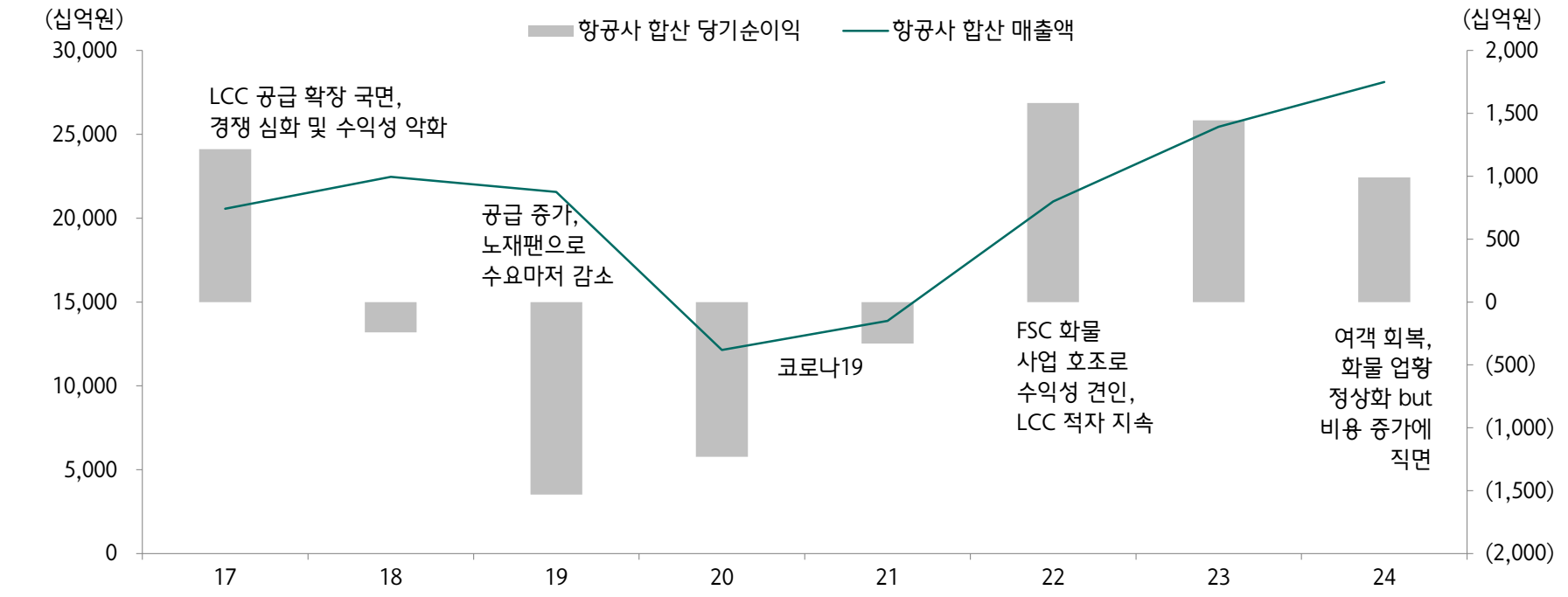
운송
overweight

걱정하지 않는다

Analyst 안도현

운송: 걱정하지 않는다

- 운송 산업 특성상 기업별 차별화가 어려운 구조, 경쟁 심화 국면에서는 운임 하락+비용 증가로 인한 산업 전반 수익성 하락은 불가피
- But 운송업자 우위의 시장이 조성될 가능성 대두: 2027년 국내 유일 FSC 탄생 + 벌크선 공급 순감 전환
- Valuation 부담은 없다. 산업 내 경쟁격화에서 빗겨나 실적 모멘텀 이어갈 종목을 매수할 시점

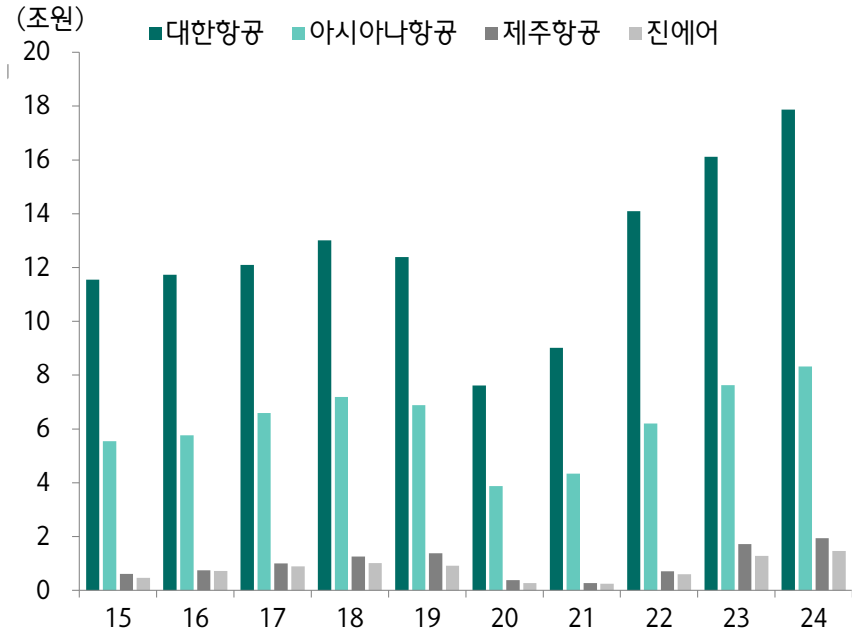


자료: 대한항공, 아시아나항공, 제주항공, 진에어, 하나증권

2024년 회고: Q 증가, C 증가, P 하락

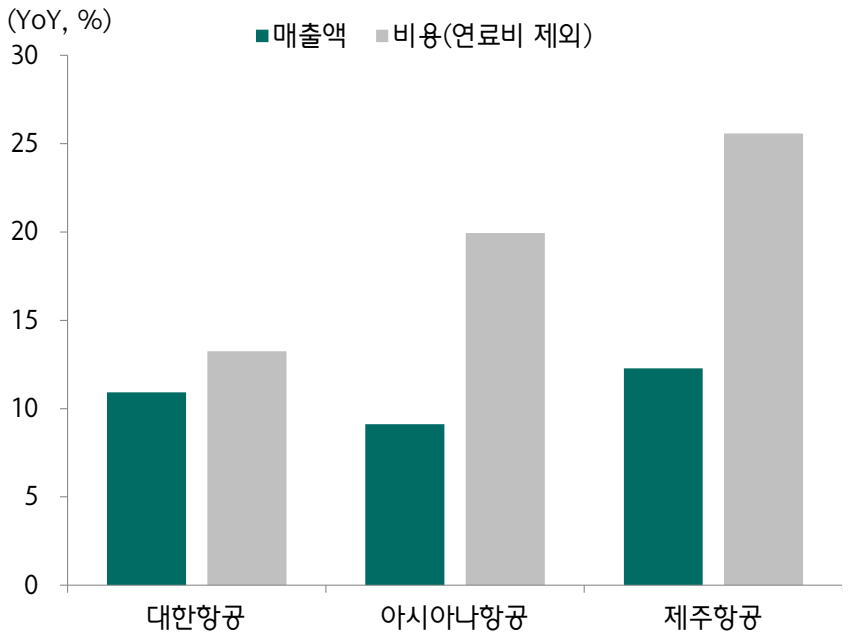
- 2024년 출국자 수 2,869만명(+26% (YoY)), 입국자 수 1,637만명(+48%)으로 팬데믹 이전 수준 회복
- 견조했던 여객 수요에 힘입어 항공사들은 역대 최대 매출액 달성했으나, 매출액 증가는 Q 증가에서 기인
- 공급 확대하며 경쟁 심화로 운임은 하락하였고, 비용 증가율이 매출액 증가율을 상회하는 그림

