



걱정하지 않는다

윤승 Overweight

2025.5.28

Analyst 안도현 dohyunahn@hanafn.com



하나증권

2025년 5월 28일 | Equity Research

운송 Overweight

걱정하지 않는다

Summary

- ✓ 항공: 강한 수요, 하반기 운임 반등세를 기다리며
- ✓ 해운: 장기적 시야 유지 필요, 벌크선 2027년 공급 순감 전환 예상
- ✓ 운송업자 주도의 시장 환경으로 변화하는 과도기적 구간, Top Pick: 대한항공

Top Picks 및 관심종목

기업명	투자의견	목표주가(12M)	현재주가(5월27일)
대한항공 (003490)	BUY	30,000원	22,550원
진에어 (272450)	BUY	12,000원	9,210원
팬오션 (028670)	BUY	4,800원	3,620원
HMM (011200)	BUY	20,000원	21,750원

목차

1. 항공: 운임에 주목할 것	3
1) 2024년 회고: Q 증가, C 증가, P 하락	3
2) 2025년도 비슷한 흐름 전망	6
3) 2025년 항공사 비용 전망: 너무 걱정 말아요	9
4) 항공화물: 불확실성 상존, 우려는 축소되는 구간	11
5) 매크로는 돌아섰다, 관건은 운임 턴어라운드	12
6) 운임 상승하는 종목을 고를 것	14
2. 해운: 장기적 시야 유지	16
1) 벌크선: 2025년 업황은 2023년과 유사한 흐름	16
2) 벌크선: 벌크선 발주 급감에 주목	17
3) 벌크선: 28 Years Before	18
4) 벌크선: 2027년 이후는 공급자 우위 시장으로 돌아설 것	19
5) 컨테이너선: 변화무쌍한 상반기를 보내며...	20
6) 컨테이너선: 90일 이후, 관세와 해상운임과 추가	22
7) 컨테이너선: 장기적으로는 공급이 너무 많아져요	23
3. 투자전략: 운송 산업 내 Valuation 부담은 없다	26
1) 새로운 시대, 가보지 않은 길	26
2) Valuation 부담은 없다	27
기업분석	
대한항공 (003490)	30
진에어 (272450)	34
팬오션 (028670)	38
HMM (011200)	42

Overweight

Top Picks 및 관심종목

*CP 2025년 5월 27일

대한항공(003490)

BUY | TP 30,000원 | CP 22,550원

진에어(272450)

BUY | TP 12,000원 | CP 9,210원

팬오션(028670)

BUY | TP 4,800원 | CP 3,620원

HMM(011200)

Neutral | TP 20,000원 | CP 21,750원

2024년 5월 28일 | 산업분석_Industry In-depth

운송

걱정하지 않는다

항공: 강한 수요, 하반기를 기다리며

2025년 1분기 출국자 수는 5% (YoY) 증가하며, 항공참사와 고환율, 소비심리 침체라는 불리한 대외환경 속에서도 견조한 성장세를 유지하고 있다. 현재 환율이 하향안정화 되며 항공주에게 유리한 환경으로 돌아서고 있고, 항공여객 산업은 2025년 하반기에도 2024년과 유사한 Q 증가, C 증가, P 하락 흐름을 이어갈 것으로 예상된다. 다만 유류비/환율 하락에 따라 비용 증가는 제한될 것이고, 운임 하락 흐름은 FSC 중심으로 하반기부터 상승 반전 가능할 것으로 전망하고 있다. 여행 수요의 다변화로 LCC의 수익 방어력도 과거 대비 제고될 것으로 기대한다.

해운: 장기적 시야 유지 필요

벌크선 발주가 급감하고 있다. 1)조선소 Capa 부족, 2)신조선가 부담 증가, 3)대체연료 미확정 등 여러 요인이 복합적으로 작용하고 있다. 신조 발주가 늘지 않는 한, 2027년 이후 공급 순감의 시기를 맞이하게 되고, 벌크선 운송업자 우위의 시장이 조성될 가능성이 높다. 반면 컨테이너선은 2028년까지 연평균 5% 증가할 예정이다. 다만 미국의 관세 조정에 따라 시장에서는 미주/유럽 노선간 선박 재배치가 있을 예정이고, 이에 따른 단기 운임 강세가 예상된다.

변화의 흐름 속에서

운송 산업 특성상 개별 기업의 차별화가 어려운 구조이고, 경쟁 심화 국면에서는 운임 하락으로 인한 수익성 훼손이 불가피해왔었다. 하지만 운송업자 우위의 시장이 조성될 가능성이 대두되고 있다. 대한항공이라는 국내 유일 FSC의 탄생과 벌크선 공급 순감 전환이 대표적인 흐름이다. 2025년 하반기는 큰 흐름의 과도기에 놓여 있는 만큼, FSC의 원거리 노선 지배력 강화와 벌크선 발주 감소 추세를 통해 변화의 맥을 짚어볼 수 있다.

Valuation 부담은 없다. Top Pick: 대한항공

운송 산업 내 Valuation 부담은 없다. 팬데믹 기간 내 항공화물/해상운송 운임이 급격히 상승하면서 기업의 Book Value 도 지난 몇 년간 큰 폭 증가했다. 또한 과거 대비 실적 가시성이 제고되며 운송 기업 주가를 바라볼 때 PBR 뿐만 아니라 PER 관점에서 접근할 것으로 권한다. 12MF P/E 기준 대한항공 7배, 진에어 5배, 팬오션 5배 수준으로 저평가 되어 있다는 판단이다.



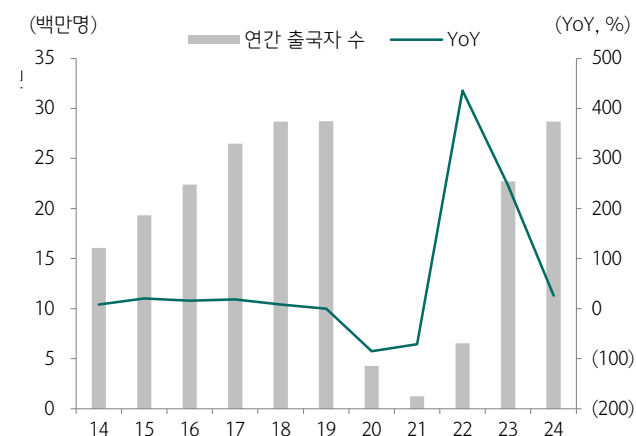
Analyst 안도현 dohyunahn@hanafn.com

1. 항공: 운임에 주목할 것

1) 2024년 회고: Q 증가, C 증가, P 하락

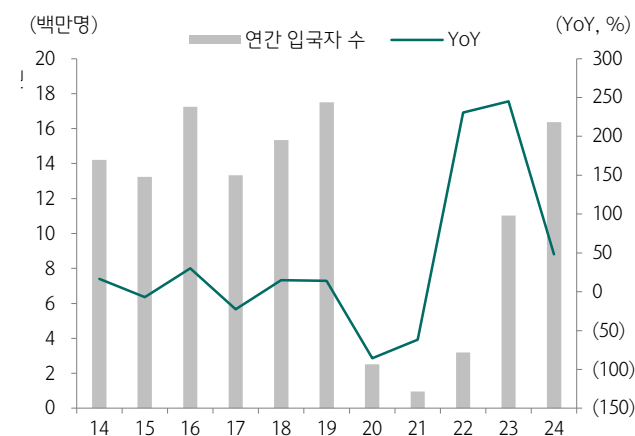
2025년 항공여객 산업은 2024년의 분위기를 그대로 이어갈 것으로 전망한다. 2024년 연간 출국자 수는 26% (YoY) 증가한 2,869만명이었고, 연간 입국자 수도 48% 증가한 1,637만명을 기록하며 팬데믹 이전 수준을 회복했다. 2025년 1분기 인천공항공사 여객량은 전년 동기 대비 8% 증가하며 양호한 성장세를 이어가고 있고, 2019년 대비로도 초과성장 중이다. 특히 2024년 12월 이후 국내외 경제/정치 불확실성으로 소비심리가 위축되었고, 원화 절하가 장기간 지속되었음에도 불구하고 여행 수요는 견조한 모습을 보여주고 있는 점에 주목할 필요가 있다. 해외여행 지급액도 2025년 들어 전년 동기 대비 18% 증가한 점을 감안하면, 해외여행에 대한 수요는 여전히 양호하고, 2025년 하반기에도 여객 증가 추세는 이어질 것으로 전망한다.

도표 1. 연간 내국인 출국자 수 추이



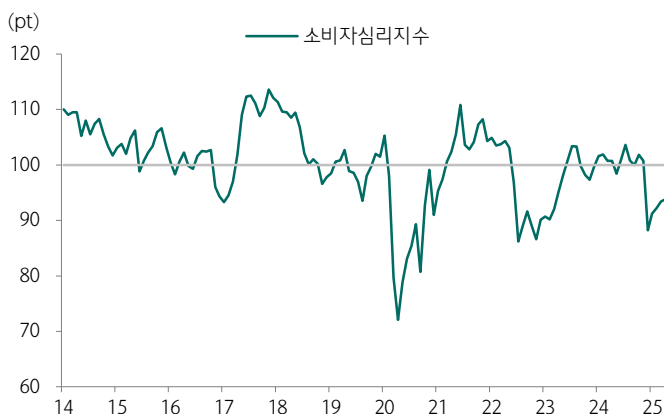
자료: 한국관광공사, 하나증권

도표 2. 연간 외래객 입국자 수 추이



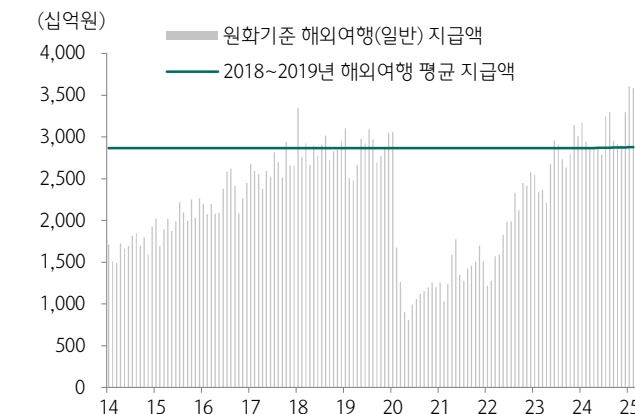
자료: 한국관광공사, 하나증권

도표 3. 소비자 심리지수



자료: 한국은행, 하나증권

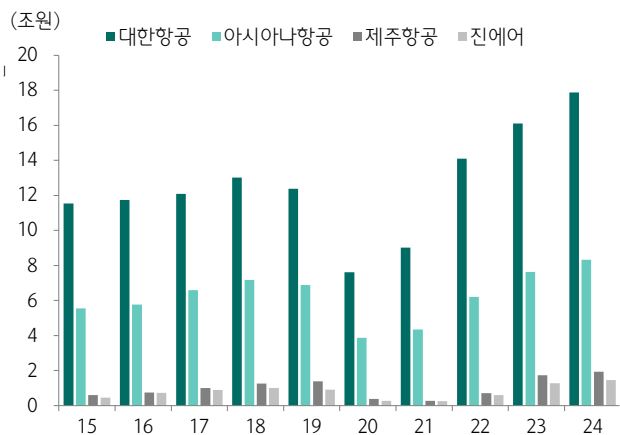
도표 4. 해외여행 지급액 추이(원화 기준)



자료: 한국관광공사, 하나증권

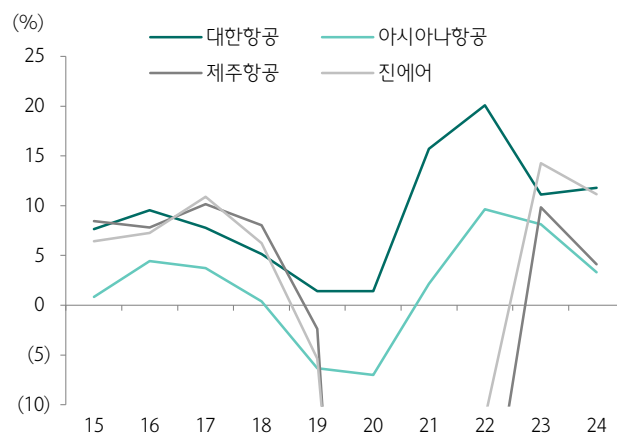
또한 2025년 하반기에는 환율이 하향안정화 될 것으로 예상되고, 연후 장기화에 따른 해외 여행 수요도 추가 될 전망이기 때문에 높은 기저에도 불구하고 하반기 성장세는 유지될 전망이다. 또한 하반기에는 중국 단체관광객 대상 무비자 정책 가능성이 있고, 이는 항공여객 수요에는 추가적인 모멘텀으로 작용할 수 있다.

도표 5. 주요 항공사 매출액 추이



자료: 각 사, 하나증권

도표 6. 주요 항공사 영업이익률 추이



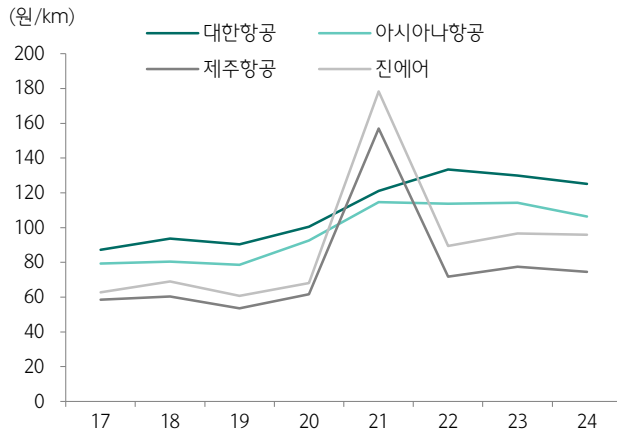
자료: 각 사, 하나증권

2024년 견조했던 여객수요에 힘입어 항공사들은 역대 최대 매출액을 달성했으나, 대한항공을 제외한 항공사들의 수익성은 2023년 대비 하강했다. 우선 매출액 증가는 Q 증가에서 기인한 것으로, 국제선 여객 운임은 2023년 대비로는 하락했다(대한항공 -4%, 아시아나항공 -7%, 제주항공 -4%, 진에어 -1%).

비용 증가도 수반되었다. 2024년 대한항공/아시아나항공/제주항공의 비용 증가율은 10%/15%/19%에 달한다(연료비 제외 시 13%/20%/26%). 특히 두드러진 점은 인건비 증가인데, 2024년 항공사의 인건비는 전년 대비 15% 이상 늘어났다. 팬데믹 기간에 지연되었던 기본 임금 인상도 있으나, 사업량 증가에 따른 운항승무원 단기 채용 증가도 영향이 컸던 것으로 해석한다. 또한 공항 관련비도 사업량 증가와 단가인상, 원화 절하로 20% 이상 증가했다. 또한 정비비도 큰 폭 증가했다(아시아나항공 +42%, 제주항공 +47%). 종합하여 보면 연료비를 제외한 기타 비용 증가폭이 매출액 증가폭을 상회하였고, 결과적으로 항공사의 수익성 하락으로 이어진 것이다.

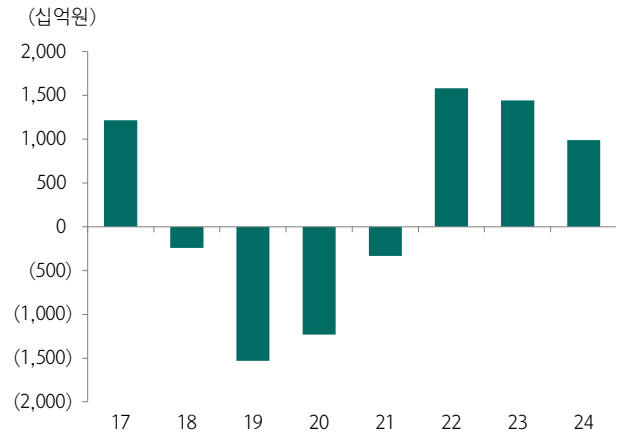
2024년을 되돌아보면, 항공사는 역대 최대 매출을 달성했는데, 이는 P 상승보다는 Q 증가에 크게 의존한 면이 있다. 항공사들이 공급을 점차 확대하면서 운임은 하락하였고, 사업량의 급격한 증가에 따라 비용은 매출액 상승률 대비 큰 폭 증가했다.

