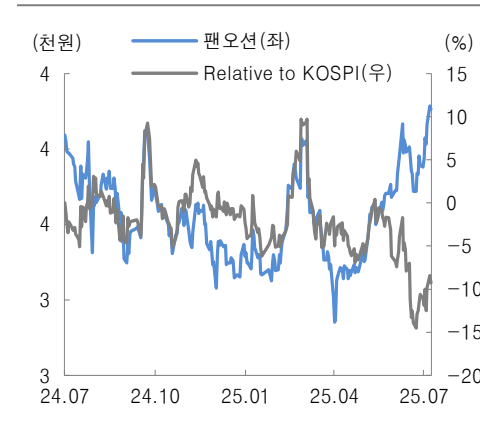
조용한 업황, 편안한 실적

투자의견	BUY
목표주가	5,000원
현재주가 (25.07.16)	4,040원

KOSPI	3,215.28
시가총액	2,205십억원
시가총액비중	0.1%
자본금(보통주)	535십억원
52주 최고/최저	4,140원 / 3,065원
120일 평균거래대금	63억원
외국인지분율	15.52%
주요주주	하림지주 외 12인 54.92%
	국민연금공단 6.55%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	6.0	24.2	17.0	6.2
상대수익률	-4.5	-4.3	-9.1	-5.5

- 팬오션의 2025년 2분기 실적은 당사의 직전 추정치 대비 소폭 하회할 것으로 예상되지만, 시장 컨센서스에는 부합할 것으로 전망
- 2분기 평균 BDI는 1,462p(+30.8% qoq, -21.2% yoy)로 당사의 예상(1,580p)을 하회하였고, 평균 원/달러 환율도 1,399원으로(직전 예상치 1,450원) 하락하였음. 또한 2분기 팬오션의 건화물 용선대수는 1분기인 155척보다 적은 148척 수준을 기록한 것으로 추정되어, 우리의 직전 추정 시의 용선대수(166척)보다 줄어든 점도 영향을 미친 것으로 판단
- 2025년 상반기 건화물 시황은 계절적 변동 요인 외에 특별한 강세 및 약세 요인이 뚜렷하지 않아 선대의 공격적 확대나 축소가 여의치 않았던 것으로 판단함. 인도의 철광석 수입량 증가와 보크사이트 물동량의 증가 등은 시황에 긍정적 요인이지만, 중국의 철광석 수입량 감소와 미국의 관세 부과 등의 약세 요인이 혼재하고 있음. 하반기에도 시황의 변동을 확대시킬 만한 특별한 이벤트는 아직 감지되고 있지는 않아 BDI는 1,300~1,900p의 박스권 흐름이 지속될 것으로 예상
- 주요 사업부문별로 (증감은 yoy) [건화물] 매출액 8,546억원(+5.3%), 영업이익 667억원(-22.3%), [컨테이너] 매출액 1,099억원(+16.4%), 영업이익 70억원(-5.8%), [탱커] 매출액 819억원(-10.6%), 영업이익 138억원(-64.1%), [LNG] 매출액 737억원(+281.9%), 영업이익 339억원(+441.7%)을 기록할 것으로 전망



(십억원, 원, 배, %)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4,361	5,161	5,979	6,771	7,415
영업이익	386	471	522	678	807
세전순이익	248	282	372	545	675
총당기순이익	245	268	354	518	642
지배지분순이익	245	268	354	518	642
EPS	458	502	662	970	1,200
PER	8.1	6.6	5.0	3.4	2.8
BPS	8,817	10,576	11,118	11,863	12,838
PBR	0.4	0.3	0.4	0.3	0.3
ROE	5.3	5.2	6.1	8.4	9.7