주요 항공사 매출액 추이



자료: 각 사, 하나증권

주요 항공사 2024년 매출액 성장률 vs. 비용 증가율

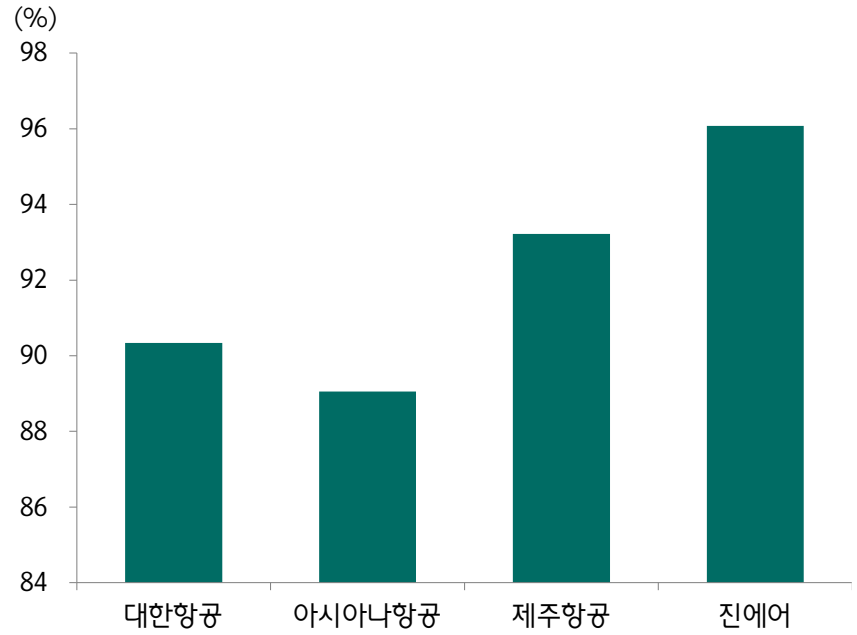


자료: 각 사, 하나증권

2025년에도 유사한 흐름 이어갈 것이나 비용 부담 완화

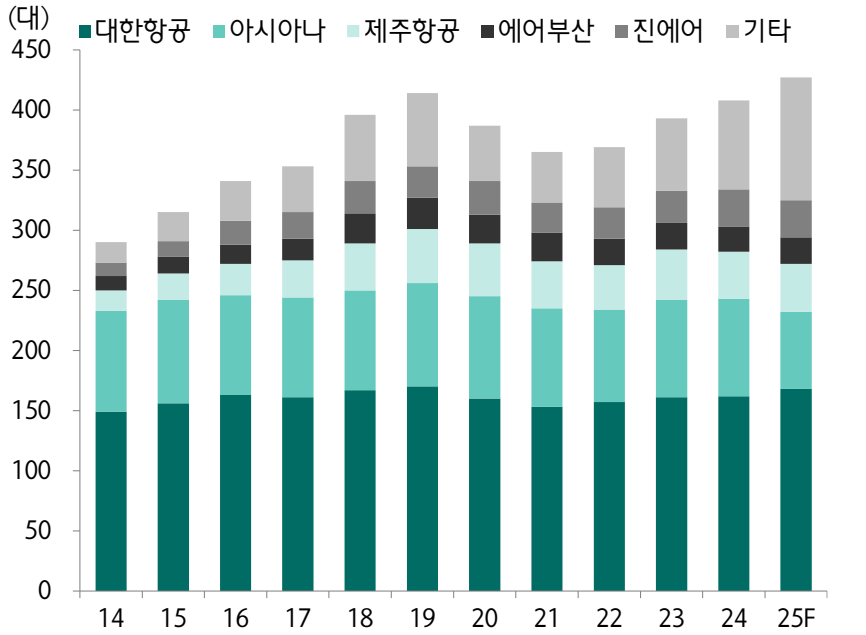
- 2025년은 2024년의 흐름을 이어갈 것으로 예상, 비용 측면에서는 유리한 한해가 될 것. 상반기까지 운임 YoY 상승은 어려움
- Q는 무난히 증가할 것, 2024년 주요 항공사의 공급 회복률은 FSC 90%, LCC도 100% 미만
- 2025년 항공사 기재 수는 팬데믹 이후 처음으로 2019년 수준을 초과할 것으로 예상되어 공급 증가 여력은 충분

주요 항공사 2024년 ASK 회복률(2019년 대비)



자료: 각 사, 하나증권

주요 항공사 기재 보유량 추이 및 전망

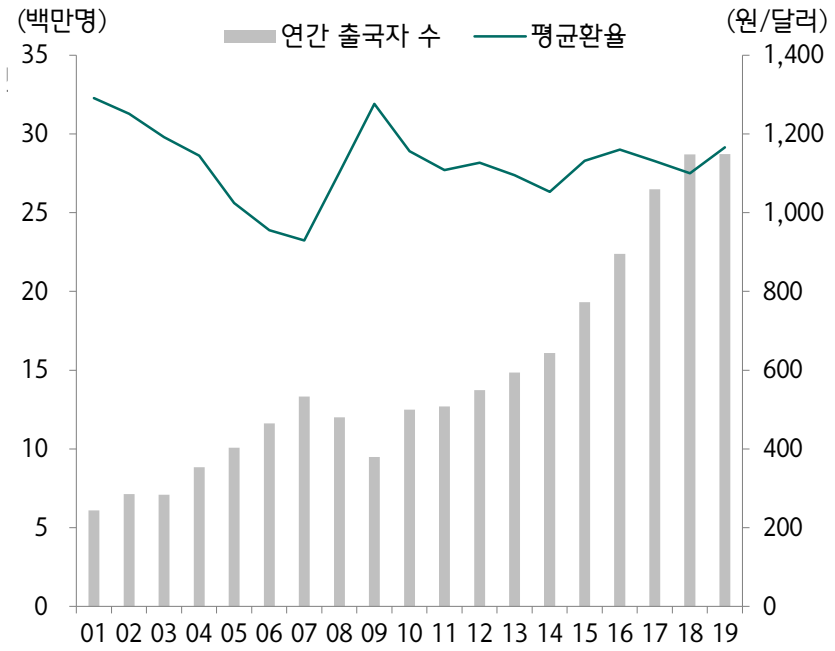


자료: 각 사, 하나증권

수요 측면의 업사이드도 충분

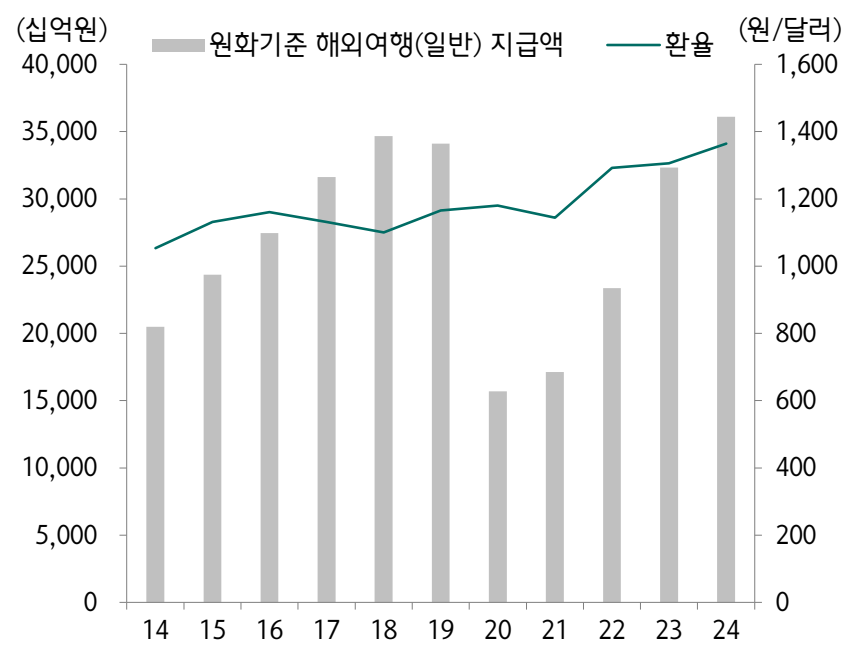
- 1분기 출국자 수 +5%로 양호, 1분기 해외여행 지급액이 달러 기준으로는 5% 증가에 그쳤으나, 원화 기준으로는 15% 증가
- 해외여행 지출액은 2014년~2019년간 연평균 11% 증가하며 경제성장률/소매판매 증가율을 모두 상회해왔고, 앞으로도 그럴 것
- 항공화물: 불확실성 여전하나 4월 중국발 항공화물 운임 8% (YoY) 하락에 불과, 전체 지수는 견고하게 유지 중, 우려 크지 않다

환율과 출국자수 비교(2019년 이전)