도표 7. 주요 항공사 국제선 여객운임 추이



자료: 각 사, 하나증권

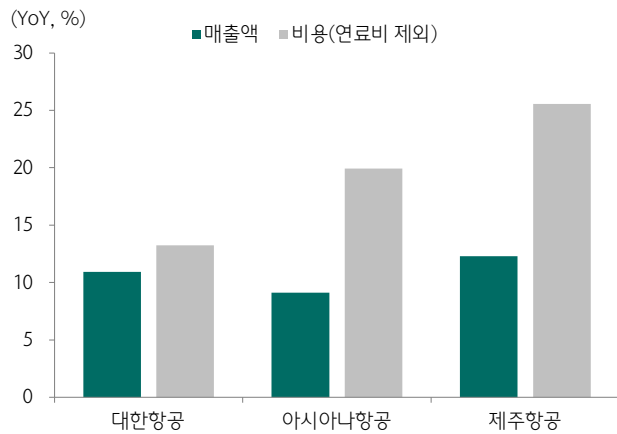
도표 8. 주요 항공사 합산 당기순이익 추이



주) 대한항공/아시아나항공/제주항공/진에어 합산

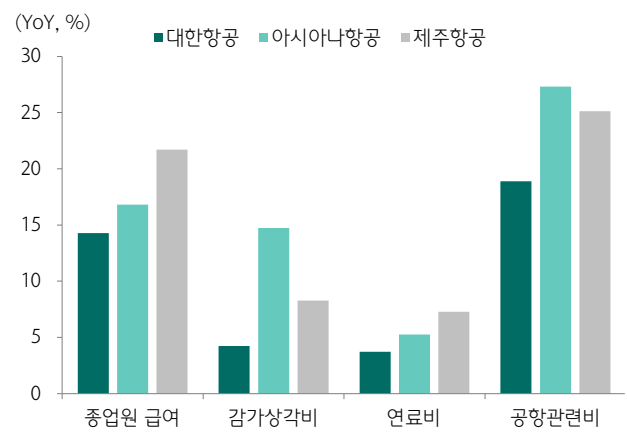
자료: 각 사, 하나증권

도표 9. 주요 항공사 2024년 매출액 성장률 vs. 비용 증가율



자료: 각 사, 하나증권

도표 10. 주요 항공사 2024년 비용 증가폭 비교



자료: 각 사, 하나증권

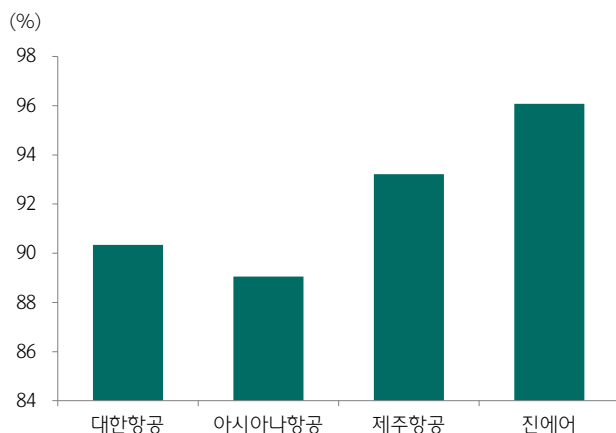
2) 2025년도 비슷한 흐름 전망

2025년은 2024년의 흐름을 이어갈 것으로 예상하나, 비용 측면에서 유리한 한 해가 될 것으로 예상된다. 대한항공과 아시아나항공 같은 경우, 상반기 공정위 운임 제한 영향으로 미주 일부 노선 운임 상단이 제약되었고, LCC 같은 경우 경쟁 심화 구간에 접어들었기 때문에 총체적인 2025년 여객 운임은 상반기까지는 하락세가 이어질 전망이다.

Q는 무난히 증가할 것으로 예상된다. 공급 측면에서 2024년 주요 항공사들의 공급 회복률(2019년 대비)은 FSC 90%, 제주항공/진에어도 100%에 미치지 못하고 있다. 이는 중국 노선 공급 감소에서 기인하는데, 2019년 이전 항공사의 중국 노선 매출 비중이 15%(아시아나 17%, 대한항공 12% 등) 이상이었던 점을 감안하면, 현재 중국 노선의 매출 비중이 10% 미만이기 때문에 2019년 대비 공급 감소는 자연스러운 수준이다. ASK 회복률을 보면, 과거 중국 노선 비중이 높았던 아시아나항공/제주항공의 공급 회복이 더딘 것을 확인할 수 있다.

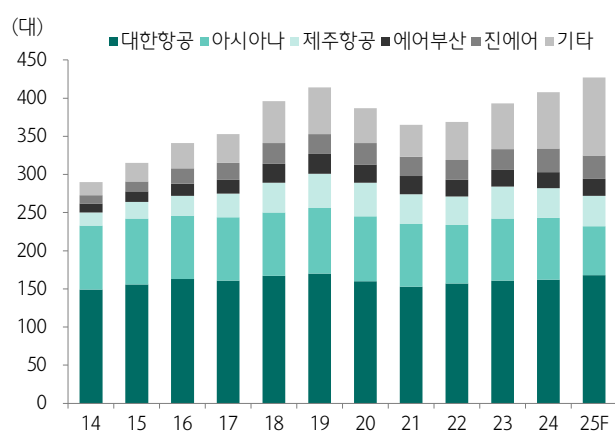
팬데믹 기간동안 항공사들이 기재를 축소 운영했고, 보잉/에어버스 생산차질로 기재 도입이 원활치 않았기 때문에 2024년 국내 주요 항공사의 기재 수는 2019년 대비 적었던 것도 원인이다. 2025년 국내 주요 항공사의 항공기 보유량이 팬데믹 이후 처음으로 2019년 수준을 초과할 것으로 예상되는 바, 공급 증가 여력은 충분하다.

도표 11. 주요 항공사 2024년 ASK 회복률(2019년 대비)



자료: 각 사, 하나증권

도표 12. 주요 항공사 기재 보유량 추이 및 전망



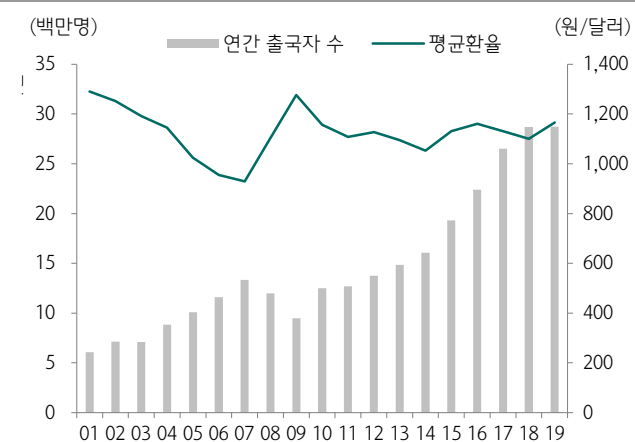
자료: 각 사, 하나증권

수요 측면에서의 업사이드도 충분하다. 아웃바운드 해외여행 수요는 피크아웃 우려에도 불구하고 항상 견조한 성장세를 이어가고 있다. 1분기 인천공항 여객수송량은 전년 동기 대비 8% 증가했다. 1분기 평균 환율이 1,453원/달러로 전년 동기 평균 대비 9%, 직전 분기 대비 4% 상승했고, 소비심리가 연초 이후 95pt 미만에 머물고 있는 것과는 대조적인 성적표다.

한편 5월 이후 환율이 하향안정화 되는 모습이다. 내국인 출국자 수는 경기 성장, 아웃바운드 해외여행 수요 증가와 함께 성장했으나, 연도별 편차와 속도에 영향을 미쳤던 건 당해의 환율 수준이다. 과거 원화 절하 시기의 연간 출국자 수가 평년 대비 낮았었고, 환율이 낮았던 시기의 출국자수 증가 속도가 높았던 점을 감안하면 환율의 하향안정화는 추가적인 해외여행 수요를 촉발할 수 있다.

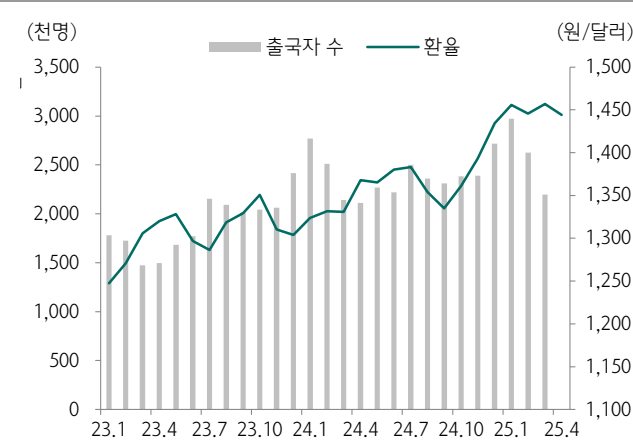
2025년 1분기 출국자수 증가율은 5% (YoY)에 불과했는데, 2024년 연평균 출국자수 증가율이 26% 였음을 감안하면 둔화세라고 볼 수 있다. 다만 1분기 소매판매액이 0.7% (YoY) 증가에 그쳤고, 1분기 상용 항공 수요도 전년 동기 수준이었음을 감안해야 한다.

도표 13. 환율과 출국자수 비교(2019년 이전)



자료: 한국관광공사, 한국은행, 하나증권

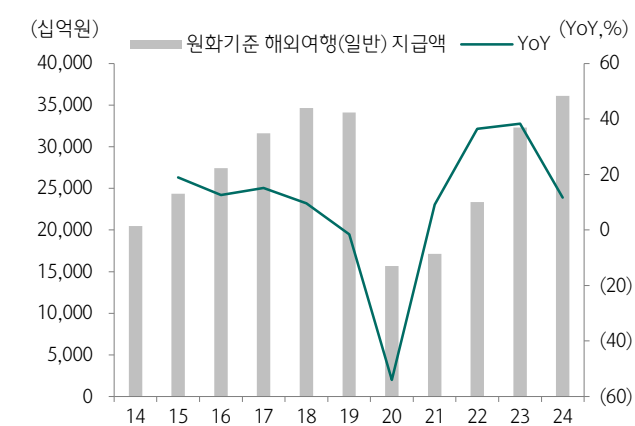
도표 14. 환율과 출국자수 비교(2023년 이후)



자료: 한국관광공사, 한국은행, 하나증권

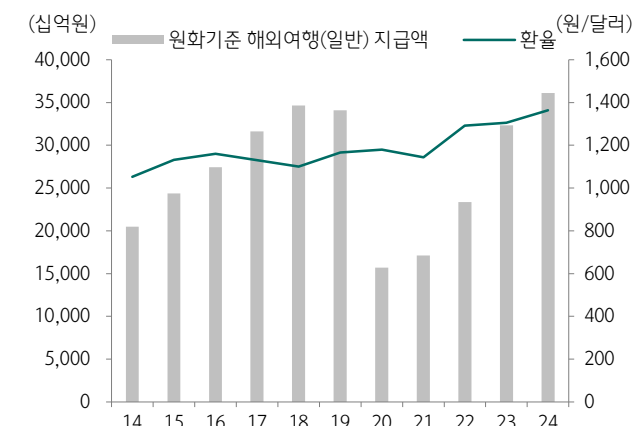
주목할 부분은 2025년 1분기의 해외여행 지급액이 달러 기준으로는 5% (YoY) 증가에 그쳤지만, 원화 기준으로 환산해보면 15% 증가한 것이나 다름 없다는 점이다. 2024년 원화기준 해외여행 지급액은 12% (YoY) 증가하며 사상 최고치를 경신했다. 해외여행에 지출하는 금액은 2014년~2019년간 연평균 11% 증가하면서 국내 경제 성장률, 인플레이션률, 소매판매 증가율을 모두 상회해왔고, 향후로도 유사한 흐름이 이어질 가능성이 높다는 판단이다.

도표 15. 해외여행 지급액 추이



자료: 한국은행, 하나증권

도표 16. 해외여행 지급액과 환율 비교



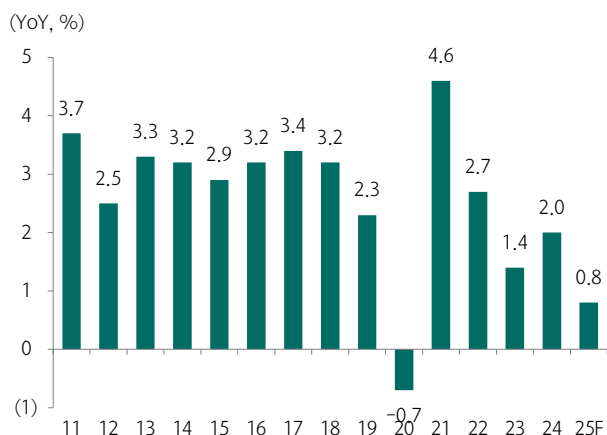
자료: 한국은행, 하나증권

한편, 2017~2019년 가장 해외여행 수요가 좋았던 시기를 참고하면 2019년 노재팬 등 대내외 변수가 존재하나 해외여행 지출액은 원화 절상 시기에 돌출하는 모습을 보인다. 참고로, 동 시기의 가계 가처분 소득은 우상향 흐름을 이어갔다.

다만 해외여행 수요에 대한 우려가 완전히 불식되기는 어렵다. 가장 큰 이유는 한국 경기가 너무 어렵기 때문이다. 2025년 1분기 한국 GDP는 전 분기 대비 0.2% 하락했고, 전년 동기 대비해서도 0.1% 하락했다. 2025년 연간 한국 GDP 성장률 전망은 0.8%에 불과하다. 그동안 여행 지출이 소비 지출 증가를 상회해왔으나, 국내 경제성장률이 코로나 이후 최저 수준으로 하락하는 과정에서 여행 수요에 대한 압박은 분명 존재한다.

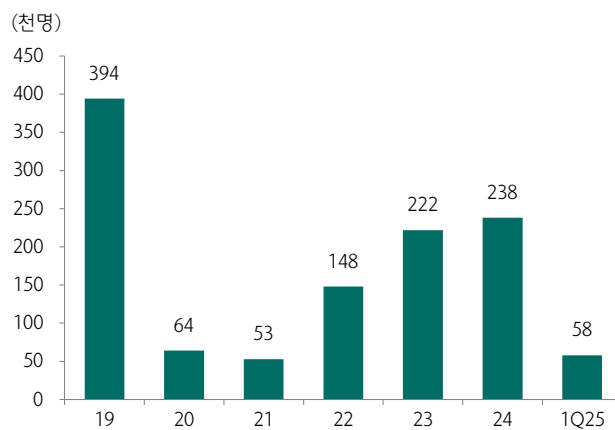
상용 항공여객 수요의 위축도 나타나고 있다. 국내 대기업 및 공공기관의 B2B 전담 여행사인 레드캡투어의 2024년 송출인원(출장항공권 발권 수)은 2019년 대비 60% 수준에 머물렀다. 2025년 1분기도 전년 1분기와 유사한 수준에 머물렀다. 팬데믹 기간 동안 화상 회의 시스템이 구축되었고, 국내 기업경기의 위축과도 무관하지 않다. 2024년 연간 출국자 수가 26% (YoY) 증가했고 상용 수요의 감소는 2024년에 두드러지지는 않았으나, 2025년에는 또 하나의 수요 부담으로 이어질 수 있다.