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 팬오션, 대신증권 Research Center

팬오션(028670) 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
KRW/USD	Average	1,329	1,369	1,356	1,399	1,452	1,399	1,360	1,350	1,363	1,390	1,338
BDI	Average	1,824	1,854	1,867	1,427	1,118	1,462	1,480	1,580	1,743	1,410	1,338
매출액		975	1,233	1,277	1,676	1,393	1,386	1,543	1,656	5,161	5,979	6,771
% yoy		-2.1	0.7	14.9	77.6	42.6	12.4	20.9	-1.2	20.7	15.8	13.3
영업이익		98	135	128	110	113	120	147	142	471	522	678
OPM		10.1	11.0	10.0	6.6	8.1	8.6	9.5	8.6	9.1	8.7	10.0
% yoy		-12.6	8.1	61.2	59.6	15.4	-11.4	14.4	29.6	22.1	10.7	29.9
사업부문별 매출액(십억원)												
해운	벌크	686	812	827	1,006	752	855	1,043	950	3,330	3,599	4,199
	컨테이너											
	(한중일, 동남아)	80	94	108	118	113	110	110	107	401	440	426
	유조선	98	92	82	76	78	82	84	76	348	320	327
	해운기타											
	(LNG, PCC 등)	19	19	25	39	68	74	90	100	103	330	500
	비벌크 합	198	205	215	234	259	265	283	282	851	1,090	1,253
	소계	884	1,017	1,041	1,239	1,011	1,120	1,326	1,232	4,181	4,689	5,452
	곡물사업 및 기타	91	217	236	436	383	266	217	424	980	1,290	1,319
	합계	975	1,233	1,277	1,676	1,393	1,386	1,543	1,656	5,161	5,979	6,771
사업부문별 영업이익(십억원)												
해운	벌크	54	86	73	61	48	67	83	80	274	278	393
	컨테이너	-1	7	18	18	16	7	6	4	42	33	18
	유조선(탱커)	38	38	29	20	20	14	18	15	125	66	60
	해운기타	7	6	8	15	32	34	41	45	37	152	215
	비벌크 합	45	52	55	52	67	55	65	65	204	252	293
	소계	99	138	128	114	115	121	149	144	478	529	686
	곡물사업 및 기타	-1	-3	0	-2	-1	-1	-1	-1	-1	-4	0
	합계	98	135	128	110	113	120	147	142	471	522	678
사업부문별 영업이익률(%)												
해운	벌크	7.9	10.6	8.8	6.1	6.4	7.8	8.0	8.4	8.2	7.7	9.4
	컨테이너	-0.7	7.9	16.2	14.9	14.0	6.4	5.5	4.2	10.5	7.6	4.3
	유조선(탱커)	38.8	41.8	35.4	25.6	25.4	16.8	21.5	19.4	35.9	20.8	18.2
	해운기타	38.9	32.4	34.3	38.7	46.5	46.0	46.1	45.5	36.5	46.0	43.1
	비벌크 합	22.8	25.3	25.6	22.4	26.0	20.6	23.1	22.8	24.0	23.1	23.4
	소계	11.2	13.6	12.3	9.2	11.4	10.8	11.2	11.7	11.4	11.3	12.6
	곡물사업 및 기타											
	합계	10.1	11.5	10.0	6.3	8.1	8.6	9.5	8.6	9.1	8.7	10.0
매출추정												
Owned Ship	Dry Bulk(\$mn)	516	593	610	719	518	611	767	704	2,438	2,599	3,146
	Dry Bulk(척)	240	222	236	247	230	223	252	240	945	944	983
	Handysize	8	7	7	6	6	6	6	6	28	24	24
	Handymax	20	21	23	23	23	23	23	23	87	92	92
	Panamax	14	14	14	13	11	11	11	11	55	44	58
Chartered Ship	Capesize	34	34	34	35	35	35	35	35	137	140	140
	Sub total	76	76	78	77	75	75	75	75	307	300	314
	Handysize	34	33	27	28	34	32	38	35	122	139	141
	Handymax	88	78	88	88	73	69	79	78	342	299	325
	Panamax	26	26	27	43	31	33	44	41	122	149	139
Chartered Ship	Capesize	16	9	16	11	17	14	16	11	52	58	63
	Sub total	164	146	158	170	155	148	177	165	638	644	669

대한항공(003490)