자료: 한국관광공사, 한국은행, 하나증권

해외여행 지급액과 환율 비교

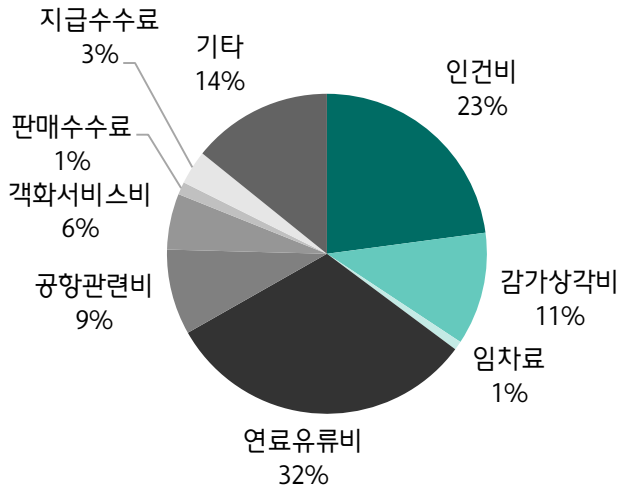


자료: 한국은행, 하나증권

비용 증가 기조는 여전하나 항공사별 편차 있음, 유류비 감소 효과가 비용 증가폭을 억제

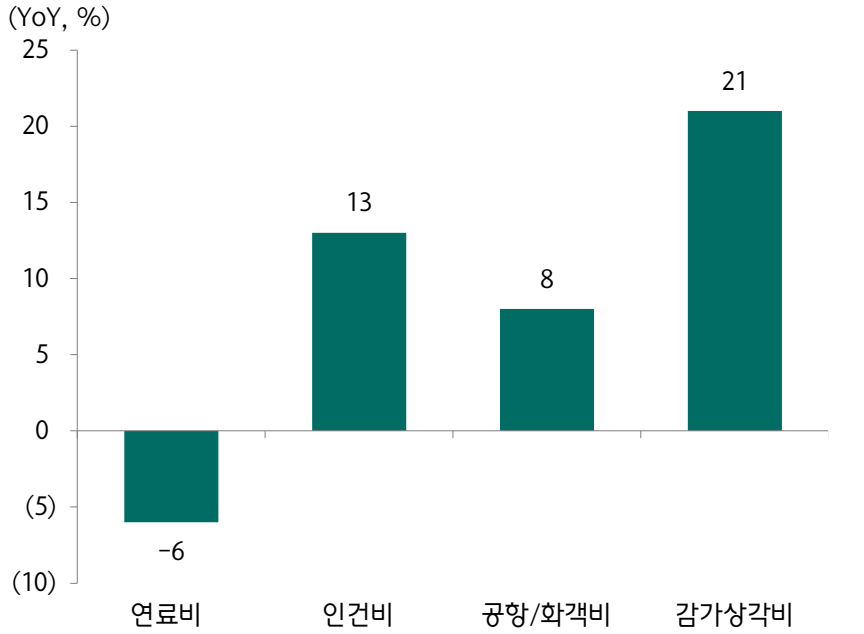
- 1분기 비용 증가는 큰 부분 환율 상승과 연동, 공항관련비의 경우 사업량 증가 및 환율을 감안하면 실제 단가는 +5% 추산
- 대한항공의 경우 감가상각비 증가가 특징, 신기재 도입에 따른 1분기 감가상각비 +21%, but 연료 효율성은 제고
- 비용 중 가장 큰 비중을 차지하는 연료비 단가가 4월 기준 -32%, 환율 안정화도 가세하며 항공사 연간 비용증가폭은 5% 미만 전망

항공사 비용 구조- 대한항공



자료: 대한항공, 하나증권

대한항공의 2025년 1분기 비용 증가율(YoY)

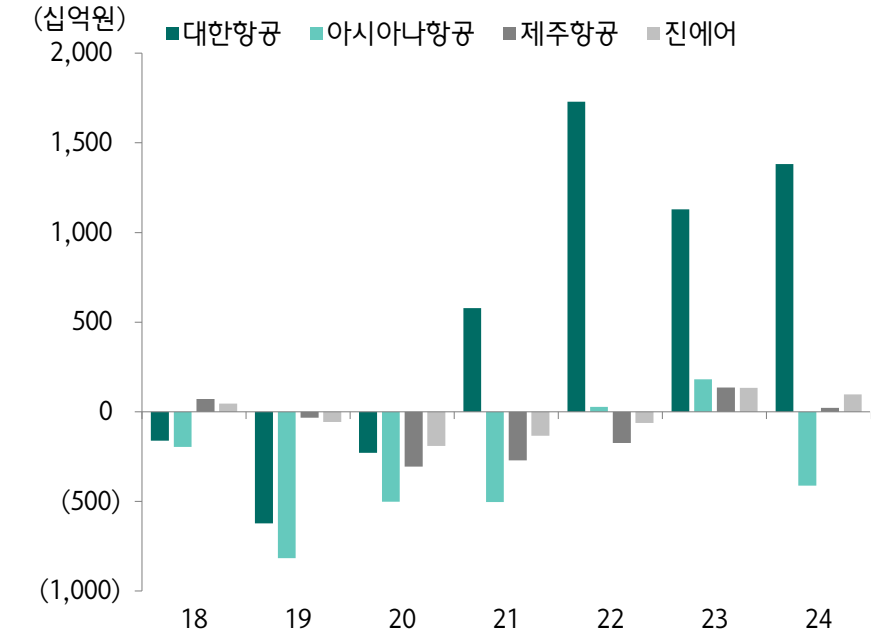


자료: 대한항공, 하나증권

매크로 환경은 돌아섰다, 관건은 여객 운임 상승 전환 시점

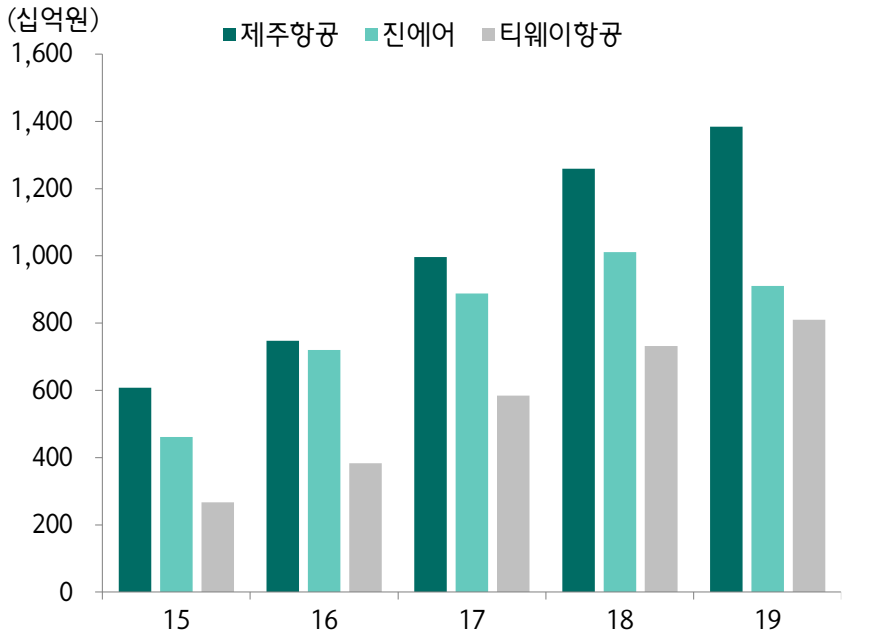
- 환율 하락세에 따른 수요 촉발+비용 감소로 매크로 환경은 항공주에게 유리하게 변화 중, 항공주 주가는 아직 저평가된 상태
- 항공사는 과거 적자 구조에서 탈피, 1분기 국내선/국제선 경쟁 강도 비정상이었음에도 불구하고 진에어/에어부산은 높은 수익성 유지
- 견고한 실적의 바탕은 올라간 운임. 2024년 평균 운임은 2017~2019년 대비 30% 이상 상승, 반면 공급은 2019년 수준

항공사별 당기순이익 추이



자료: 각 사, 하나증권

LCC 3사의 매출액 추이(2019년 이전)



자료: 각 사, 하나증권

우려와 증명

- 시장에서 우려하는 것은 운임의 지속 하락으로 인한 수익성 저하, 따라서 운임(국제선)의 상승 반등이 확인되면 주가 박스권 탈피 가능
- FSC의 경우 2025년 하반기, LCC는 2025년 4분기로 예상. 대한항공/아시아나항공은 미주노선 운임 제약이 해소되면 반등 가능
- LCC의 경우 운임 상승 FSC 대비 더딜 것이나 시장 환경 정상화 기대, 근거리 여행 수요 다양화로 LCC별 실적 편차 있을 전망

대한항공-아시아나항공 기업결합 관련 공정위 시정조치 주요내용 요약

구분	노선	구조적 조치	행태적 조치
운수권 필요	파리, 로마, 프랑크푸르트, 이스탄불, 장자제, 시안, 선전, 베이징, 자카르타, 시드니	• 운수권/국내 공항 슬롯 반납 • 외국공항 슬롯 등 지원 • 코드쉐어/인터라인 등 지원	• 운임인상 제한 • 공급좌석 축소 금지 • 상품/서비스의 불리한 변경 금지
운수권 불필요	뉴욕, LA, 샌프란, 시애틀, 호놀룰루, 바르셀로나, 칭다오, 나고야, 프놈펜, 팔라우, 푸켓, 다낭, 세부, 괌	• 국내공항 슬롯 반납 • 외국공항 슬롯 등 지원 • 코드쉐어/인터라인 등 지원	