도표 17. 한국 경제성장률 추이 및 전망



자료: 한국은행, 하나증권

도표 18. 레드캡투어 송출인원(상용 항공수요)



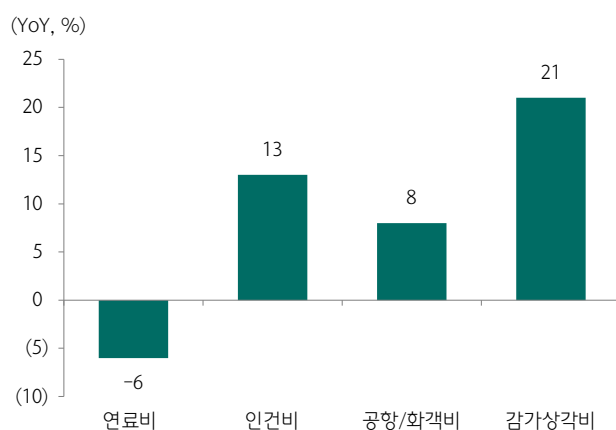
자료: 레드캡투어, 하나증권

3) 2025년 항공사 비용 전망: 너무 걱정 말아요

비용 증가 기조는 여전하다. 다만 항공사별로 비용 증가 편차는 다소 있을 것으로 예상된다. 1분기 대한항공/아시아나항공/진에어의 매출액은 전년 동기 대비 +3%/+7%/-3% 변동했으나, 영업비용은 6%/5%/8% 상승했다. 대한항공과 진에어의 연료비는 전년 동기 대비 감소했기 때문에, 연료비 외의 기타 비용증가 폭이 예상 대비 컸다.

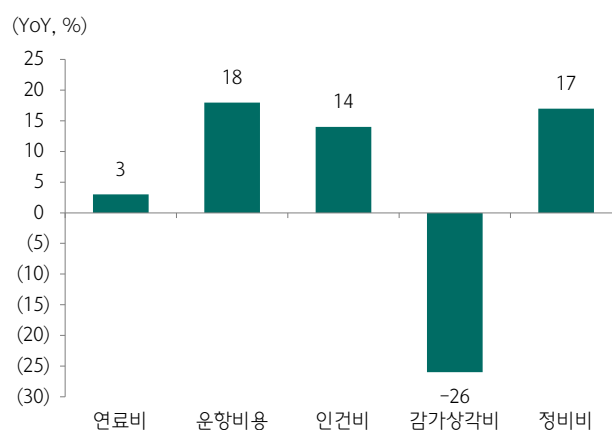
항공사의 비용 중 연료비/공항화객비/정비비 등이 환율에 연동되고, 1분기 환율이 전년 동기 대비 9% 상승했다는 점을 전제해야한다. 또한 작년 1분기 인건비 기저가 낮았기 때문에 증가율이 높아보이나, 실질적으로 1분기 인건비는 2024년 하반기 수준에서 소폭 증가한 수준이다.

도표 19. 대한항공의 2025년 1분기 비용 증가율(YoY)



자료: 대한항공, 하나증권

도표 20. 아시아나항공의 2025년 1분기 비용 증가율(YoY)



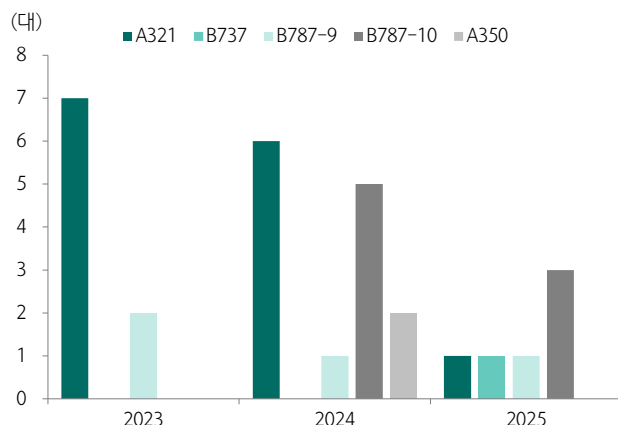
자료: 아시아나항공, 하나증권

항공사별로 살펴보면, 대한항공은 감가상각비 증가가 눈에 띈다. 대한항공의 감가상각비는 전년 동기 대비 21% 증가했는데, 금액으로는 800억원 증가한 것이다. ATIS에 따르면, 대한항공은 2023년 9대, 2024년 14대, 2025년(YTD) 6대의 신기재를 도입했는데, 특히 2024년에 중대형 기재가 8대 도입되며 원가 부담을 높였다. 일반적으로 대형기 인도는 연말에 많이 이루어지는데, 2024년 연말에는 정치적 불확실성이 고조되며 원화 절하가 극에 달했던 시기였기 때문에 리스부채 증가폭이 상당히 컸던 것으로 파악된다.

반면 다른 항공사들의 감가상각비는 큰 폭 증가하지는 않을 것으로 예상된다. 2024년 국내 항공사가 신규 등록한 항공기는 총 36대인데, 이 중 대한항공이 14대이고, 에어프레미아 1대를 제외하면 대한항공만 대형기를 도입한 상황이다. 아시아나항공은 2024년 화물기 2대를 제외하면 A321 3대를 도입하는 것에 그쳤다.

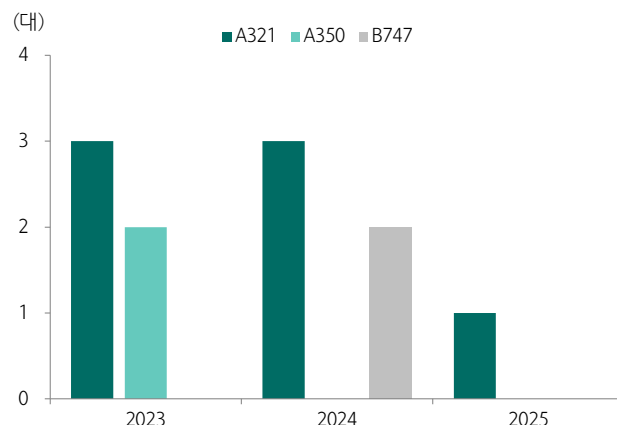
2025년 5월까지 환율이 높은 수준에서 유지되며 2024년 하반기~2025년 상반기까지 인도된 항공기들에 대한 감가상각비는 여타 항공기보다 높을 것으로 예상된다. 2025년 1분기에 대한항공은 대형기 1대를 포함한 총 3대를 인도받았다.

도표 21. 대한항공 신기재 도입 현황



자료: 대한항공, 하나증권

도표 22. 아시아나항공 신기재 도입 현황



자료: 아시아나항공, 하나증권

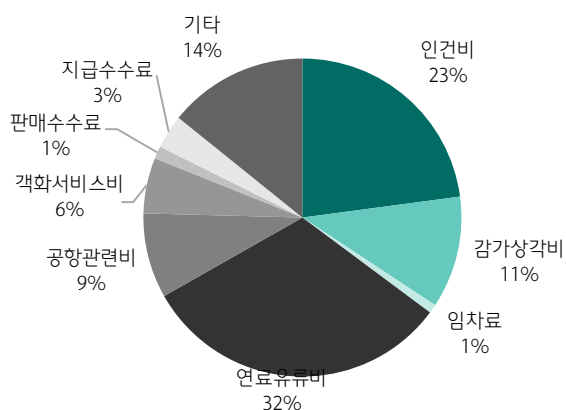
현재 보잉/에어버스가 모두 대형기 생산 회복률이 50% 수준으로 낮기 때문에 원거리 노선 Capa 증가를 위한 중대형기 확보는 긍정적이다. 또한 신기재의 연료효율성이 높기 때문에 향후 연료사용량 절감 효과도 기대된다. 하지만 감가상각비는 연간 18% (YoY) 증가할 것으로 추정된다.

한편 아시아나항공 및 대부분 LCC에서 공항관련비가 20% 이상 상승했는데, 사업량 증가 및 환율 상승을 감안하면 실제 단가는 약 5% (YoY) 증가한 것으로 파악된다. 2025년 하반기에는 2024년 하반기 대비 환율의 변동폭이 크지 않을 것으로 전망되는 바, 공항/화객비 증가폭은 하반기에는 점차 완화될 것으로 전망한다.

또 하나의 우려 요인은 정비비이다. 정비비도 10~20% (YoY) 증가한 것으로 파악되는데, 정비비는 리스 항공기에 대한 정비부채 계상도 포함되어 환율에 노출되어 있고, 항공 참사 이후 항공 정비에 대한 기준이 높아졌기 때문이다.

하지만 비용 중 가장 큰 비중을 차지하는 연료비 단가가 4월 기준 32% (YoY) 하락했고, 사용량 증가와 환율 효과를 감안하더라도 연간 연료비는 2024년 대비 높은 한자릿수 감소할 것으로 전망되기 때문에 항공사의 비용 증가폭은 연간 5% 미만으로 제한될 전망이다.

도표 23. 항공사 비용 구조- 대한항공



자료: 대한항공, 하나증권

도표 24. 항공유 가격 추이(U.S. Gulf Coast Kerosene Type Jet Fuel)



자료: EIA, 하나증권

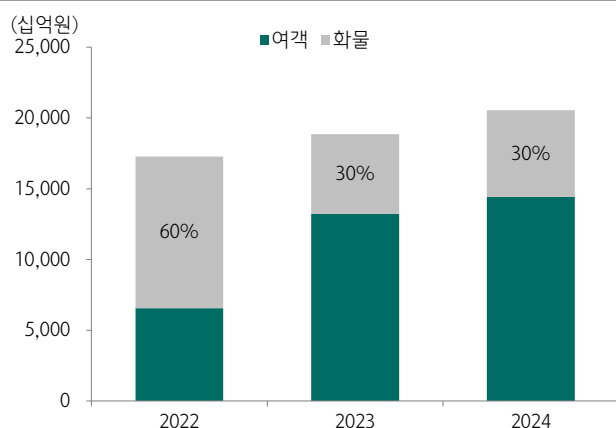
4) 항공화물: 불확실성 상존, 우려는 축소되는 구간

FSC 매출의 30% 이상을 차지하는 항공화물 업황도 미-중 갈등에 의한 불확실성에 직면해 있다. 5월 12일부로 미-중간의 상호관세가 90일간 유예되었고, 이 기간 내 상호관세는 10% 수준이다. 다만 미국 내 소액면세 제도(800달러 이하 수입품 관세 면세)가 폐지되었고, 상호 관세 유예 기간에도 소포 1건당 100달러인 고정세액은 유지되고 있다. 이는 미국 내 중국 상품 직구 수요에는 부정적으로 작용하고 있다.

하지만 우려는 제한적이다. 관세가 125%까지 상승했던 4월 중국 발 항공운임지수 하락은 8% (YoY) 에 불과했고, 반면 기타 지역 항공 물동량은 증가하며 전체 지수는 견고하게 유지되는 모습을 보였다.

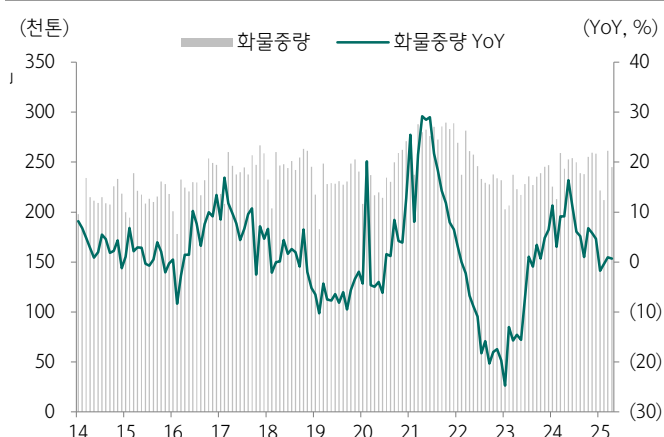
근원적으로 미국 내 생산시설과 생산인력이 부족하기 때문에, 생활소비재의 조달은 중국/동남아 지역에게 의존할 수밖에 없고, 중장기적으로 미국 향 항공화물 수요는 유지 될 것으로 예상된다. 또한 유럽/중동 등 지역에서 시커머스 수요가 좋고, 화물기 공급은 제한적인 바, 항공화물 업황에 대해서도 크게 우려할 필요 없다는 판단이다.

도표 25. 대한항공/아시아나 합산 매출 구성



자료: 대한항공, 아시아나항공, 하나증권

도표 26. 인천공항 화물 수송량 추이



자료: 인천공항공사, 하나증권

5) 매크로는 돌아섰다, 관건은 운임 턴어라운드

환율이 하강세에 접어들었고, 유가 하락에 따른 비용 증가도 제한적임에 따라 매크로 환경은 충분히 항공주에게 유리하게 돌아서고 있다. 이에 항공주 주가도 박스권 하단에서 점차 반등하고 있으나, 아직 저평가된 상태라고 판단한다.

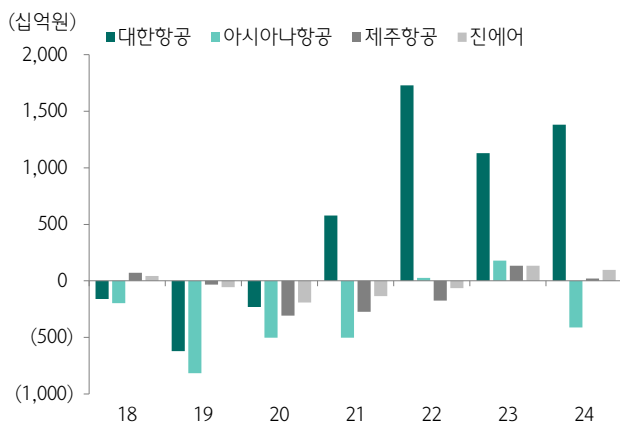
주가는 이미 충분히 낮다. 대한항공의 경우 아시아나항공 실적을 반영하더라도 12MF P/E 7배에 불과하고 진에어는 5배 수준이다. 2019년 이전 대비 항공 수요가 늘었고, 운임이 올라갔고, 수익성이 개선되었다. 대규모의 사업 확장이 있지 않다면 항공사의 수익성도 분기별 편차는 있으나 연간 단위로는 안정적인 흑자 기초를 유지 할 전망이다.

1분기 LCC의 성적표는 기대 이하였으나, 항공참사 영향으로 제주항공의 국내선/국제선 운임이 각각 22%/9% (YoY) 하락하며 경쟁 강도를 비정상적으로 높였다는 점을 감안하면 진에어/에어부산의 실적 안정성에 보다 주목할 필요가 있다. 제주항공은 1분기 357억원의 영업이익자를 기록했는데, 이러한 운임 수준은 장기적으로 유지할 수 있는 것이 아니다. 향후 시장 운임 정상화와 함께 항공사들의 실적도 한층 견고해질 것으로 전망한다.

이러한 견고한 실적의 바탕은 올라간 운임에 있다. 2024년 운임은 2017년~2019년 평균 여객 운임 대비 30% 이상 상승했다. 반면 공급은 2019년 수준 미만에 머물고 있다. 결과적으로 사업량 증가에 따른 비용 증가는 어느정도 억제된 반면에 매출은 증가하면서 수익성이 상승했기 때문이다.