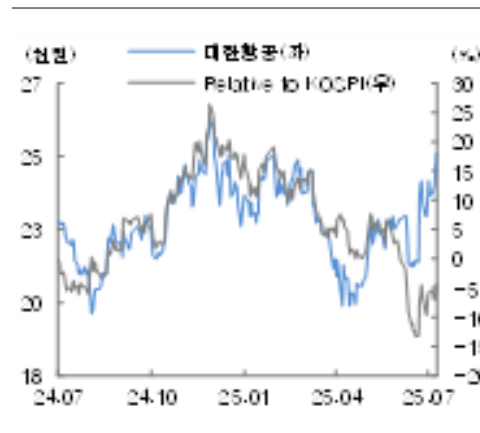
중장기적 관점에서 대응

투자의견	BUY
목표주가	28,000원
현재주가 (25.07.11)	24,850원

KOSPI	3175.77
시가총액	9,177십억원
시가총액비중	0.42%
자본금(보통주)	1,841십억원
52주 최고/최저	25,950원 / 19,900원
120일 평균거래대금	298억원
외국인지분율	16.62%
주요주주	한진칼 외 22인 27.04%
	국민연금공단 9.01%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.8	18.3	8.3	11.7
상대수익률	-0.4	-9.4	-14.2	1.7

- 투자 의견 매수, 목표주가 28,000원 유지
- 대한항공의 2025년 2분기 영업이익은 3,990억원으로 당사의 추정 3,825억원을 소폭 상회하는 양호한 실적 시현. 항공화물 Yield가 예상보다 견조하였으며, 신기종 도입에 따른 연료 효율성 증가로 유류비도 당사 예상보다 229억원 적게 인식된 영향. 다만 통상임금 관련 일회성 인건비 증가(약 400억원)로 인건비는 예상보다 317억원 증가. 국제여객수요 증가세 둔화, 항공화물 수요 감소 등 펀더멘털 요인은 다소 불안정한 상황. 하지만 유가와 환율 안정, 아시아나항공 인수 이후 시너지 등을 감안하면 중장기적 관점에서는 긍정적 요인이 점차 나타날 수 있다는 의견. 현재 주가 수준에서 하방리스크는 제한적이라는 판단으로 매수 의견 유지
- 2025년 2분기 별도 매출액 3조 9,859억원, 영업이익 3,990억원 시현
- 대한항공의 2분기 실적은 당사 및 시장의 기대치를 소폭 상회. 국제 여객과 항공화물 수요 둔화 속에서도 Yield의 방어가 성공적이었던 것으로 판단. 부문별로 (증감은 yoy) [국제여객] 매출액 2조 2753억원(-1.7%), ASK 216억Km(-0.9%), RPK 184억Km(-0.2%), Yield 124원/Km(-1.4%), [항공화물] 매출액 1조 554억원(-3.8%), ACTK 29.4억Km(-2.5%), CTK 21.3억Km(-5%), Yield 496원/km(+1.3%)를 기록. 노선별 매출은 [국제여객] 유럽 노선 매출이 14% 감소, 중국과 일본 노선 매출 20% 이상 증가. [항공화물] 미주와 유럽 노선 매출이 각각 4%, 13% 감소, 동남아 +16%, 일본 +14%, 중국 -9% 등을 시현



(십억원, 원, 배, %)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	16,112	17,871	26,185	25,586	26,380
영업이익	1,790	2,110	1,998	1,868	2,401
세전순이익	1,576	1,836	2,253	1,891	2,353
총당기순이익	1,129	1,382	1,696	1,423	1,771
지배지분순이익	1,061	1,317	1,617	1,357	1,688
EPS	2,873	3,567	4,377	3,673	4,571
PER	8.3	6.3	5.7	6.8	5.4
BPS	25,793	28,356	31,983	34,906	38,727
PBR	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6
ROE	11.5	13.2	14.5	11.0	12.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 대한항공, 대신증권 Research Center