자료: 공정위, 하나증권

국제선 주요 노선의 여객수송실적 비중

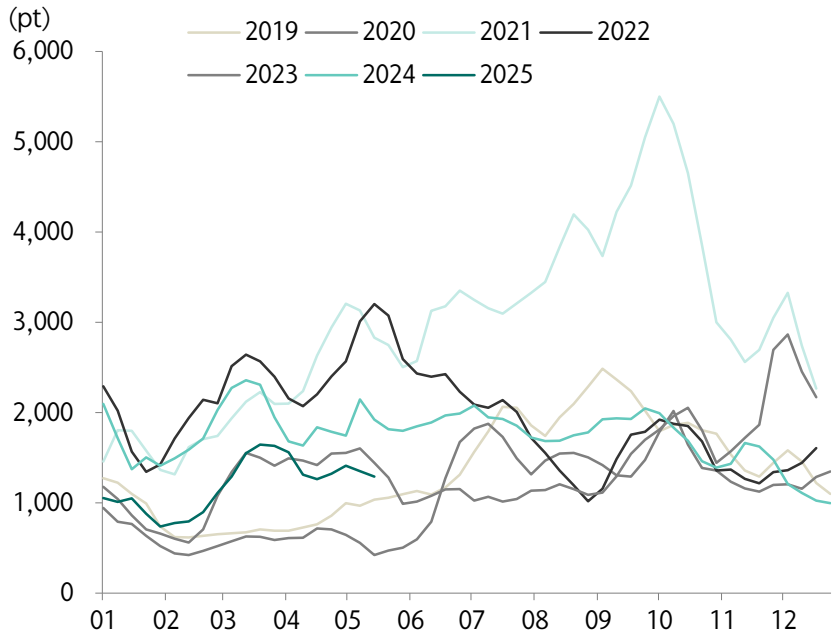
	2023년	2024년	차이
인천-도쿄 나리타	5.3	5.4	0.1
인천-간사이	5.6	5	-0.6
인천-후쿠오카	4.1	3.8	-0.3
인천-방콕	4.2	3.3	-0.9
인천-홍콩	2.5	3	0.5
인천-타이페이	2.9	2.6	-0.3
인천-다낭	2.9	2.4	-0.5
인천-싱가포르	2.9	2.2	-0.7
김포-도쿄 하네다	2.5	2.1	-0.4
인천-나트랑캄란	1.8	2	0.2
합계	34.7	31.8	-2.9

자료: 에어포탈, 하나증권

벌크선: 2025년 업황은 2023년과 유사하다

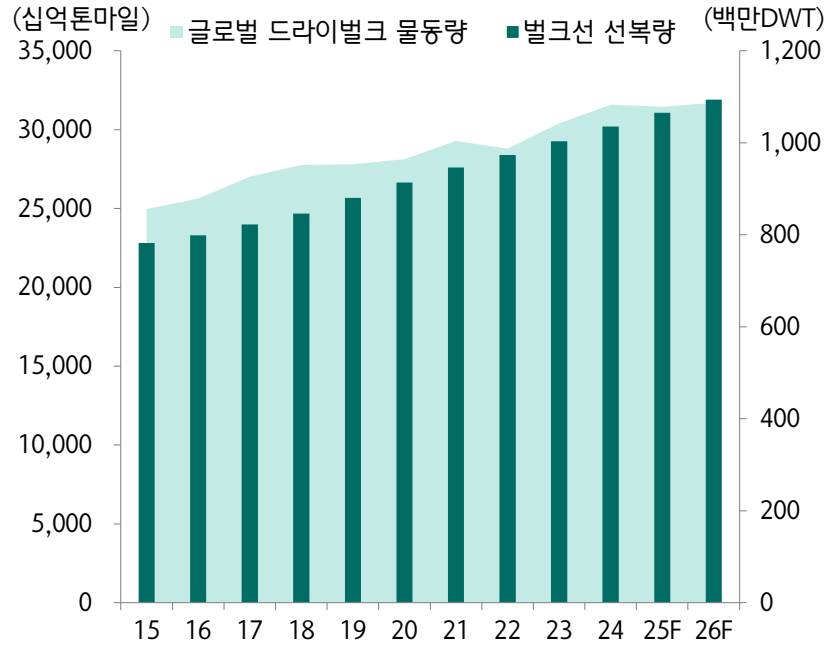
- 벌크선은 계절적 성수기 진입 불구 지지부진한 업황 지속, BDI는 2023년과 유사한 흐름으로 전개
- 2025년 물동량(톤마일) 증가율은 -0% (YoY), 철광석 -0%, 석탄 -1%, 곡물 +1% 추정, 중량 기준 물동량은 -1% 추정
- 반면 공급은 3% (YoY) 증가하기 때문에, 당분간 강한 운임 수준을 기대하기는 어려움

BDI 월별 추이



자료: Clarkson, 하나증권

벌크선 물동량 vs. 선복량

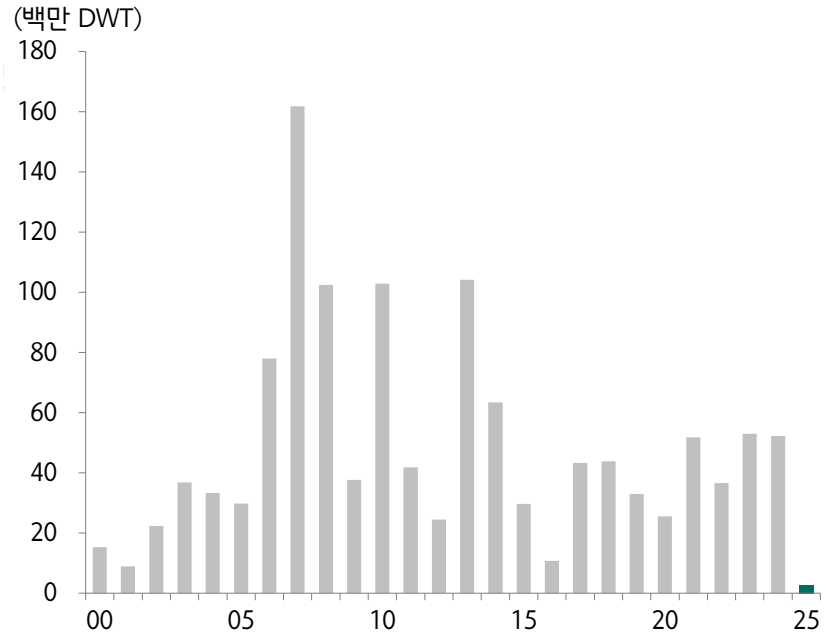


자료: Clarkson, 하나증권

벌크선: 2025년 이후 벌크선 발주 급감에 주목

- 2025년 들어 벌크선 발주량 급감, 4월 누적 벌크선 발주량은 2021~2024년 평균 발주량의 6%에 불과
- 미-중간 갈등이 심화되며 중국 조선소향 벌크선 발주가 중단된 것으로 해석, 현재 중국의 벌크선 오더북 비중은 70% 이상
- USTR 입항수수료로 인한 벌크선 영향은 제한적, 미국은 주요 곡물 수출지인데, 공선 입항 선박/5.5만 DWT 미만 선박은 입항료 면제

연간 벌크선 발주량 추이



자료: Clarkson, 하나증권

USTR 입항수수료의 예외조항

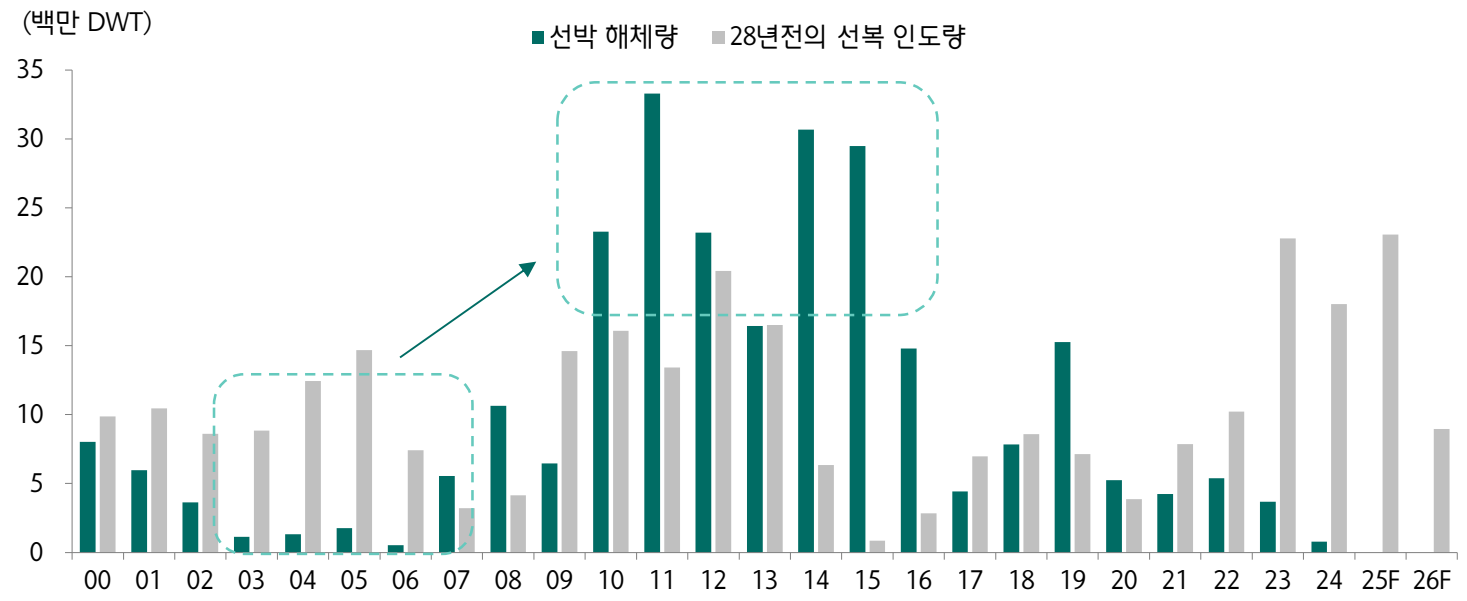
• 미국 정부 화물 운송 시
• 미국 소유 선박
• 공선 상태로 입항하는 선박
• 4,000TEU/55,000DWT 미만 선박
• 미국 본토 항구에 입항하나 출항지가 2,000해리 미만에 있는 선박
• 선사가 미국인에 의해 통제되고, 75% 이상 미국인 실질 보유 선박
• 액체 화학물질 벌크 수송용 특수 목적 선박