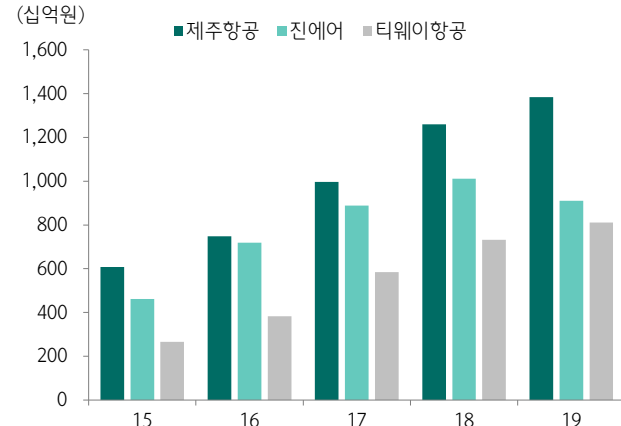
2019년 이전의 항공사는 적자를 내기 일쑤였다. 2019년에는 대한항공/아시아나항공/제주항공/진에어를 비롯한 거의 모든 항공사들이 당기순이익 적자를 기록했다. 훨씬 많았기 때문에 경쟁강도가 높았기 때문이다. 2016년~2018년은 LCC들이 공격적으로 공급을 확장하던 시기이고, 이 기간 제주항공/진에어/티웨이항공 평균 매출액 성장률은 30%/19%/38%에 달했다. 반면 대한항공/아시아나항공의 매출액 성장률은 5%/12% 에 그쳤다. 반면 이 시기의 출국자 평균 증가율은 13% 였는데, 우선 수요 대비 공급이 더 빠르게 늘어난 구간이기도 하고, LCC 시장의 개화와 낮았던 운임으로 수요가 촉발된 시기였다고 판단한다.

도표 27. 항공사별 당기순이익 추이



자료: 각 사, 하나증권

도표 28. LCC 3사의 매출액 추이(2019년 이전)



자료: 각 사, 하나증권

시장에서 우려하는 것은 경쟁 심화로 인한 운임 하락과 이로 인한 수익성 저하이다. 이미 영업비용은 2019년 대비 30% 가량 증가했고, 항공사의 비용 중 1/3을 차지하는 연료비를 제외하면 비용 증가는 비가역적이다. 고정비성 비용이 대부분이기 때문이다.

따라서 국제선 운임의 턴어라운드 시점을 주가 박스권 탈피 시점으로 전망한다. FSC의 운임 상승 전환 시점은 2025년 하반기, LCC는 2026년으로 예상한다.

6) 운임 상승하는 종목을 고를 것

대한항공과 아시아나항공의 경우 상반기까지는 공정위의 기업결합 행태적 조치 중 하나인 가격인상 제한이 있었는데, 2019년 대비 물가 상승률 이상으로 경쟁 제한 노선(양사 합산 점유율 50% 이상인 노선) 운임을 제약하는 것이 골자다.

도표 29. 대한항공-아시아나항공 기업결합 관련 공정위 시정조치 주요내용 요약

구분	노선	구조적 조치	행태적 조치
국제선 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
국제선 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

현재 해당 노선 중 유럽 노선은 티웨이항공 신규 취항 등으로 일정부분 해소가 되었고, 미국 노선의 운임 제약이 상반기까지는 남아있으나, 하반기부터는 해소될 예정이다. 대한항공의 여객 매출 비중 중 35% 가 미주 노선이기 때문에 해당 운임 제약 영향이 상당했을 것으로 추산되나, 대한항공의 1분기 국제선 여객운임은 전년 동기 수준으로 유지되었다(대한항공 -0%, 아시아나항공 -4%). 미주 노선 여객 운임 하락을 만회하고도 남을 만큼의 기타 노선 강세가 이어지고 있고, 하반기에는 미주 노선 여객 운임이 상승전환 가능할 것으로 전망하고 있다.

대한항공은 아시아나항공의 자회사 편입 이후 아시아나항공 실적에 대한 의구심으로 주가가 횡보하고 있는 모습이다. 기대했던 통합 시너지 효과는 아직 실적에 반영되기는 이른 시점이다. 또한 1분기 신기재 도입으로 인한 감가상각비 증가로 별도 영업이익이 컨센서스 대비 낮았고, 아시아나항공(별도)의 영업손실을 기록하며 환율 하락에도 불구하고 주가 모멘텀이 약했다. 현재 대한항공의 12MF P/E는 7배 대에 불과하다.

대한항공의 주가 반등은 양 사이드에서 보아야 한다. 우선은 대한항공의 운임 상승이다. 대한항공의 비용 증가를 전가 가능함을 증명할 필요가 있다. 또 하나는 아시아나항공의 영업이익 개선이다. 아시아나항공은 2024년 별도 기준 영업이익률이 0.6%에 불과했다. 2025년 하반기부터는 화물사업부도 매각된다. 아시아나항공의 수익성 개선 작업이 선행되어야 통합 대한항공에 대한 의구심도 비로소 해소되는 것이다. 결론은 양 사 모두 운임 상승이 전제되어야 주가 모멘텀도 본격화 될 것으로 예상된다. 그리고 그 시점은 미주 노선 운임 제한이 풀릴 하반기일 것으로 전망하고 있다.

한편 LCC의 경우 운임 상승이 FSC 대비 어려울 것으로 예상된다. 가장 큰 이유는 노선 별 차별화가 없는 구조이고, 공급 회복 속도도 FSC 대비 빨랐기 때문이다. 중국 노선이 회복세에 접어들고 있으나, LCC는 중국 운수권 보유량이 많지 않다.

하지만 그럼에도 불구하고 2025년 4분기부터는 운임 반등이 가능할 것으로 예상된다. 우선 항공참사 영향으로 하락했던 항공사의 운임 수준이 정상화 될 것으로 전망하고, 이로 인한 가격경쟁 격화 형세가 누그러질 것으로 전망한다. 또한 2024년 추석은 9월이었으나, 2025년 추석은 10월인 관계로 연휴 효과도 있다.

뿐만 아니라 현재 항공사 별로 신규 노선을 개발하여 운항하고 있고(일본 소도시, 중국, 동유럽 등), 과거 대비 근거리 여행지 다양화 수요가 부각되고 있다. 이러한 신규노선은 대부분 공급이 제한적이고, 경쟁강도가 약하고, 운임/수익성도 높다. 2024년 여객 이용수가 가장 많았던 노선은 인천-도쿄 나리타, 인천 간사이, 인천- 후쿠오카, 인천- 방콕 등인데 2023년 대비로는 주요 노선의 집중도가 낮아지고 있는 점도 이러한 트렌드를 반영한다. 2023년 대비 2024년 상위 10개 노선 비중이 2.9%p 나 감소했다.

도표 30. 국제선 주요 노선의 여객수송실적 비중

(단위: %)

	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	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	0.2
합계	34.7	31.8	-2.9

자료: 에어포탈, 하나증권

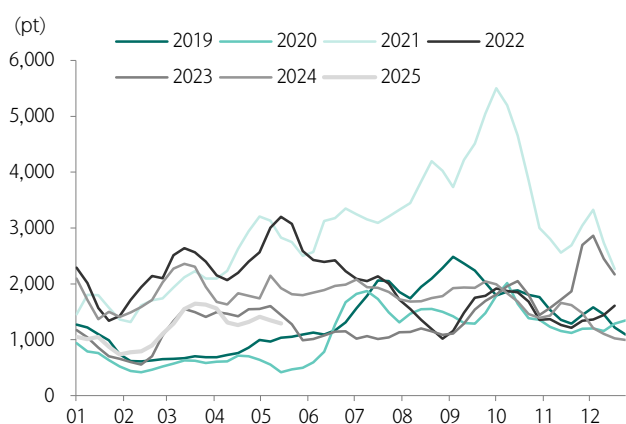
따라서 과거 LCC의 경우 실적 편차가 없고, 운임 상승/하락 패턴이 유사했는데, 여행 수요의 다각화에 따라 LCC 간에도 실적 편차가 존재할 것으로 전망된다. 따라서 LCC 중 가장 빨리 운임이 상승할 수 있고, 실적 가시성이 높은 진에어를 LCC 중 탑픽으로 제시한다. 또한 대한항공의 아시아나항공 통합 과정에서 진에어가 LCC 통합의 구심점 역할을 할 것으로 밝혀졌는데, 에어부산과의 통합 시너지와 네트워크 확장 효과도 기대된다. 무엇보다 에어부산은 2024년 영업이익이 1,463억원(진에어 2024년 영업이익은 1,631억원)에 이를 정도로 수익 규모가 큰 회사인데, 그에 비해 주가는 지나치게 저평가된 상태이다. 장기적으로 진에어가 에어부산을 통합한다고 가정해볼 수 있는데, 진에어의 주가에는 이러한 내용이 전혀 반영되어 있지 않다. LCC 중 차별화된 실적과 통합 시너지라는 관점에서 진에어를 추천한다.

2. 해운: 장기적 시야 유지

1) 벌크선: 2025년 업황은 2023년과 유사한 흐름

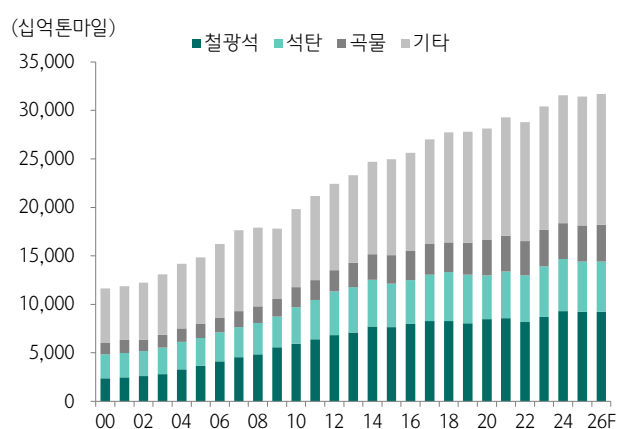
BDI 운임지수는 계절성을 감안하면 2023년과 유사한 흐름을 보이고 있다. 2024년은 중국의 철광석 수입량이 5% (YoY) 증가하면서 벌크선 운임도 동반 상향되었던 한 해이다. 중국에서 가장 많은 철강을 필요로 하는 건설업의 회복 기미는 아직 보이지 않고 있으나, 2023년 말 중국 항구 내 철광석 재고량이 상대적으로 낮았고, 강재 밀어내기 수출 수요도 있었던 것으로 해석된다.

도표 31. BDI 월별 추이



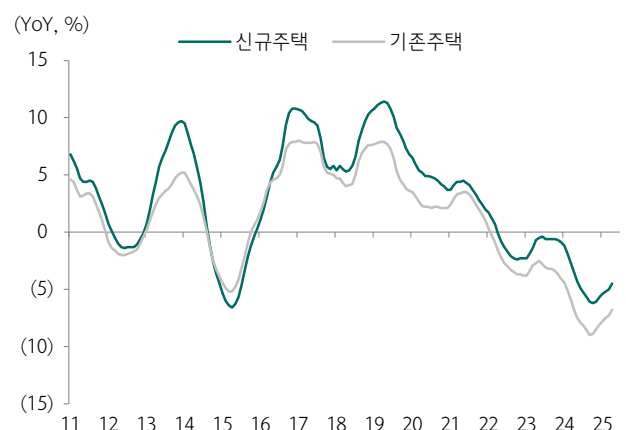
자료: Clarkson, 하나증권

도표 32. 글로벌 벌크 물동량 추이 및 전망



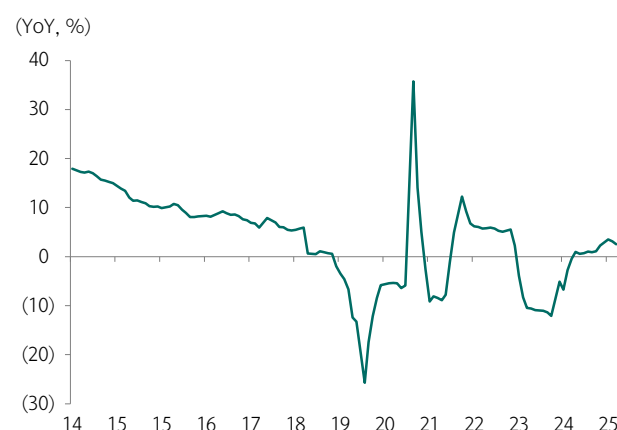
자료: Clarkson, 하나증권

도표 33. 중국 70개 대도시 부동산 가격지수



자료: Wind, 하나증권

도표 34. 중국 고정자산투자액(연간 누적)



자료: Wind, 하나증권

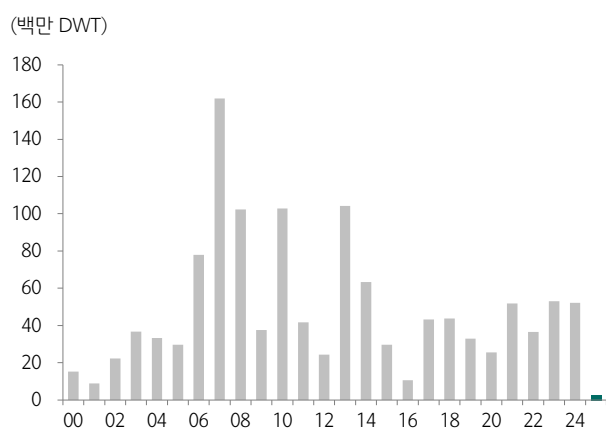
반면 2025년 글로벌 벌크 물동량은 0% (YoY) 감소할 것으로 예상되고, 특히 철광석/석탄 물동량이 전년 대비 각각 1%/4% 감소할 전망이다. 반면 벌크선 신규 공급은 3% (YoY) 늘어나고 있고, 폐선 증가세도 뚜렷하게 나타나고 있지 않은 바 공급이 수요를 초과하는 국면이 될 가능성이 높고, 연간 운임지수도 지지부진한 흐름을 보일 것으로 예상된다.

2) 벌크선: 벌크선 발주 급감에 주목

2025년 들어 벌크선 발주가 급격히 감소하고 있다. 4월 누적 발주량이 2021년~2024년 발주량 평균의 6% 수준에 불과하다. 벌크선 신조 주문이 급감한 이유는 복합적으로 해석한다. 우선 벌크선의 경우 40% 이상이 중국 조선소에서 만들어졌고, 벌크선 오더북 내 중국 비중은 70%에 육박한다. 트럼프 취임 이후 미-중 갈등이 불거졌고, 각국이 미국과의 관세 협상을 앞두고 있기 때문에 중국 조선소 향 신규 발주를 대량으로 추진하기는 어려운 정치적 환경이다.

또한 조선소 Capa 부족으로 인해 가장 저마진 선종인 벌크선의 신조선가도 10년 내 최고 수준으로 상승했다. 특히 2024년 신조선가는 전년 대비 6% 이상 상승했고, 2025년 들어 신조선가가 완화되었으나 과거 대비 높은 수준에서 형성되어 있다. 신조선가가 올라가면 결국 원가 부담이 상승하고, 화주에게 원가부담을 전가하기는 어렵고(입찰 형식 수주) 선사가 올라간 원가를 부담하게 될 가능성이 높기 때문에 선사 입장에서는 신조 발주를 신중하게 된다.

도표 35. 벌크선 발주량 추이



자료: Clarkson, 하나증권

도표 36. 벌크선 신조선가 추이



자료: Clarkson, 하나증권

또 하나의 불안 요인은 아직 벌크선 산업 내의 대체연료가 확정되지 않았다는 점이다. 해상 운송에 대한 탄소배출 감축 요구가 높아지고 있다. IMO는 온실가스 집약도 기준을 설정하고(2008년 대비 2028년 17%, 2030년 21% 감축 목표), 선박 당 이를 달성하지 못한 경우 초과 배출량 당 \$100~\$380을 부담해야 한다. 이미 시행되고 있는 EU ETS의 경우 유럽 내 입출항하는 모든 선박은 연간 탄소 배출량의 70%(2025년)에 해당하는 배출권을 구매해야 하는 등 탄소 배출에 대한 요구치를 충족하지 못할 경우 과징금이 부과되는데, 요구치 기준이 점진적으로 상향되고 있어 부담이 크다.