대한항공(003490) 별도 기준 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 원/달러, \$/bbl, 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
환율평균 (원/달러)	1,329.1	1,360.0	1,355.7	1,390.0	1,452.0	1,399.3	1,350.0	1,330.0	1,358.7	1,382.8	1,300.0
Jet Fuel Mops (\$/bbl)	102.6	99.0	94.3	88.0	91.0	81.3	86.5	85.0	96.0	86.0	85.0
매출액	3,823	4,024	4,241	4,030	3,956	3,986	4,211	4,020	16,117	16,172	15,746
% yoy	19.6	13.8	9.8	1.3	3.5	-0.9	-0.7	-0.3	10.6	0.3	-2.6
국내여객	104	131	125	113	99	121	127	114	473	461	466
국제여객	2,238	2,314	2,492	2,262	2,337	2,275	2,504	2,320	9,306	9,436	9,214
화물	997	1,097	1,120	1,198	1,054	1,055	1,039	1,101	4,412	4,249	3,972
항공우주	130	163	156	144	135	162	158	148	593	603	632
기타	354	319	348	313	331	372	383	336	1,334	1,423	1,462
영업비용	3,386	3,610	3,622	3,594	3,605	3,587	3,673	3,599	14,213	14,464	0
% yoy	21.8	17.7	8.3	-5.3	6.5	-0.6	1.4	0.1	9.4	1.8	0.0
영업이익	436	413	619	436	351	399	538	420	1,904	1,708	1,505
OPM	11.4	10.3	14.6	10.8	8.9	10.0	12.8	10.5	11.8	10.6	9.6
% yoy	5.1	-11.7	18.9	137.3	-19.5	-3.5	-13.0	-3.5	20.0	-10.3	-11.9
ASK (백만인km)											
국제여객	21,631	21,774	22,634	22,304	22,174	21,584	23,109	22,973	88,343	89,840	92,320
%yoy	34.9	12.5	7.4	3.3	2.5	-0.9	2.1	3.0	13.2	1.7	2.8
RPK (백만인km)											
국제여객	18,022	18,398	18,917	18,973	18,836	18,354	19,314	19,542	74,310	76,046	78,545
%yoy	36.6	13.4	5.4	3.5	4.5	-0.2	2.1	3.0	13.1	2.3	3.3
화물 (백만인km)											
AFTK	2,999	3,019	3,062	3,051	2,896	2,944	2,970	3,005	12,131	11,815	11,684
%yoy	9.3	2.9	1.3	-0.2	-3.4	-2.5	-3.0	-1.5	3.2	-2.6	-1.1
RFTK	2,165	2,241	2,209	2,230	2,043	2,128	2,103	2,163	8,845	8,437	8,417
%yoy	7.4	8.8	3.3	0.6	-5.6	-5.0	-4.8	-3.0	4.9	-4.6	-0.2
Load Factor (%)											
국내여객	84.4	88.3	86.1	89.3	84.2	88.2	85.8	89.3	153.4	86.9	86.5
국제여객	83.3	84.5	83.6	85.1	84.9	85.0	83.6	85.1	84.1	84.6	85.1
화물	72.2	74.2	72.1	73.1	70.5	72.3	70.8	72.0	72.9	71.4	72.0
Yield (cent)											
국내여객	14.8	15.3	15.4	13.9	13.2	13.9	15.7	14.7	14.8	14.4	15.4
% yoy	-2.1	-2.1	-1.6	-12.2	-11.1	-8.6	2.4	5.6	-4.6	-3.0	7.3
국제여객	9.3	9.2	9.7	8.6	8.5	8.9	9.6	8.9	9.2	9.0	9.0
% yoy	-5.6	-5.7	-6.1	-11.2	-8.5	-4.2	-1.2	4.1	-7.1	-2.6	0.4
화물	34.6	36.0	37.4	38.6	35.5	35.4	36.6	38.3	36.7	36.5	36.3
% yoy	-15.0	1.2	14.6	2.7	2.6	-1.5	-2.1	-1.0	0.1	-0.6	-0.5
Yield (원)											
국내여객	196.8	207.5	208.2	193.2	191.1	195.2	212.3	195.1	201.4	198.4	200.5
% yoy	1.9	1.2	1.7	-7.6	-2.9	-5.9	2.0	1.0	-0.8	-1.5	1.0
국제여객	124.2	125.8	131.7	119.2	124.0	124.0	129.6	118.7	125.2	124.1	117.3
% yoy	-1.8	-2.5	-2.9	-6.6	-0.1	-1.4	-1.6	-0.4	-3.6	-0.9	-5.5
화물	460.3	489.6	506.9	537.2	515.9	496.0	494.2	508.9	498.8	503.7	471.9
% yoy	-11.5	4.6	18.5	8.0	12.1	1.3	-2.5	-5.3	4.4	1.0	-6.3