자료: USTR, 하나증권

벌크선: 28 Years Before

- 벌크선의 평균 폐선 선령은 28년(Capesize는 23년), 선박 해체는 시기별 편차가 큼
- 1995년~2000년 벌크선 인도량은 9,000만 DWT 추산, 현존 선복량(10억 DWT)의 9% 상당, 선박 해체 압력 큰 상황
- 2028년부터 IMO가 시행하는 탄소 부담금 본격화, 노후 선박 시장 퇴출 가속화 전망

벌크선 해체량 vs. 28년전의 선복 인도량

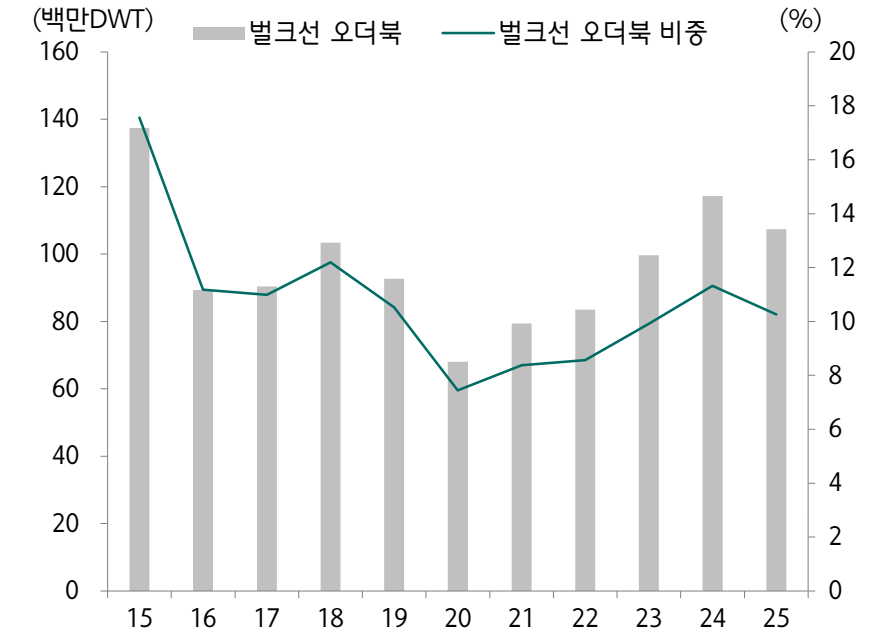


자료: Clarkson, 하나증권

벌크선: 2027년 이후는 공급자 우위 시장으로 돌아설 것

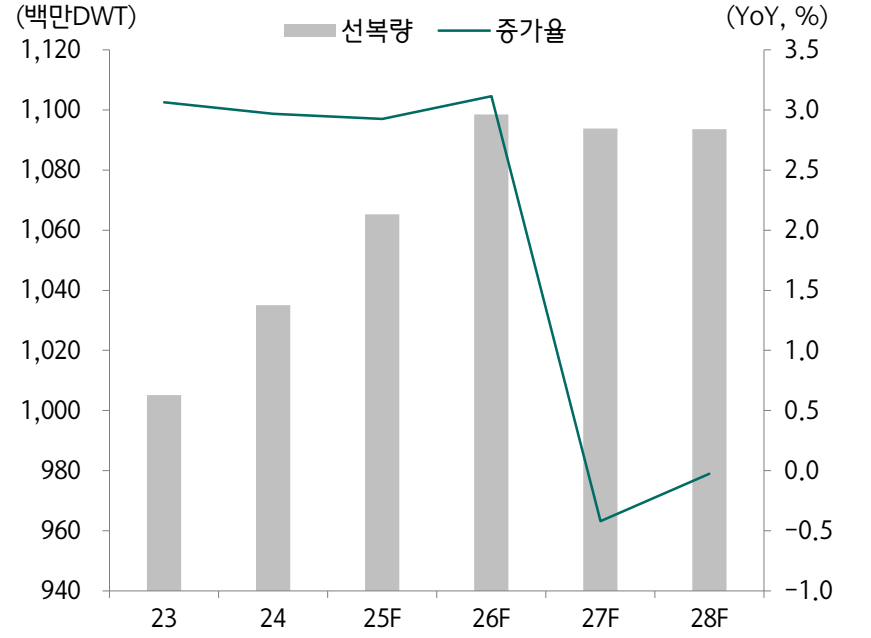
- 2025년 5월 기준 벌크선 오더북 비중은 10.3%로 2024년 연말 대비 1.1%p 축소
- 선복량은 2025년 3% (YoY), 2026년 3% 증가한 이후 보수적으로 가정해도 2027년부터는 공급 증가율이 0%로 떨어질 것
- 물동량의 증가를 낙관적으로 가정하지 않더라도 2027년부터는 공급자 우위 시장

벌크선 오더북 및 오더북 비중



자료: Clarkson, 하나증권

벌크선 선복량 전망

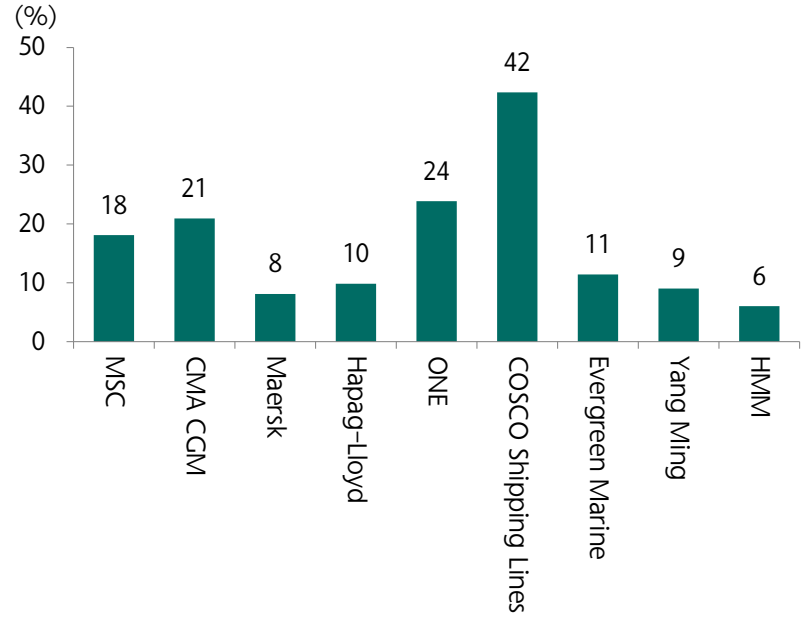


자료: Clarkson, 하나증권

컨테이너선: 변화무쌍한 2025년 상반기

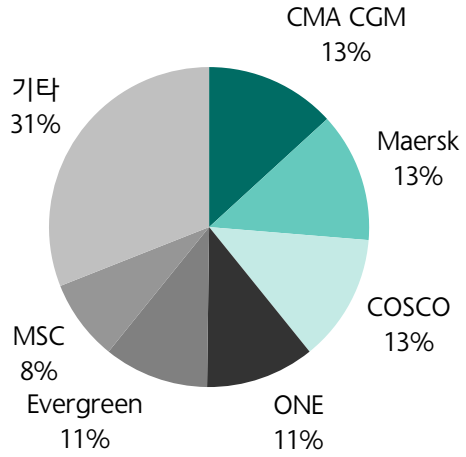
- USTR 입항료 규제: 10월부터 미국 입항하는 중국 선사 선박/중국산 선박 대상 입항료 부과. COSCO 제외한 글로벌 선사 영향은 제한적
- 미국의 상호관세 및 유예: 주요 교역국, 특히 동남아 국가 대상 고율 관세 부과 이후 90일간 유예
- 미-중 관세전쟁 및 유예: 컨테이너선사들이 미주 노선 공급 축소했으나 유예되며 재고 축적 수요 촉발되었고, 일시적 수요>공급 국면