컨테이너 선사 같은 경우 LNG를 차세대 연료로 사용하는 방향으로 대세가 기울었다. 현재 발주하는 대부분의 선박은 LNG 이중연료 추진선 내지는 LNG Ready 선박이고, 암모니아/메탄을 추진선도 발주 중에 있다. 컨테이너선의 경우 화주가 다양하고, 신조 선박 원가가 상승하더라도 다양한 방식(GRI/Surcharge 등)을 통해 화주에게 전가하는 것이 용이하다.

반면 벌크선의 경우 단일 화주와의 계약이 대부분이고, 원재료 운반선이기 때문에 운송 원가의 상승은 원재료가 상승으로 이어질 수 있어 화주 전가가 어렵다. LNG는 현재 선박 원유인 벙커씨유 대비 가격이 1.5배 수준으로 높기 때문에 현재 발주되는 벌크 선박 중 이중 연료 추진선은 없고, 대부분 Ready 수준에 그치며 비중도 크지 않다. 대체연료가 확정되지 않는 이상, 평균적으로 30년 가량 사용해야하는 선박을 대량으로 발주하기는 어려울 것으로 예상된다.

또한 조선소가 Capa가 한정되어 있고, 수요는 좋은 상황에서 가장 저마진 선종인 벌크선 수주 대신 고마진 선종인 LNG선/탱커선/컨테이너선 위주 수주를 이어가고 있는 것도 하나의 원인이다.

종합적으로 2025년 발주가 예년 대비 급감했으나, 향후 발주가 다시 회복될 가능성이 낮다고 판단한다. 선박의 신조 인도가 제한적이기 때문에 공급 압박은 전혀 없다는 점을 상기할 필요 있다.

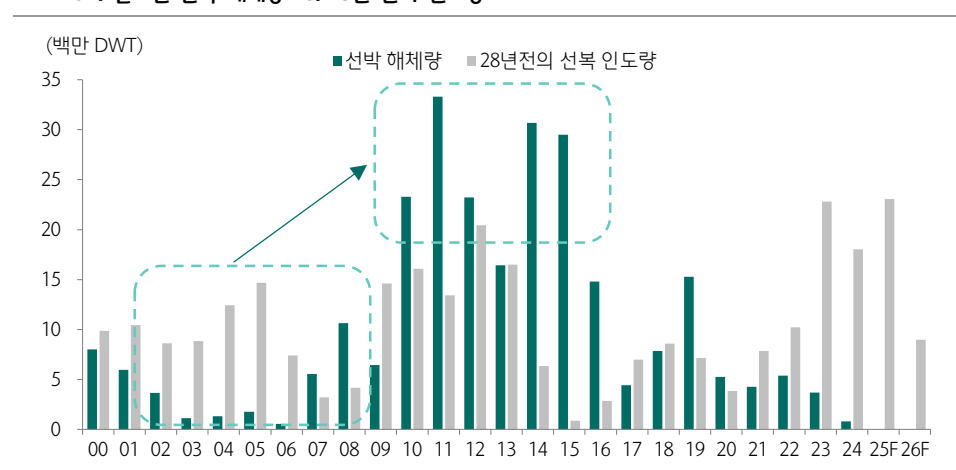
3) 벌크선: 28 Years Before

벌크선 평균 폐선 연령은 28년~29년이다. 선종별로는 Capesize는 23년, Panamax 미만으로는 대부분 28년 이상이다. 폐선은 대부분 시기별 편차가 있는데, 운임이 높았던 시기에는 폐선을 미루기 때문이다.

2003년~2006년간 선박 해체가 과거 인도된 선박 대비 유독 적었던 구간이 있다. 결국 이는 2010년 이후 선박 해체량 급증으로 이어졌다. 선박은 결국 늙든 이르든 해체되기 마련이다. 비슷한 시기가 2023년부터 도래했다. 2023년~2026년의 28년 전인 1990년대 후반은 선박 인도가 많았던 시기이다. 반면 2023년부터 선박 해체는 굉장히 제한적으로 이루어지고 있다. 2025년 상반기까지도 해체가 본격화되는 기미는 없으나, 해체 압력은 상당하다.

또한 상술했듯 환경 규제 가속화가 노후 선박을 시장에서 보다 빨리 퇴출하는 효과를 낼 것으로 기대한다. 노후 선박은 연료 효율성도 떨어지고 상대적으로 탄소 배출량 및 기타 유해물질 배출량이 많기 때문이다.

도표 37. 벌크선 선박 해체량 vs. 28년 전의 인도량

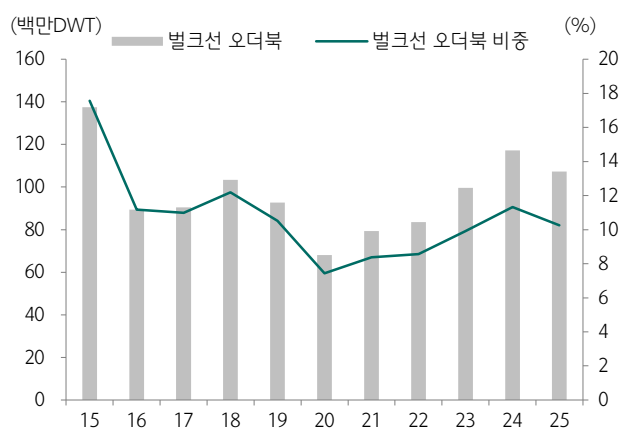


자료: Clarkson, 하나증권

4) 벌크선: 2027년 이후는 공급자 우위 시장으로 돌아설 것

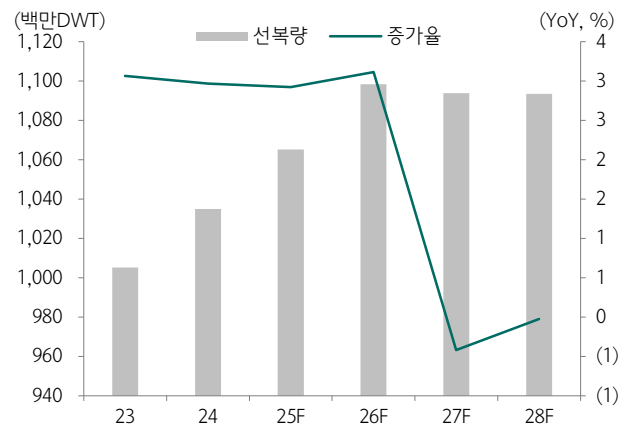
2025년 5월 기준 벌크선 오더북 비중은 10.3%로 2024년 연말 대비 1.1%p 나 축소되었다. 벌크선 발주가 큰 폭 증가하지 않을 것으로 가정하고, 과거 인도된 선박 중 해체 시기가 도래한 선박량을 합산할 때, 벌크선 선박량은 2025년 3% (YoY), 2026년 3% (YoY) 증가한 이후 2027년부터는 공급 증가율이 0% 대로 떨어질 것으로 전망한다.

도표 38. 벌크선 오더북 및 오더북 비중



자료: Clarkson, 하나증권

도표 39. 벌크선 선박량 전망



자료: Clarkson, 하나증권

2025년 물동량 증가율은 -0% (YoY)로 팬데믹 시기를 제외하면 역대 최저 수준이다. 벌크선 물동량은 연간 편차는 있으나, 대부분 낮은 한자릿수 성장률을 기록해왔다. 따라서 공급 증가율이 0%로 감소하면, 물동량의 증가를 낙관적으로 가정하지 않더라도, 2027년부터는 수요가 공급을 초과하는 시장, 즉 공급자 우위 시장이 조성될 것으로 기대한다.

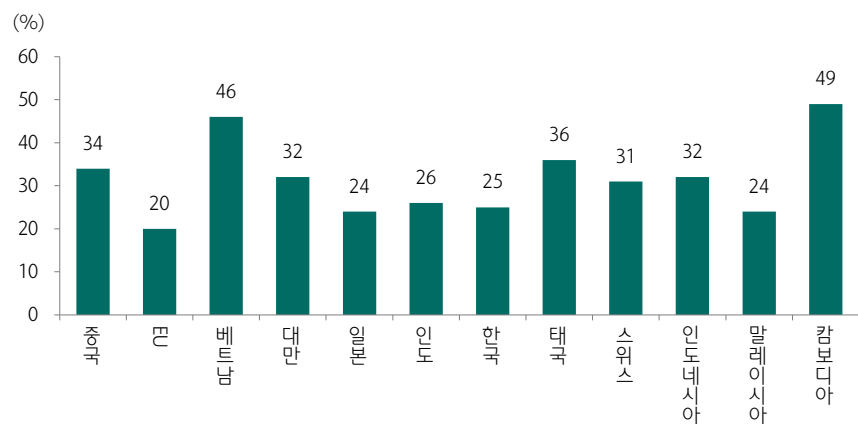
2014년 이후 벌크선 선박량은 연간 3~4% (YoY) 꾸준히 증가해왔다. 주요 해상 운송수단의 공급 순감은 한번도 없었던 일이다. 이러한 시장의 구조적인 변화를 주가는 아직 반영하지 못하고 있다.

따라서 팬오션에 대한 시각도 재정비할 필요가 있다. 팬오션의 주가는 중국 내 부동산/인프라 착공 증가에 대한 기대감 미비로 현재 P/B 0.3배, P/E 5배 수준에 불과하다. 중국 내 착공 증가를 장기적으로 기대해 볼 수 있는 것도 사실이고, 여기에 2027년부터 시장 내 벌크선 순감 전환이라는 흐름 전환이 기대되기 때문에, 긍정적인 시각으로 접근할 필요가 있다는 판단이다.

5) 컨테이너선: 변화무쌍한 상반기를 보내며...

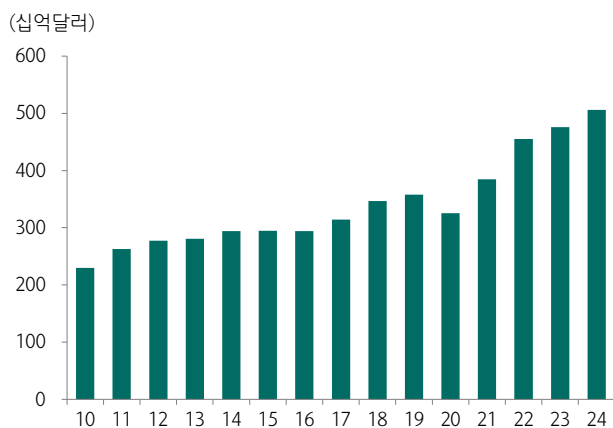
컨테이너선 업황은 2025년, 트럼프 취임 이후 변화가 많았고, 그만큼 기대와 우려가 공존하는 시장 환경이 조성되고 있다. 우선 트럼프 취임 이후 각 국에 상호관세를 높은 세율로 부과하였다. 트럼프 1기 시절 미-중 무역분쟁 당시 중국 대상 관세를 부과한 바 있고, 바이든 시기에도 중국의 주요 무역품에 대한 관세가 더해졌기 때문에 글로벌 제조업체의 아시아 생산기지는 베트남 등 동남아 지역으로 옮겨졌고, 베트남/멕시코를 통한 중국산 제품의 우회 수출/수입이 고착화된 상황에서, 트럼프가 동남아 지역을 대상으로도 높은 상호관세를 부과하며 시장에 충격을 안겨주었다.

도표 40. 미국의 상호관세



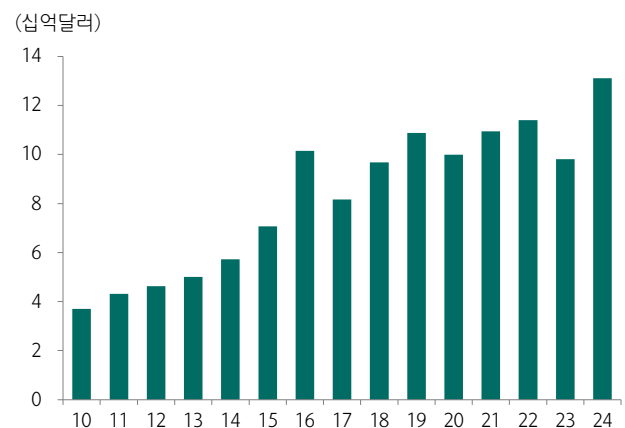
자료: USTR, 하나증권

도표 41. 멕시코의 미국향 수출 금액



자료: USTR, 하나증권

도표 42. 베트남의 미국향 수출 금액

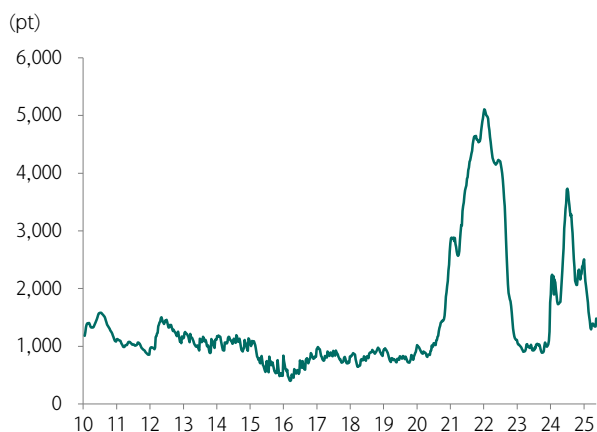


자료: Clarkson, 하나증권

하지만 상호관세 발표 1주일만에 트럼프 대통령은 상호관세를 90일간 유예하겠다고 밝혔고, 중국에 대해서만 상호관세를 유지함과 동시에 중국산 제품에 대한 관세를 125%로 일괄 인상한다고 발표했다. 이에 중국 측도 미국 제품에 대한 관세를 125% 까지 인상했다. 이 역시 5월 12일부로 90일간 유예하기로 결정하며 상황은 다시 원점으로 회복했다.

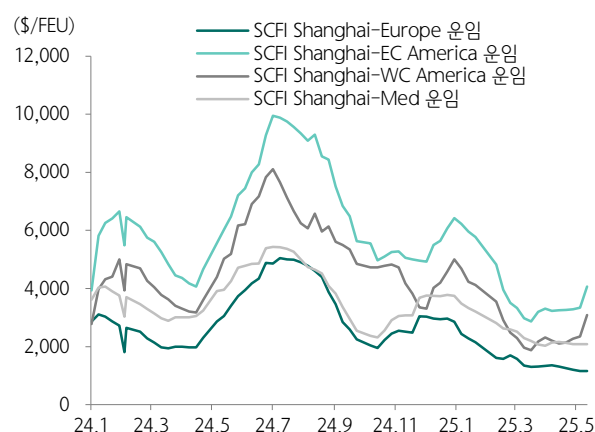
한편, 미-중 간 관세전쟁이 단기간 해소되지 않을 것으로 예상했던 컨테이너 선사들은 미주 노선 물동량이 급감할 것으로 전망했고, 이에 미주 노선 공급을 축소하고 유럽/아시아 노선의 공급을 늘렸다. 미주 노선 운임은 공급 조절로 4~5월간 운임 방어에 성공했고, 공급이 늘어난 유럽 노선 운임이 소폭 하락했다.

도표 43. SCFI(상하이 컨테이너 운임지수)



자료: Clarkson, 하나증권

도표 44. SCFI 미주/유럽 노선 추이



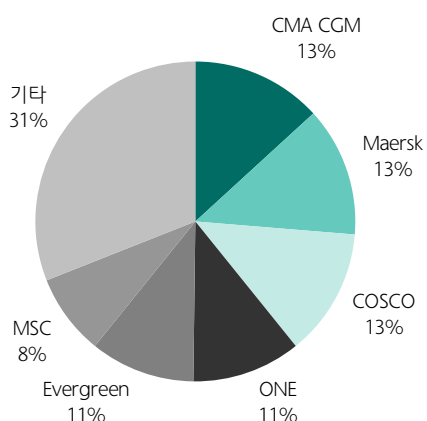
자료: Clarkson, 하나증권

하지만 5월 12일부로 관세가 유예되며, 미-중 간 컨테이너선 수요가 급증했고, 5월 중순 미주 동안/서안 운임이 전주 대비 22%/31% 급등했다. 미주-유럽 간의 공급 조정에는 적어도 1개월 이상의 시간이 소요될 것으로 예상된다. 당분간은 적어진 미주 노선 공급에 컨테이너 부킹 수요가 몰릴 것으로 예상되고, 운임은 5월 중순을 기점으로 단기적으로 큰 폭 상승할 전망이다.