CJ대한통운(000120)

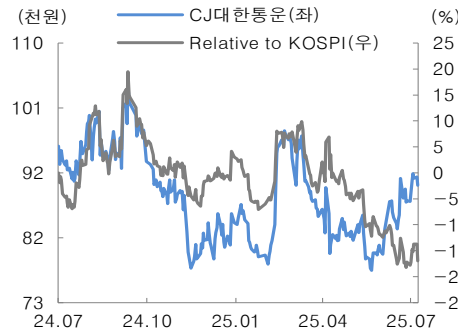
관심을 가져야 할 시점

투자의견	BUY
목표주가	110,000원
현재주가 (25.07.09)	93,600원

KOSPI	3114.95
시가총액	2,046십억원
시가총액비중	0.09%
자본금(보통주)	114십억원
52주 최고/최저	104,000원 / 77,600원
120일 평균거래대금	62억원
외국인지분율	13.67%
주요주주	CJ제일제당 외 2 인 40.19%
	국민연금공단 10.92%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	6.2	12.1	4.2	-3.1
상대수익률	-4.2	-16.0	-15.7	-11.1

- 투자의견 매수, 목표주가 110,000원 유지
- CJ대한통운의 2025년 2분기 실적은 당사의 직전 추정에 부합, 시장 컨센서스는 소폭 하회할 것으로 전망. 1분기에 이어 2분기 택배 부문의 물량 감소와 주말 배송에 따른 비용 증가가 주된 원인으로 추정. 하지만, 이제는 동사 주가에 대해 긍정적으로 바라볼 시점으로 판단. 그 이유는 ① 6월부터 택배 처리량이 전년 동월대비 증가세에 진입, ② CL부문에서 3분기부터 매출 성장과 수익성 개선이 동시에 나타날 것으로 기대, ③ 보유 중인 자사주(2,866천주, 약 12.6%)의 처분과 관련하여, 정부 정책에 호응하는 방향으로 의사결정이 내려질 것으로 기대되기 때문. 2025년 3월 6일 이사회를 통해 승인한 자기주식보고서를 살펴보면, 동사는 기업가치 제고를 위한 경영전략상의 효과적인 활용 및 임직원 보상 등을 위해 활용할 것이라고 밝힌 바 있음. 하지만 정부가 기 보유 자사주에 대한 강제 소각 혹은 처분 방침을 까다롭게 하는 방안을 검토 중인만큼 향후 소각 등을 결정하게 된다면 주가가 큰 폭으로 상승할 가능성이 높다는 판단
- 25년 2분기 실적 매출액 3.2조원, 영업이익 1,095억원으로 전망
- 주요 사업부문별로 (증감은 yoy) [CL] 매출액 8,410억원(+14.1%), 매출총이익 1,009억원(GPM 12%), [택배] 매출액 9,366억원(-0.6%), 매출총이익 1,077억원(GPM 11.5%), [글로벌] 매출액 1조 1,891억원(+5.8%), 매출총이익 1,130억원(GPM 9.5%)로 전망. 2분기 택배 처리량은 약 401.5백만Box(-2.5%), 평균단가는 2,333원(+1.9%)로 추정



(십억원, 원, 배, %)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	11,768	12,117	12,826	13,435	14,120
영업이익	480	531	496	577	628
세전순이익	325	378	349	432	483
총당기순이익	243	268	247	306	343
지배지분순이익	225	248	229	284	317
EPS	9,854	10,893	10,042	12,434	13,907
PER	12.9	7.7	8.9	7.2	6.5
BPS	157,979	173,099	182,824	194,982	208,660
PBR	0.8	0.5	0.5	0.5	0.4
ROE	6.3	6.6	5.6	6.6	6.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: CJ대한통운, 대신증권 Research Center