주요 컨테이너선사 중 중국산 선박 비중



자료: Clarkson, 하나증권

미주 노선 선사별 선복량 점유율

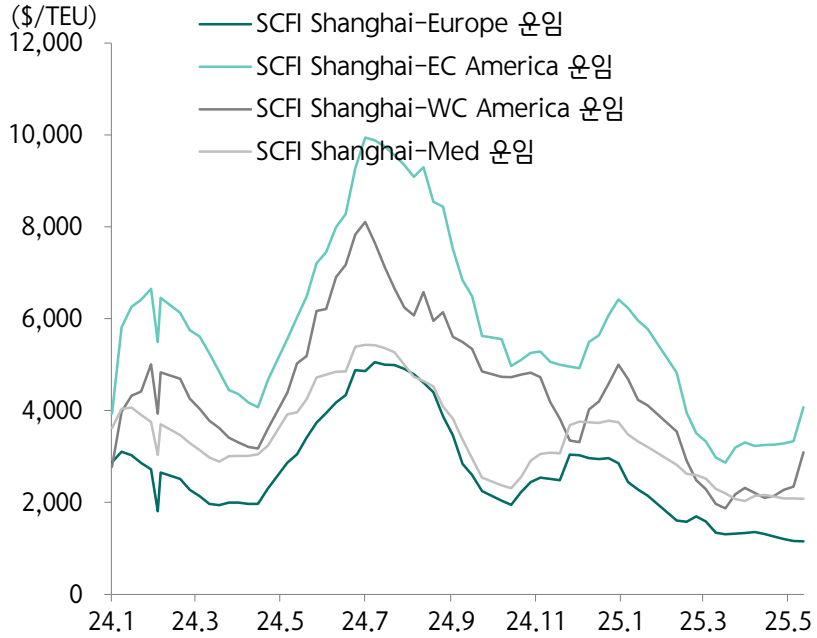


자료: 알파라이너, 하나증권

컨테이너선: 불확실성이 오히려 주가를 지지하는 중

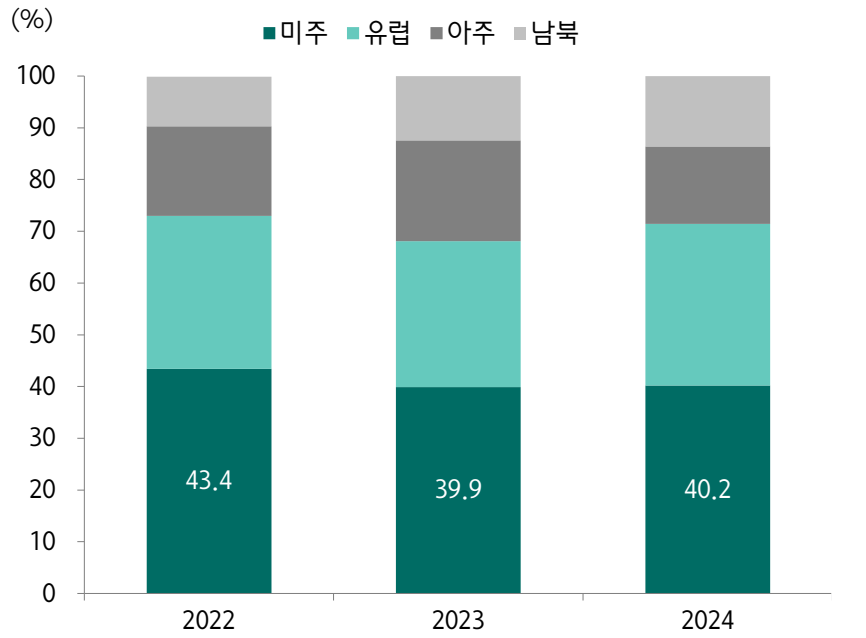
- 글로벌 선복량 중 미주 노선 운항 선복량은 17% 비중, HMM의 미주노선 물동량 비중은 38%로 글로벌 컨테이너 선사의 주요 노선
- 미- 중간 상호관세 125% 부과 이후, 미-중간 선적 물량 일시 감소, 컨테이너 선사들은 미주 노선 공급을 유럽 노선으로 재배치
- 5월 중순 미주 EC/WC 운임은 전주 대비 22%/32% 상승, 2분기는 관세 부과 전 선적 수요로 미주 노선 운임 상승 예상

SCFI 원양 노선 운임 추이



자료: Clarkson, 하나증권

HMM의 노선별 물동량 비중

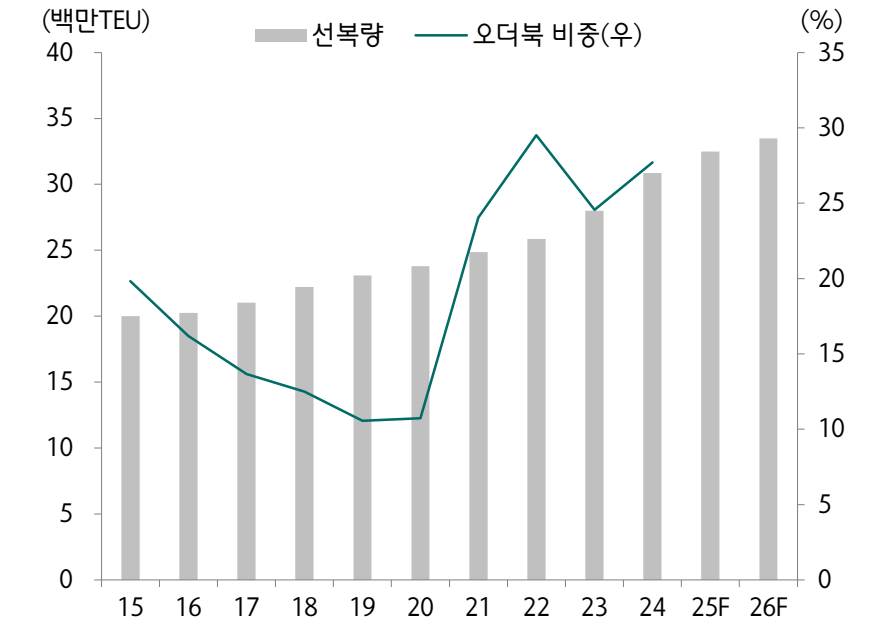


자료: HMM, 하나증권

장기적으로는 공급이 너무 많아져요

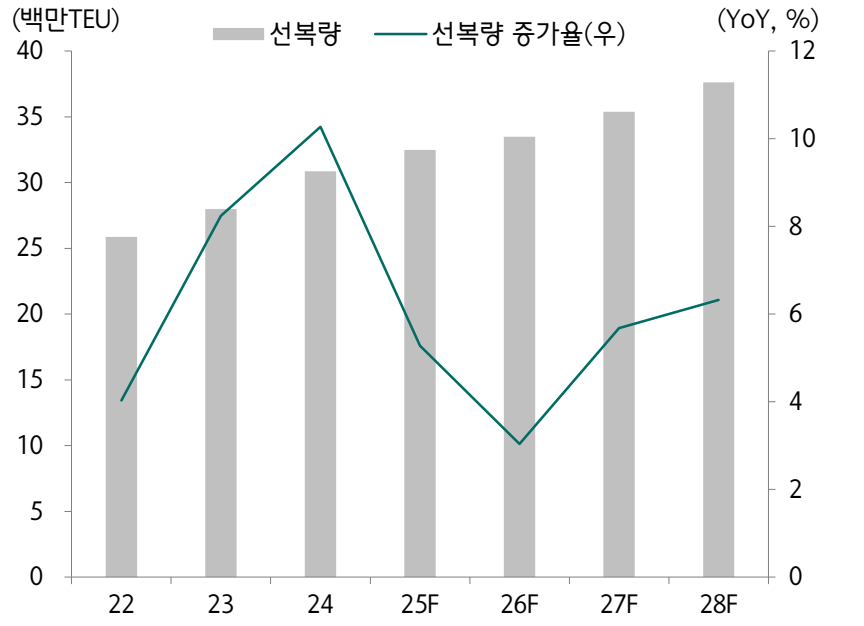
- 2025년 컨테이너선 물동량(톤마일) 증가율은 -0% (YoY) 전망, 2026년도 -3% 로 세계 경기 둔화, 교역량 감소에 직면
- 반면 현재 오더북은 937만 TEU로 현존 선복량의 30% 비중까지 상승, 2028년까지 연간 선복량 증가율은 5%에 육박할 것
- 글로벌 컨테이너 물동량이 연간 5% 증가했던 것은 2017년 이전, 수에즈 운하 통항 시작도 또 하나의 다운사이드 리스크