USTR에서 중국 선사 및 중국 제조 선박에 입항료를 부과하는 안을 제시하면서 해운업의 주가는 또 한번 요동쳤다. 해당 제재안에서는 중국 선사 뿐만 아니라 중국 선박을 보유한 선사 및 중국 조선소에 발주한 선사에게도 입항료를 부과할 것을 시사했다. 이 과정에서 중국산 컨테이너선박 비중이 가장 낮고, 중국 조선소향 발주도 없는 HMM이 부각을 받았는데, 결과적으로 중국 선사와 중국산 선박만을 타겟한 완화된 제재안이 발표되어 기대감이 소멸되었다. 다만 미주노선 선복량 점유율 13%에 이르는 COSCO 대상으로는 입항료가 10월부터 적용될 가능성이 높다.

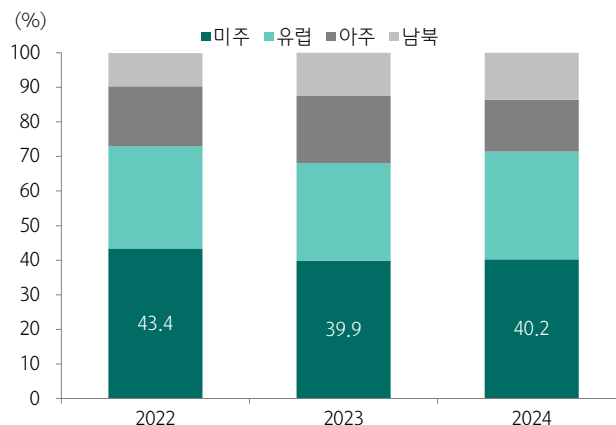
COSCO의 중국산 8,000TEU 적 컨테이너선이 미국 항구에 입항한다면 2025년에는 선박 당 2,000달러의 입항료가 추가 부과될 것으로 전망되고, 이는 BEP 미만의 수익성을 야기할 것으로 계산된다. 따라서 COSCO가 차지하던 선복량을 다른 선사들이 나누어 가질 것으로 예상된다. 반대로 COSCO는 유럽 노선 향으로 공급을 늘릴 것으로 예상되기 때문에 유럽 노선 운임 하락이 이어질 수 있다.

도표 46. 미주 컨테이너 노선 선복량 점유율



자료: 알파라이너, 하나증권

도표 47. HMM의 미주 노선 물동량 비중



자료: HMM, 하나증권

6) 컨테이너선: 90일 이후, 관세와 해상운임과 추가

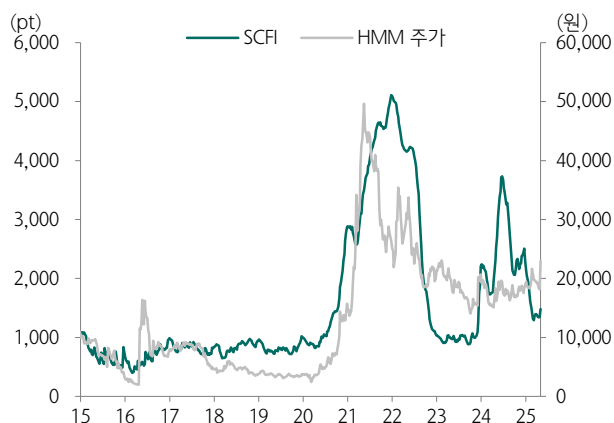
미국이 대외관세를 90일간 유예하였으나, 실제 국가별 관세, 대 중국 관세는 아직 불확실성이 크다. 미주 노선이 글로벌 선복량의 17%를 차지하고 있는데, 관세로 인해서 글로벌 컨테이너선 선복량의 5% 이상이 좌우되는 셈이다.

125%라는 높은 관세가 유지되기는 어려울 것으로 예상되나, 트럼프 정부에서는 관세를 지속 유예하면서 관세에 대한 불확실한 태도를 취할 가능성이 있다. 90일 이후 관세 유예 상태가 지속된다면 미주 노선에 대한 늘어난 공급이 유지될 것이고, 운임과 주가는 완만하게 하락할 것으로 예상된다.

하지만 90일 경과 후, 관세가 부활한다면 현재와 같이 중국->미국간 물동량이 급감하고, 선사들은 미주 노선 공급을 축소할 것으로 예상된다. 하지만 선복량이 연간 5% (YoY) 증가할 것으로 예상하기 때문에 단기 운임 조정은 있을 것이나 유럽 운임이 하락하면서 전체 시장 지수를 끌어내릴 가능성이 있다.

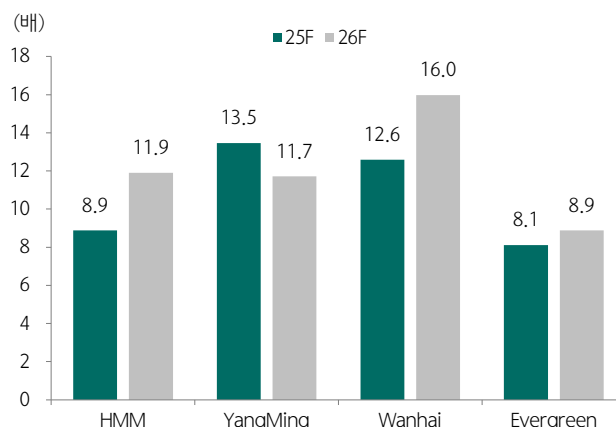
하지만 90일간은 노선 재배치 과정에서 선박 공급 축소 효과가 두드러질 예정이고, 재고 축적 수요도 촉발되면서 컨테이너선 운임과 주가는 단기 강세를 보일 것으로 예상된다.

도표 48. SCFI와 HMM 주가 비교



자료: Clarkson, Quantwise, 하나증권

도표 49. 글로벌 컨테이너선사 P/E 비교



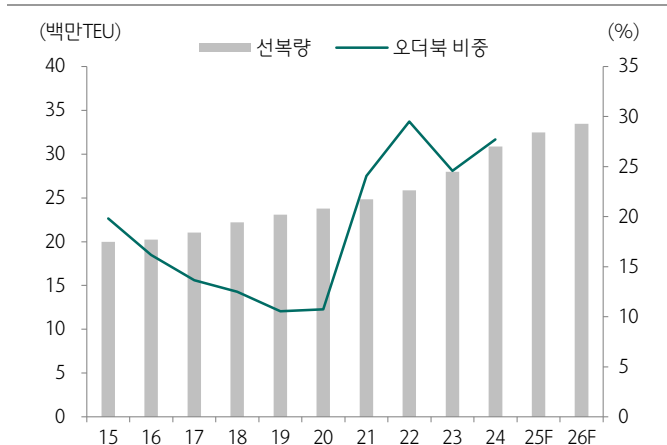
자료: Bloomberg, 하나증권

7) 컨테이너선: 장기적으로는 공급이 너무 많아져요

핵심은 장기적으로 컨테이너선 공급이 과도하다는 점이다. 2025년 컨테이너선 물동량(톤마일 기준)은 전년 대비 소폭 감소할 것으로 예상되고, 2026년은 3% (YoY) 감소할 것으로 예상된다. 2024년 유럽노선의 희망봉 우회로 글로벌 컨테이너선 톤마일이 18% (YoY) 증가 (TEU 기준으로는 6% 증가)하였던 점을 감안하면 수에즈 통항 재개만으로 10% 이상의 공급 증가 효과가 있을 수 있다.

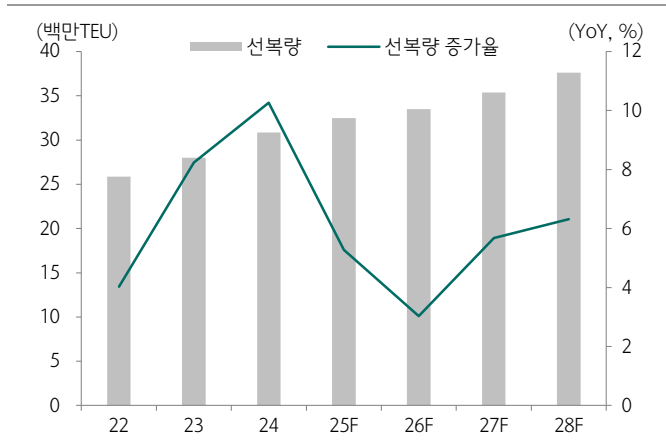
반면 현재 오더북은 937만 TEU로 현존 선복량의 30% 비중까지 상승했다. 2028년까지 연평균 선복량 증가율은 5%에 육박할 것으로 전망 중이다. 벌크선에 적용되었던 폐선 논리는 컨테이너선에 적용하기 어렵다.

도표 50. 컨테이너선 선복량과 오더북 비중



자료: Clarkson, 하나증권

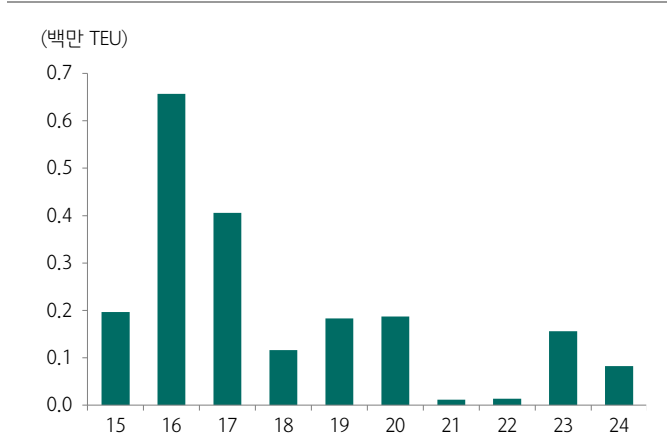
도표 51. 컨테이너선 선복량 전망



자료: Clarkson, 하나증권

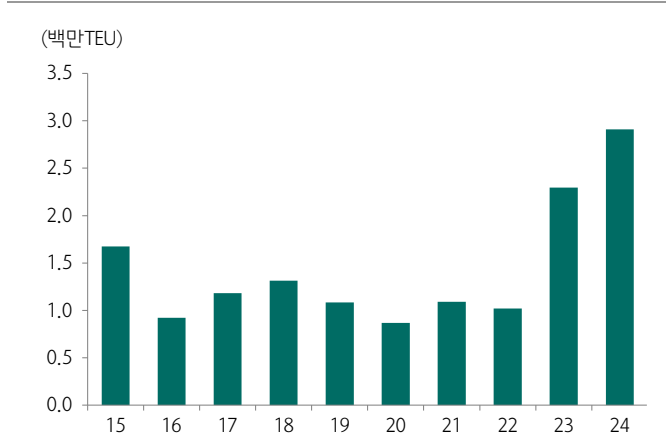
2000년 이전 대비 글로벌 컨테이너선 선복량 규모는 약 7배 성장했다. 컨테이너선 연간 인도량 규모도 5배 이상 차이난다. 컨테이너선 폐선 선행도 대략 28년인데, 1990년대 후반의 연간 컨테이너선 인도량은 50만 TEU 남짓이었다. 비록 팬데믹 이후 폐선이 급격히 감소하였으나, 2024년 이후 컨테이너선 연간 인도량은 300만 TEU 이상일 것으로 예상되는 바, 공급 증가를 상쇄할 수 있는 수준은 아니라는 판단이다.

도표 52. 연간 컨테이너선 폐선량 추이



자료: Clarkson, 하나증권

도표 53. 연간 컨테이너선 인도량 추이



자료: Clarkson, 하나증권

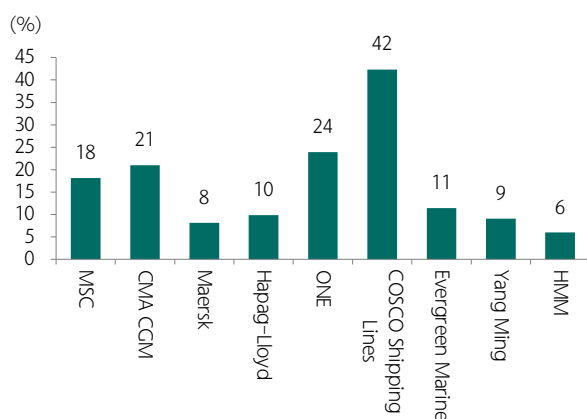
다만 컨테이너선 같은 경우 미국의 USTR 입항료 부과 효과를 보다 기대할 수 있다. 글로벌 컨테이너 선사는 원양 노선(미주/유럽) 중심으로 사업을 전개하는데, 글로벌 선사들의 중국산 선박에도 TEU당 120달러(연간 점진적 상승)의 입항 수수료가 추가된다. 현재 TEU당 미주 동안/서안 운임은 2,000달러/1,500달러 수준으로 입항 수수료 부담이 적지 않다. 따라서 글로벌 컨테이너 선사는 비중국산 선박을 미주 노선에 배치해야 하기 때문에, 향후 중국 조선소향 발주는 제한적일 것으로 예상된다.

도표 54. USTR 중국 선사/선박에 대한 입항수수료

입항수수료 대상	2025년 10월 14일	2026년 04월 17일	2027년 04월 17일	2028년 04월 17일
중국 선사의 중국산 선박	\$50/NT	\$80/NT	\$110/NT	\$140/NT
비 중국 선사의 중국산 선박	\$18/NT	\$23/NT	\$28/NT	\$33/NT
비 중국 선사의 중국산 컨테이너선	\$120/TEU	\$153/TEU	\$195/TEU	\$250/TEU
비 미국산 자동차 운반선	\$150/CEU	\$150/CEU	\$150/CEU	\$150/CEU

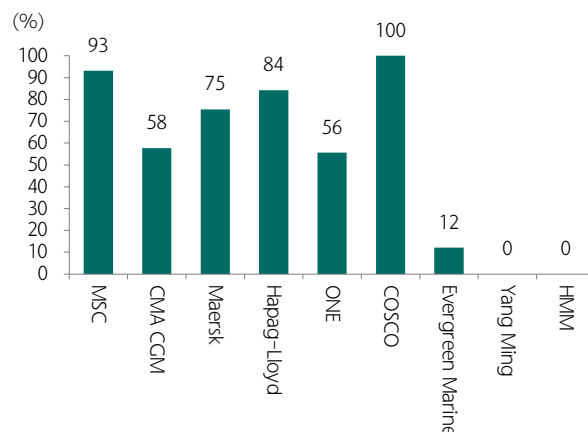
자료: USTR, 하나증권

도표 55. 컨테이너선 선박량 중 중국선박 비중



자료: Clarkson, 하나증권

도표 56. 컨테이너선 오더북 중 중국 발주 비중



자료: Clarkson, 하나증권

2024년 중국의 조선업 MS는 56%(인도량 기준)에 달한다. 현존 컨테이너 선박 중 중국 선박 비중이 30% 이상이고, 발주된 컨테이너선 중 중국 선박 비중은 70%에 육박한다.

향후 중국 조선소향으로 컨테이너선 발주가 중단된다면 어떻게 될까? 2024년 연간 컨테이너선 인도량은 291만 TEU이고, 이 중 중국 선박은 56%, 163만 TEU로 가정한다. 비중국 선박은 128만 TEU이다. 2024년은 조선업 호황과 컨테이너선 발주 증가로 역사상 가장 많은 컨테이너 선박이 인도된 해이다. 전세계적으로 조선업 Capa 추가 여력이 없기 때문에, 2024년의 인도량이 현재 최대 수준이라고 가정해 볼 수 있다.