CJ대한통운(000120) 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억원, 천박스, 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	2,921	3,059	2,976	3,160	2,993	3,230	3,207	3,397	12,117	12,826	13,435
% yoy	4.0	3.3	1.3	3.3	2.4	5.6	7.8	7.5	3.0	5.9	4.7
CL	697	737	768	783	814	841	872	884	2,986	3,411	3,537
% yoy	2.6	3.3	6.2	6.3	16.7	14.1	13.5	12.9	4.6	14.2	3.7
택배	937	943	898	951	876	937	960	1,026	3,729	3,799	4,913
% yoy	2.9	2.3	-0.3	-3.9	-6.5	-0.6	6.9	7.9	0.2	1.9	29.3
글로벌	1,076	1,124	1,099	1,134	1,143	1,189	1,158	1,185	4,433	4,675	4,913
% yoy	3.9	5.0	4.2	8.5	6.2	5.8	5.4	4.5	5.4	5.5	5.1
CJ 건설	211	256	211	292	160	263	217	300	969	940	969
% yoy	16.4	-0.8	-18.5	1.1	-24.3	3.0	3.0	3.0	-1.7	-3.0	3.0
매출원가	2,594	2,703	2,628	2,806	2,684	2,885	2,835	3,008	10,730	11,412	11,911
% yoy	3.8	2.6	1.0	2.6	3.5	6.7	7.9	7.2	2.5	6.4	4.4
CL	611	647	674	695	726	740	765	783	2,627	3,014	3,109
택배	811	808	778	815	771	829	831	881	3,212	3,311	3,462
글로벌	978	1,016	989	1,033	1,042	1,076	1,047	1,073	4,016	4,238	4,446
CJ 건설	194	233	187	263	144	239	193	272	876	849	894
매출총이익	328	356	348	355	309	345	372	388	1,387	1,415	1,453
CL	86	90	95	88	87	101	107	102	359	397	411
택배	126	135	120	136	105	108	130	146	517	488	503
글로벌	98	108	110	102	101	113	111	113	417	438	451
CJ 건설	18	23	23	29	16	24	24	28	93	92	89
GPM%	11.2	11.6	11.7	11.2	10.3	10.7	11.6	11.4	11.4	11.0	10.8
CL	12.3	12.2	12.3	11.2	10.7	12.0	12.3	11.5	12.0	11.6	11.6
택배	11.7	12.0	13.4	14.3	9.2	11.5	13.5	14.2	13.9	12.8	10.2
글로벌	9.1	9.6	10.0	9.0	8.8	9.5	9.6	9.5	9.4	9.4	9.2
CJ 건설	8.4	9.0	11.1	9.9	10.1	9.0	11.0	9.4	9.6	9.8	9.2
판매비	218	231	207	200	224	236	228	231	856	918	947
% yoy	3.4	7.3	-1.4	9.3	2.5	2.2	10.2	15.3	4.5	7.3	3.1
영업이익	109.4	125.4	141.6	154.3	85.4	109.5	144.2	157.3	531	496	577
% yoy	10.5	11.6	13.5	7.2	-21.9	-12.7	1.8	2.0	10.5	-6.5	16.3
택배물량	405	412	394	408	377	401	412	430	1,619	1,620	1,689
% yoy	3.0	4.0	3.3	-4.2	-6.9	-2.5	4.5	5.4	1.4	0.1	4.2
택배단가(원)	2,314	2,289	2,278	2,332	2,325	2,333	2,330	2,388	2,303	2,344	2,378
% yoy	-0.1	-1.6	-3.5	0.3	0.4	1.9	2.3	2.4	-1.3	1.8	1.5

자료: CJ대한통운, 대신증권 Research Center

Q & A

Compliance Notice

- 금융투자업규정 4-20조 1항5호 사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.
- 당사의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 위 언급된 종목을 제외한 동자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부의 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.
(작성자: 양지환)
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.