컨테이너선 선복량과 오더북 비중



자료: Clarkson, 하나증권

컨테이너 선복량 전망

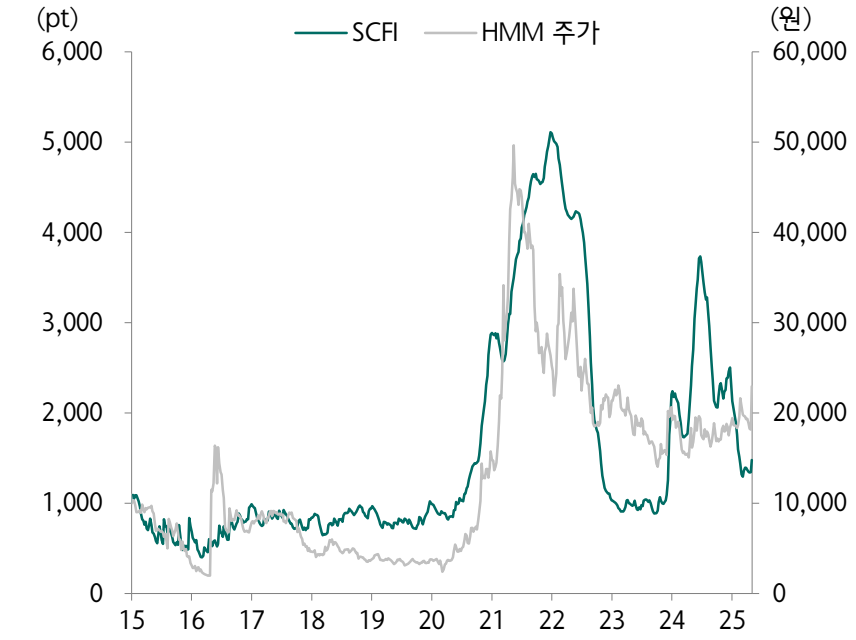


자료: Clarkson, 하나증권

시나리오: 90일 이후, 관세와 해상운임과 주가

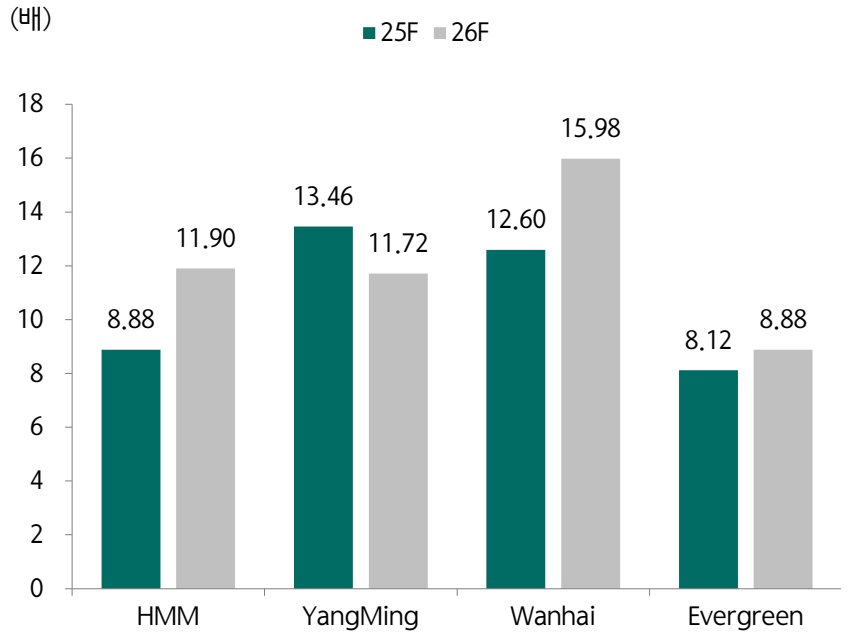
- 미-중 관세 부활: 미국→중국 간 물동량 급감, 선박을 유럽 노선 등으로 전환 시 공급 과잉에 따른 운임/주가 시간차 하락 예상
- 관세 유예 상태 지속: 현상 유지, but 물동량 증가율보다 선복량 증가율이 더 높은 시기이므로 운임/주가 완만한 하락 예상
- 관세 불확실성 유지: 노선 재배치하는 과정에서 선박 공급 축소 효과, 재고 축적 수요도 촉발되며 운임/주가 단기 강세 예상

SCFI와 HMM 주가 비교



자료: Clarkson, 하나증권

글로벌 컨테이너선사 P/E 비교

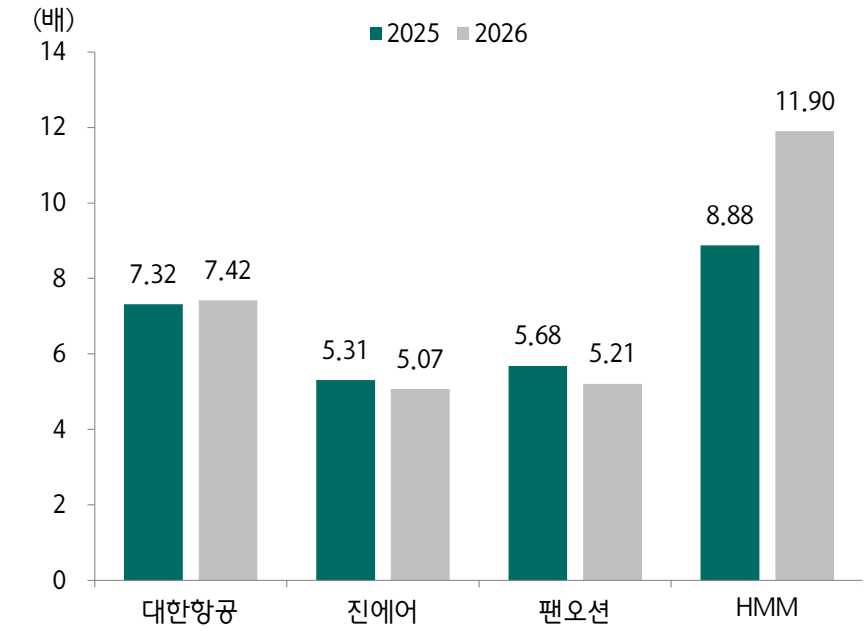


자료: Bloomberg, 하나증권

운송 내 Valuation 부담은 없다

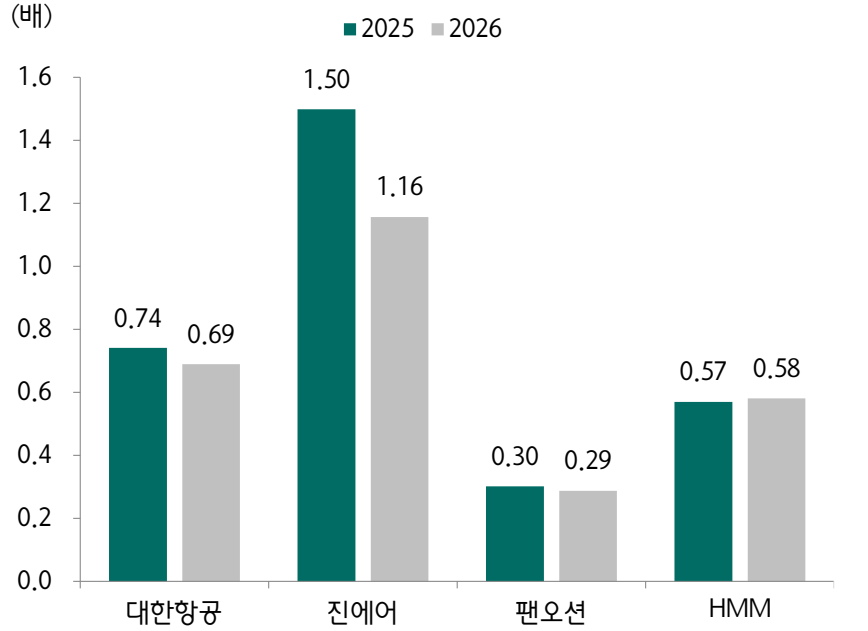
- 운송 산업 내 Valuation 부담은 적음, 경기 둔화, 관세 등 매크로 불확실성에도 불구하고 장기적으로 우려가 제한적인 종목을 Pick 할 것
- 결국 산업 내 경쟁격화에서 빗겨나 실적 모멘텀 이어갈 종목을 매수할 시점
- FSC 통합으로 장거리 노선 운임 주도권 보유한 대한항공 Top Pick, 향후 공급자 우위 시장에 들어설 팬오션도 주목