현재 발주된 컨테이너 선박은 대부분 2028년까지 인도될 예정이다. 따라서 2028년부터는 중국산 컨테이너 선박의 시장 유입이 없다고 가정한다. 이 경우 연간 최대 공급 증가량은 130만 TEU가 된다. 28년 전(2000년)의 컨테이너선 인도량은 약 50만 TEU이므로 순증은 연간 80만 TEU 미만일 전망이다. 최대 공급 증가량은 130만 TEU로 한정되어 있는데 비해, 폐선 증가는 그간 이연된 해체 및 환경규제 압박으로 인해 50만 TEU를 초과할 가능성이 높기 때문이다.

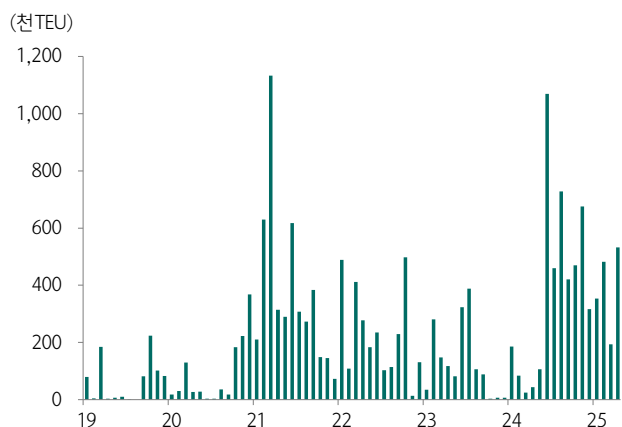
2028년 글로벌 컨테이너선 선복량은 약 3,760만 TEU까지 증가할 것으로 예상되기 때문에, 2028년 이후의 컨테이너선 공급 증가율은 2% 미만일 전망이다. 여전히 2024년 대비 선복량이 20% 이상 증가할 것으로 예상되지만, 공급 증가 완화되는 시점을 특정할 수 있게 되었다는 점에서 긍정적이다.

가정과는 달리 글로벌 컨테이너선 발주는 이어지고 있다. 2025년 4월 누적 컨테이너선 발주량은 156만 TEU로 2024년의 1/3 수준에 근접했다. USTR 입항료 규제가 명시된 3월 이후 글로벌 컨테이너선사의 신조발주 중 한국 조선소 비중이 늘어났기는 하나, 중국향 발주가 완전 중단된 것으로 보이지는 않는다. MSC는 중국 조선소로부터 22,000 TEU적 선박 6척을 발주했고, COSCO도 중국 내 조선소에 신조 발주를 추가했다.

향후 USTR의 중국산 선박 제재가 실질적으로 중국 향 발주를 얼마나 제한할 수 있을지 지켜볼 필요가 있다. 팬데믹을 거치며 글로벌 컨테이너 선사의 현금 자산이 여느때보다 많아졌고, 글로벌 탭티어 선사 위주로 공격적 신조 발주가 이어지고 있기 때문에 향후 컨테이너선 공급은 과거 대비 증가할 가능성이 높다고 판단한다.

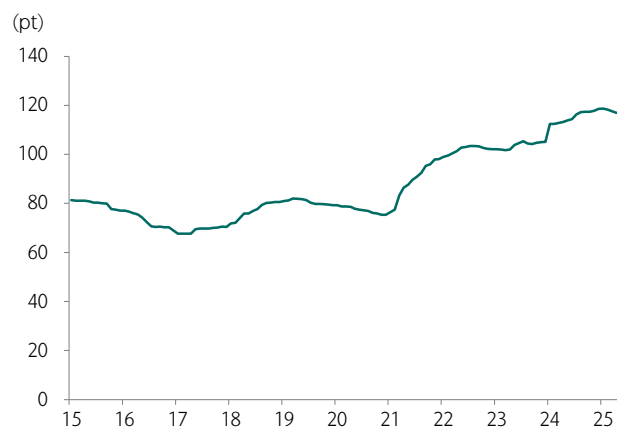
컨테이너 선사는 공급 증가 시기에 필연적으로 경쟁 심화로 인한 운임 하락을 마주하게 된다. 운송업 특성상 고정비가 비용 중 대부분을 차지하기 때문에 운임 하락은 수익성 저하로 이어진다. 또한 신조선가가 높은 시기에 신조선을 발주하게 되면 감가상각비 증가라는 원가 부담을 폐선때까지 안고 가게 되는 것도 부정적이다.

도표 57. 컨테이너선 월간 발주량 추이



자료: Clarkson, 하나증권

도표 58. 컨테이너선 신조선가 추이



자료: Clarkson, 하나증권

따라서 HMM의 가치평가에도 컨테이너선 업황에 대한 우려를 반영하지 않을 수 없다. 다만 트럼프 취임 이후 해상 물류 불확실성이 고조되며 글로벌 컨테이너 선사들의 Valuation이 일제히 상향되었다. 다만 공급 증가 사이클에 들어선 만큼, Valuation은 하방 압력이 보다 큰 상황이기도 하다. 단기적으로 실적 추정치 상향 및 운임 상승보다는 중장기적인 시각을 유지하며 접근할 필요가 있다.

3. 투자전략: 운송 산업 내 Valuation 부담은 없다

1) 새로운 시대, 가보지 않은 길

운송 산업은 새로운 시대를 맞이하고 있다. 단기적인 증익 사이클에 들어선 종목보다, 장기적으로 시장이 변화하면서 기회를 잡을 수 있는 종목에 주목한다. 2025년 하반기는 이러한 과도기적 모습을 확인하는 데 의의를 둘 필요가 있다.

항공산업의 경우 국내 유일의 FSC가 탄생하려고 한다. 대한항공은 현재 아시아나항공을 자회사로 두고 있으나 2026년 말까지 1개의 통합 FSC로서 거듭날 예정이다. 대한항공의 주력 매출처인 미국과 유럽 노선에서 경쟁자를 제거했다는 의미이다. 2019년 이전처럼 Q의 과도한 확장을 통한 성장보다는 P의 상승을 통한 근원적인 수익성 업그레이드를 기대한다.

LCC도 과거와는 양상이 달라졌다. 과거 여행수요가 특정 도시/노선에만 집중되어 있었다면, 최근 근거리 여행수요의 다변화로 인한 LCC 별 실적 격차가 관찰되고 있다. 여행수요가 획일화되었다면 공급이 증가함과 동시에 경쟁이 격화되었겠지만, 여행 수요의 다변화 움직임은 LCC의 경쟁 강도가 과거 대비 완화될 수 있는 가능성을 제시한다. 2025년 상반기 경쟁 환경이 비정상적이었음에도 불구하고 안정적인 실적을 구가한 종목들에 대한 재평가도 필요하다.

해운업의 경우 글로벌 매크로에 수요가 연동된다. 그간은 글로벌 교역량 증가로 물동량과 선복량이 동시에 증가해왔다. 벌크선의 경우 신조발주 감소와 폐선량 증가로 2027년부터 공급증가율이 0%로 내려가며 새로운 국면을 맞이할 것으로 예상된다.

컨테이너선은 반대로 공급이 연평균 5% 증가하는 구간이나, 글로벌 해상 운송의 메이저 루트 중 하나인 미주 노선의 관세 불확실성이 극대화되며 물동량과 노선별 선복 공급량도 큰 폭의 변동이 불가피하다.

이처럼 운송 산업은 구조적 변화를 직면하고 있다. 운송 업종 내 공급자가 우위를 점할 수 있는 기업을 선별하여 들여다 볼 필요가 있다. 대표적으로 미주/유럽 노선 지배력이 강화될 대한항공과 국내 벌크선 1위 업체인 팬오션에 주목한다.

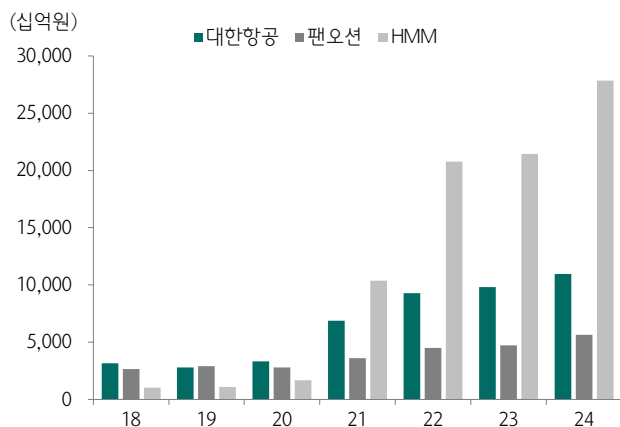
2) Valuation 부담은 없다

운송 산업 내 Valuation 부담이 있는 종목은 없다. 다만 글로벌 경기 침체, 국내 소비 위축, 미국의 상호관세를 비롯한 미-중 갈등상황 등이 모두 운송 산업에게 부정적으로 작용하고 있다. 이러한 불확실성이 대두되는 상황에서의 주가 퍼포먼스는 당연히 좋지 않았다. 지금은 장기적으로 우려가 적은 종목을 선별하여 매수할 좋은 타이밍이라고 판단한다.

과거 운송기업은 업황에 따라 흑자와 적자를 반복했지만, 팬데믹을 거치며 실적 가시성이 뚜렷한 기업으로 변모했다. 사이클릭 기업에 Book Value 위주의 밸류에이션 방법을 사용했다면, 지금은 PER도 함께 보아야 한다.

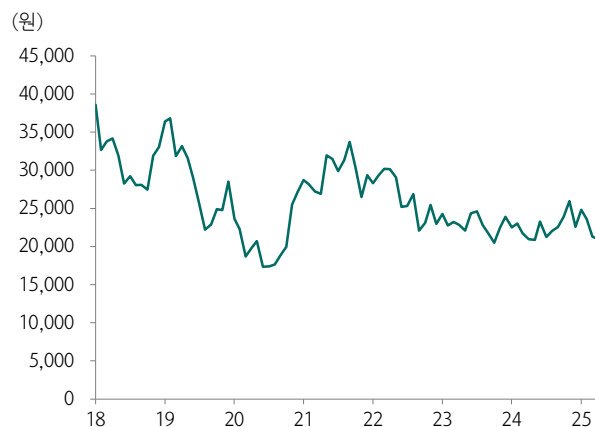
PBR 관점에서 보면 모든 운송업체는 지나치게 저평가되어있다. 팬오션 같은 경우 P/B 0.3배에 불과하고, 대한항공도 0.7배 대에 불과하다. 자본은 늘어났는데, 자본효율성이 낮다는 점이 운송 기업이 풀어야 할 숙제 중 하나다.

도표 59. 주요 기업 자본 추이



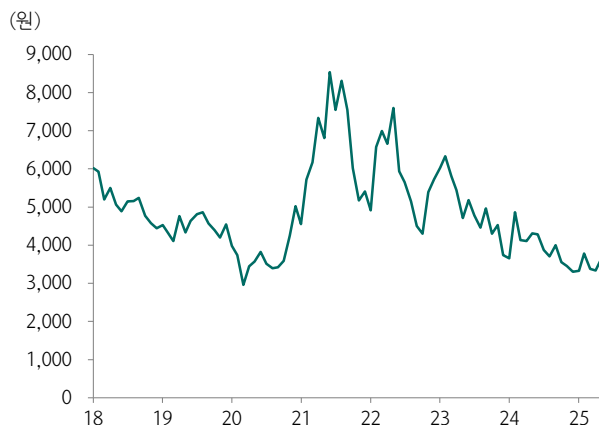
자료: Quantwise, 하나증권

도표 60. 대한항공 주가 추이



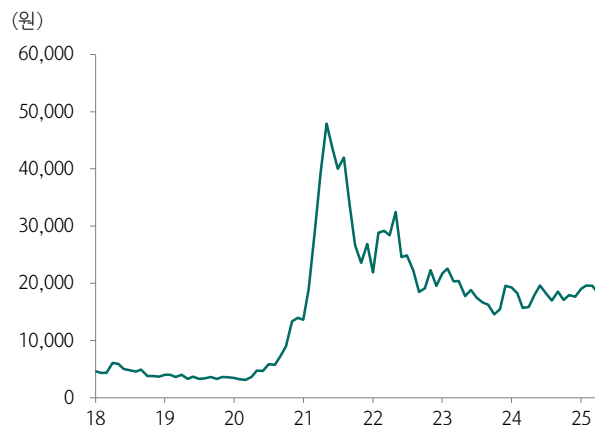
자료: Quantwise, 하나증권

도표 61. 팬오션 주가 추이



자료: Quantwise, 하나증권

도표 62. HMM 주가 추이



자료: Quantwise, 하나증권

현재 12MF 기준 대한항공/진에어의 P/E는 7배, 5배 수준이고, 팬오션 5배, HMM은 12배이다. 2025년~2026년의 추정실적만 감안해도 Valuation 부담은 전혀 없다. 2027년 이후의 구조적 변화를 감안하지 않더라도 주가는 저평가되어 있는 상황이다. 운송 섹터에 대해서 Overweight 의견을 유지하고, Top Pick으로 대한항공을 제시한다.

도표 63. 운송섹터 밸류에이션 테이블

단위: 십억원, 배, %

종목명	종목코드		매출액	영업이익	지배주주지분 순이익	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE
대한항공	003490	2025F	25,478	1,661	1,151	7.3	0.7	5.2	10.6
		2026F	26,600	2,133	1,120	7.5	0.7	4.5	9.5
진에어	272450	2025F	1,467	142	104	4.6	1.4	0.8	36.8
		2026F	1,551	146	107	4.5	1.1	0.6	27.6
팬오션	028670	2025F	5,815	482	312	6.3	0.3	4.7	5.4
		2026F	6,338	527	341	5.7	0.3	4.1	5.6
HMM	011200	2025F	10,825	1,719	1,911	10.2	0.7	4.1	6.9
		2026F	10,738	1,307	1,453	14.1	0.7	4.3	5.2

자료: 하나증권

기업분석

대한항공 (003490)	30
진에어 (272450)	34
팬오션 (028670)	38
HMM (011200)	42

2025년 5월 28일 | 기업분석_Update

BUY

목표주가(12M) 30,000원
현재주가(5.27) 22,550원

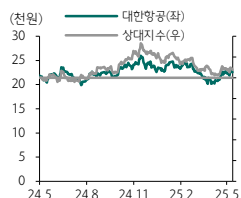
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,637.22
52주 최고/최저(원)	25,950/19,900
시가총액(십억원)	8,303.4
시가총액비중(%)	0.38
발행주식수(천주)	368,220.7
60일 평균 거래량(천주)	1,092.3
60일 평균 거래대금(십억원)	24.2
외국인지분율(%)	17.25
주요주주 지분율(%)	
한진칼 외 22 인	27.04
국민연금공단	9.01

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	24,225.6	25,330.4
영업이익(십억원)	1,986.9	2,364.1
순이익(십억원)	1,387.0	1,574.5
EPS(원)	3,487	4,085
BPS(원)	31,208	34,942

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	16,111.8	17,870.7	25,477.6	26,600.0
영업이익	1,790.1	2,110.2	1,661.0	2,132.5
세전이익	1,575.7	1,836.2	1,620.5	1,578.0
순이익	1,061.2	1,317.3	1,151.1	1,120.2
EPS	2,873	3,567	3,117	3,033
증감율	(40.12)	24.16	(12.62)	(2.69)
PER	8.32	6.34	7.31	7.52
PBR	0.93	0.80	0.74	0.69
EV/EBITDA	3.94	5.48	5.24	4.52
ROE	11.46	13.17	10.55	9.52
BPS	25,793	28,356	30,723	33,006
DPS	750	750	750	750



Analyst 안도현 dohyunahn@hanafn.com

대한항공 (003490)

과도기에 확인해야 할 것들

식구가 많아졌어요

대한항공은 현재 국내 최대 FSC일 뿐만 아니라, 아시아나항공과의 통합을 통해 국내 유일 FSC로 거듭날 예정이고, 진에어/에어부산/에어서울이라는 국내 최대 LCC 그룹의 최대주주이기도 하다. 그동안 대한항공의 주가는 대한항공의 별도 실적에 중점을 두고 움직여왔으나, 이제는 식구가 많아진 만큼 주가 변수도 확대되는 모습이다. 우선 별도 실적 기준으로 대한항공 1분기 실적은 컨센서스를 하회했다. 주요 요인은 감가상각비가 21% (YoY), 금액으로는 800억원 이상 증가했기 때문이다. 감가상각비 증가는 비가역적이기 때문에, 향후에도 비용 증가 요인으로 남아 있을 예정이다. 국제선 여객 운임은 전년 수준을 유지했는데, 근거리 노선 경쟁 압박이 심화되었고, 상반기까지는 공정위의 여객 운임 제한이 미주 노선에 적용되고 있음을 감안하면 양호한 수준이다. 하반기부터는 미주노선 여객 운임 제한이 해소되면서 YoY 운임 상승 전환 흐름을 보일 것으로 예상하고, 낮아진 환율/유가 환경이 실적에 뒷받침해 줄 것인 바 주가 상승 모멘텀이 본격화 될 것으로 예상된다.