커버리지 종목 P/E



자료: 하나증권

커버리지 종목 P/B

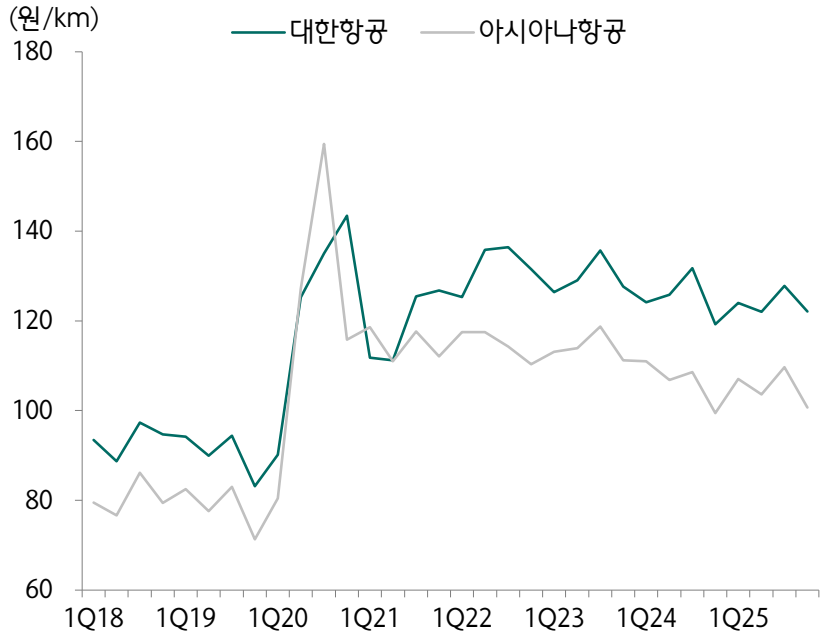


자료: 하나증권

대한항공(A003490) I BUY I TP 30,000원 I CP(5월22일) 22,450원

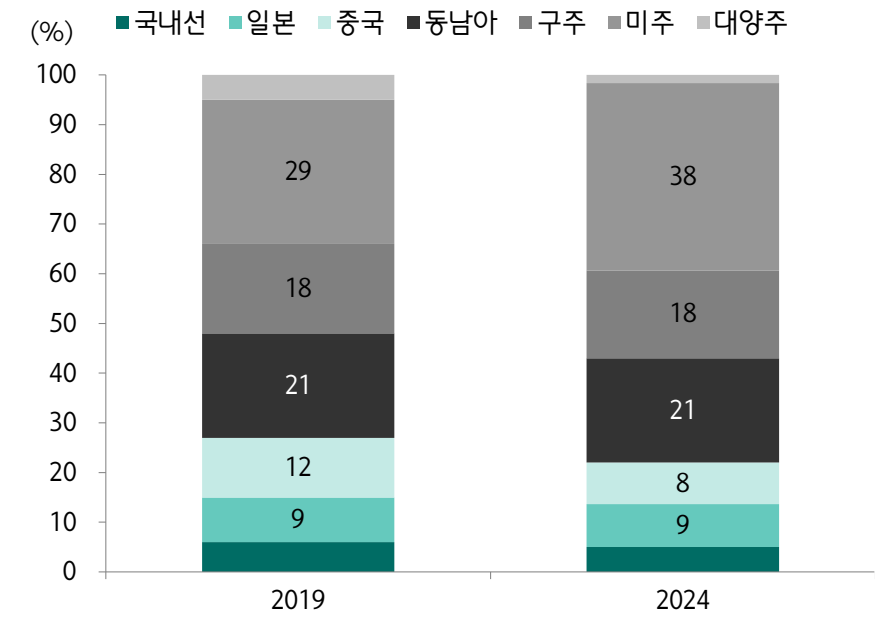
- 주가 상승의 두가지 열쇠: 1) 별도 여객 운임 상승, 2)아시아나항공의 실적 개선
- 대한항공의 감가상각비 증가를 소비자에게 전가 가능할지, 특히 미주 노선(여객 매출 비중 38%)의 운임 견인 효과를 입증할 필요
- 아시아나항공 2024년 OPM 0.6% 불과, 2025년 1분기 영업적자 기록, 수익성 개선이 선행되어야 통합 대한항공에 대한 의구심도 해소

대한항공/아시아나항공 국제선 여객운임 추이 및 전망



자료: 각 사, 하나증권

대한항공 노선별 매출비중(여객)



자료: 대한항공, 하나증권

대한항공(A003490) I BUY I TP 30,000원 I CP(5월22일) 22,450원

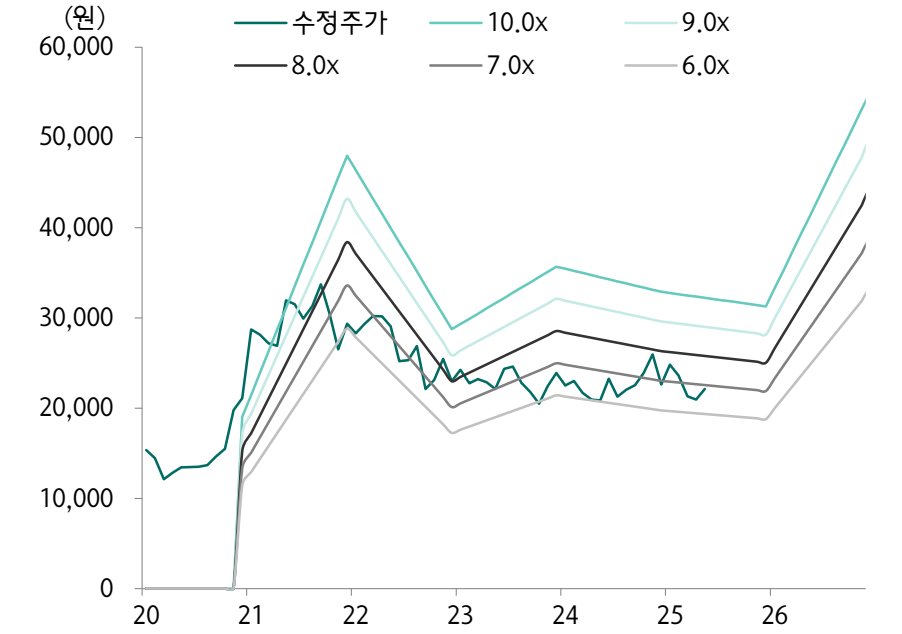
- 2025년 연결 매출액은 25.5조원, 영업이익 1.66조원(영업이익률 6.5%) 전망
- 2025년~2026년은 아시아나항공을 자회사로 유지할 것, 단기 아시아나항공의 실적 부침보다는 개선되는 방향성이 중요
- 국내 유일 FSC로서 목표 P/E 9배, 목표 P/B 1배가 전혀 과도한 Valuation이 아니라고 판단

Financial Data (단위: 십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	16,111.8	17,870.7	25,481.5	26,617.2
영업이익	1,790.1	2,110.2	1,656.8	2,148.9
순이익	1,061.2	1,317.3	1,148.1	1,132.1
증감률	(40.1)	24.1	(12.8)	(1.4)
PER	8.32	6.34	7.04	7.15
PBR	0.93	0.80	0.71	0.66
ROE	11.46	13.17	10.52	9.62
DPS	750	750	750	750

자료: 대한항공, 하나증권

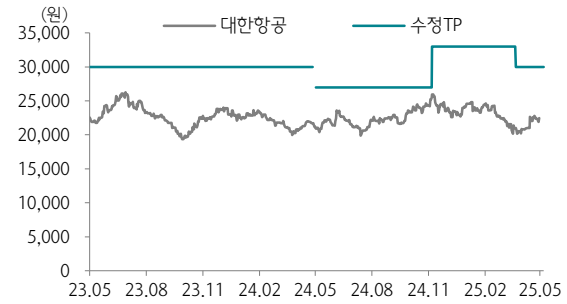
대한항공 P/E 밴드차트



자료: 하나증권

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

대한항공



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.4.14	BUY	30,000		
24.11.29	BUY	33,000	-29.18%	-22.27%
24.5.24	BUY	27,000	-17.14%	-5.74%
24.5.19	담당자 변경		-	-
24.5.4	1년 경과		-	-
23.5.4	BUY	30,000	-24.66%	-12.50%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(안도현)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2025년 5월 23일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(안도현)는 2025년 5월 23일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

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

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**
  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능
- **산업의 분류**
  Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
  Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.91%	5.09%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 05월 20일