아시아나항공의 퍼포먼스도 중요

또 하나의 변수는 아시아나항공이다. 아시아나항공의 별도 실적은 1분기 79억원의 영업적자를 기록했다. 기대치 대비로는 낮은 수준이나, 영업이익이 전년 동기 대비 233억원 개선되었다는 점에 주목한다. 아시아나항공의 실적 개선은 1)하반기 국제선 운임 상승, 2)대한항공과의 결합을 통한 단위비용 감소(정비비 등), 3)이자비용 감소 3가지 방향 모두 충족되어야 한다. 이러한 방향성을 하반기에는 확인할 수 있을 것으로 기대 중이다.

경쟁 완화 가능성

비록 팬데믹 이후 여객기 인도 차질로 공급 증가가 원활하지 못했으나, 장기적으로는 항공 여객 공급이 늘어나지 않을 수 없다. 공급이 증가하는 환경 속에서도 대한항공의 경쟁 환경이 완화된 채로 유지될 수 있을지가 기업 가치의 핵심이다. 2025년 하반기는 과도기적 구간이나, 대한항공 별도의 여객 운임 상승 전환 및 아시아나항공의 실적 개선을 통해 2027년 통합 대한항공의 수익성을 엿볼 수 있을 것으로 짐작한다. 여객 운임이 유지된다면 2027년 대한항공은 매출액 21.2조원, 영업이익 3.1조원에 달하는 초대형 항공사로서의 자리매김할 수 있을 것으로 기대한다. 대한항공에 대한 투자 의견 BUY, 목표주가 30,000원을 유지한다.

도표 1. 대한항공 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	6,300	6,418	6,853	6,619	6,492	6,292	6,448	6,246	23,735	26,189	25,478	26,600
항공운송	5,196	5,391	5,738	5,560	5,375	5,287	5,353	5,200	20,065	21,884	21,215	22,222
여객	3,847	3,865	4,195	3,849	3,950	3,929	4,237	4,058	14,430	15,755	16,174	17,649
화물	1,349	1,526	1,543	1,711	1,425	1,358	1,116	1,142	5,635	6,129	5,041	4,573
영업이익	600	461	842	483	431	297	621	312	2,410	2,386	1,661	2,133
세전이익	349	315	703	(92)	452	468	422	278	1,718	1,275	1,620	1,579
당기순이익	254	237	526	(48)	350	351	317	190	1,310	969	1,208	1,176
증가율 (YoY)												
매출액	18	13	10	3	3	(2)	(6)	(6)			(3)	4
영업이익	(8)	(27)	13	25	(28)	(36)	(26)	(35)			(30)	28
세전이익	17	(38)	22	(127)	30	49	(40)	흑전			27	(3)
당기순이익	29	(36)	26	(115)	38	48	(40)	흑전			25	(3)
Margin												
영업이익률	9.5	7.2	12.3	7.3	6.6	4.7	9.6	5.0	10.2	9.1	6.5	8.0
세전이익률	5.5	4.9	10.3	(1.4)	7.0	7.4	6.5	4.5	7.2	4.9	6.4	5.9
당기순이익률	4.0	3.7	7.7	(0.7)	5.4	5.6	4.9	3.0	5.5	3.7	4.7	4.4

주) 2024년까지는 단순 양사 손익 합산치

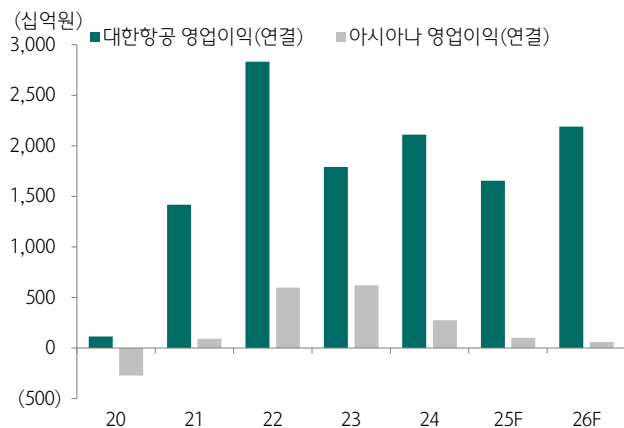
자료: 대한항공, 아시아나항공, 하나증권

도표 2. 대한항공(별도)의 수송실적 추이 및 전망

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
국내선												
ASK(백만km)	629	712	718	654	614	691	696	658	2,724	2,713	2,659	2,818
RPK(백만km)	531	629	612	584	517	598	594	577	2,358	2,356	2,285	2,377
여객운임(원/km)	197	207	204	193	191	201	198	197	203	201	197	201
국제선												
ASK(백만km)	21,631	21,774	22,634	22,304	22,174	23,080	23,992	24,839	78,053	88,343	94,085	100,671
RPK(백만km)	18,022	18,398	18,917	18,973	18,836	19,686	20,052	20,195	65,696	74,310	78,769	83,889
여객운임(원/km)	124	126	132	119	124	122	128	122	130	125	124	129
화물												
ACTK(백만톤km)	2,999	3,019	3,062	3,051	2,896	2,928	2,909	2,912	11,757	12,131	11,646	11,995
CTK(백만톤km)	2,165	2,241	2,209	2,230	2,043	2,017	2,054	2,023	8,431	8,845	8,137	8,463
화물운임(원/km)	460	490	507	537	516	465	482	492	478	499	489	499

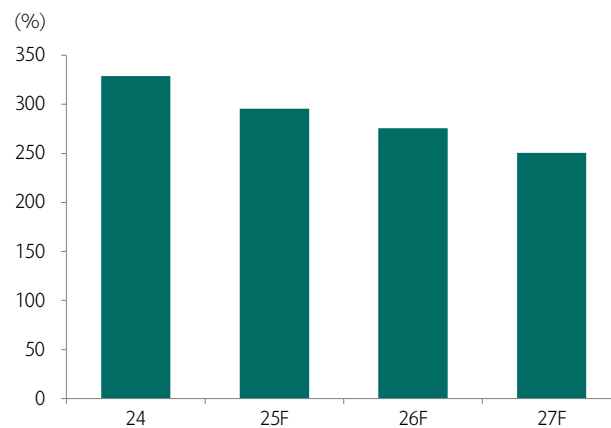
자료: 대한항공, 하나증권

도표 3. 대한항공/아시아나항공의 영업이익 추이 및 전망



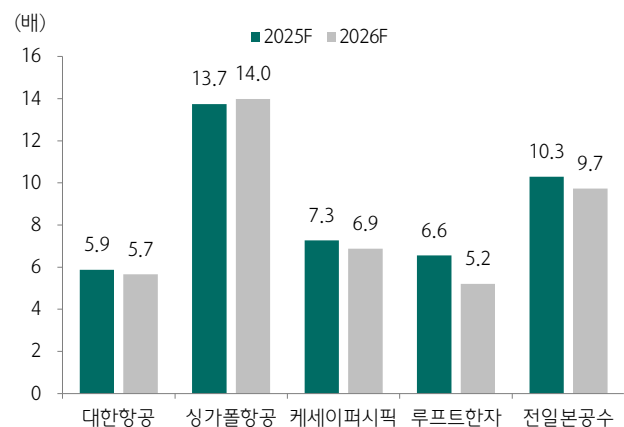
자료: 대한항공, 하나증권

도표 4. 대한항공 부채비율 전망



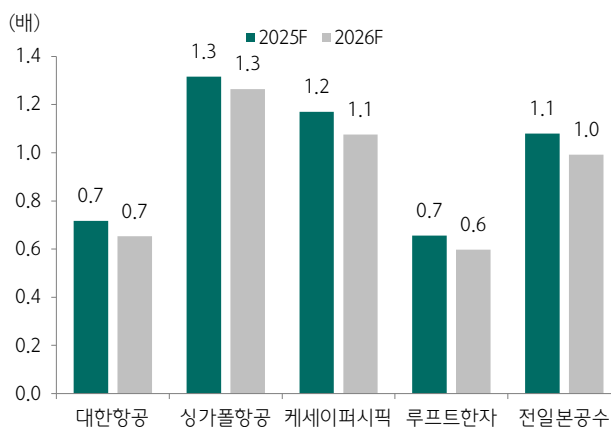
자료: 대한항공, 하나증권

도표 5. Peer 항공사 P/E



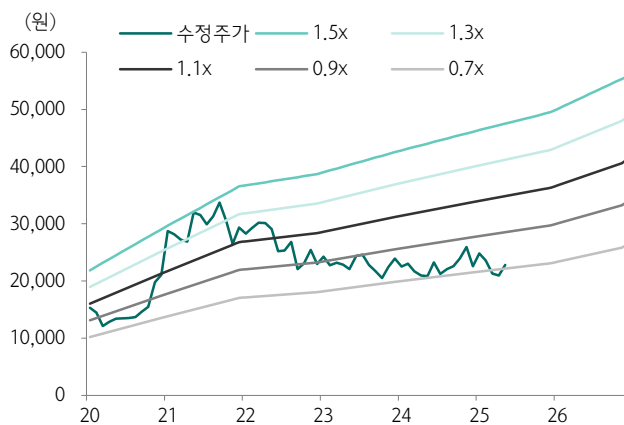
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 6. Peer 항공사 P/B



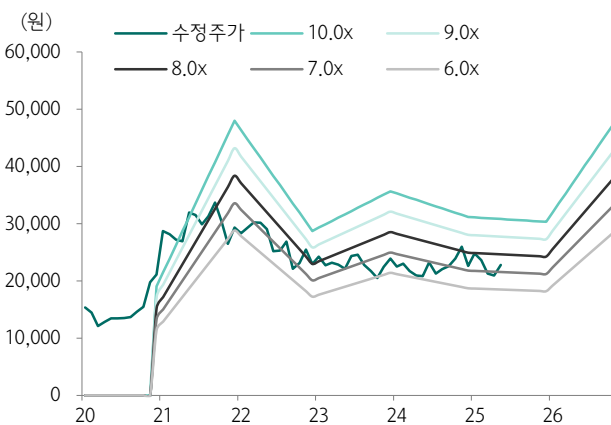
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 7. 대한항공 P/B 밴드



자료: 하나증권

도표 8. 대한항공 P/E 밴드



자료: 각 사, 언론 보도, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	16,111.8	17,870.7	25,477.6	26,600.0	29,318.4
매출원가	12,850.3	14,112.6	21,389.2	21,881.2	23,444.7
매출총이익	3,261.5	3,758.1	4,088.4	4,718.8	5,873.7
판매비	1,471.4	1,648.0	2,427.4	2,586.2	2,748.7
영업이익	1,790.1	2,110.2	1,661.0	2,132.5	3,125.0
금융손익	(152.2)	51.5	(161.7)	(140.7)	(109.1)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	20.4	20.4	20.4
기타영업외손익	(62.2)	(325.6)	100.8	(434.3)	(449.4)
세전이익	1,575.7	1,836.2	1,620.5	1,578.0	2,586.9
법인세	446.6	454.3	412.9	402.9	645.2
계속사업이익	1,129.1	1,381.9	1,207.6	1,175.1	1,941.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	1,129.1	1,381.9	1,207.6	1,175.1	1,941.8
비지배주주지분 순이익	67.9	64.6	56.4	54.9	90.8
지배주주순이익	1,061.2	1,317.3	1,151.1	1,120.2	1,851.0
지배주주지분포괄이익	814.5	1,223.9	1,155.3	1,124.2	1,857.7
NOPAT	1,282.7	1,588.1	1,237.8	1,588.1	2,345.7
EBITDA	3,513.0	3,906.2	3,734.0	4,372.8	5,587.4
성장성(%)					
매출액증가율	14.30	10.92	42.57	4.41	10.22
NOPAT증가율	(32.87)	23.81	(22.06)	28.30	47.70
EBITDA증가율	(21.59)	11.19	(4.41)	17.11	27.78
영업이익증가율	(36.76)	17.88	(21.29)	28.39	46.54
(지배주주)순이익증가율	(38.60)	24.13	(12.62)	(2.68)	65.24
EPS증가율	(40.12)	24.16	(12.62)	(2.69)	65.25
수익성(%)					
매출총이익률	20.24	21.03	16.05	17.74	20.03
EBITDA이익률	21.80	21.86	14.66	16.44	19.06
영업이익률	11.11	11.81	6.52	8.02	10.66
계속사업이익률	7.01	7.73	4.74	4.42	6.62

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	2,873	3,567	3,117	3,033	5,012
BPS	25,793	28,356	30,723	33,006	37,267
CFPS	10,238	11,295	9,131	10,845	14,219
EBITDAPS	9,512	10,576	10,110	11,840	15,128
SPS	43,624	48,387	68,983	72,022	79,382
DPS	750	750	750	750	750
주기지표(배)					
PER	8.32	6.34	7.31	7.52	4.55
PBR	0.93	0.80	0.74	0.69	0.61
PCFR	2.33	2.00	2.50	2.10	1.60
EV/EBITDA	3.94	5.48	5.24	4.52	3.35
PSR	0.55	0.47	0.33	0.32	0.29
재무비율(%)					
ROE	11.46	13.17	10.55	9.52	14.26
ROA	3.57	3.40	2.45	2.36	3.75
ROIC	7.78	7.51	4.68	5.78	8.20
부채비율	209.64	328.82	295.44	275.62	250.91
순부채비율	48.25	114.60	89.24	84.15	66.75
이자보상배율(배)	3.37	4.10	1.89	2.46	3.76

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	8,595.2	11,616.9	10,909.2	10,903.7	12,372.6
금융자산	6,238.0	6,904.7	6,545.7	6,379.3	7,458.4
현금성자산	622.8	2,215.6	1,950.4	1,738.0	2,446.0
매출채권	927.0	1,256.5	1,319.4	1,377.5	1,518.3
재고자산	853.6	1,170.7	1,229.2	1,283.4	1,414.5
기타유동자산	576.6	2,285.0	1,814.9	1,863.5	1,981.4
비유동자산	21,796.6	35,395.2	36,118.4	37,136.4	38,344.8
투자자산	757.6	1,166.0	1,523.2	1,580.7	1,711.0
금융자산	757.6	1,011.4	1,302.9	1,350.6	1,457.4
유형자산	18,174.9	28,374.5	28,511.0	29,277.7	30,450.5
무형자산	824.2	3,077.4	2,973.5	2,874.4	2,779.7
기타비유동자산	2,039.9	2,777.3	3,110.7	3,403.6	3,403.6
자산총계	30,391.8	47,012.1	47,027.6	48,040.1	50,717.5
유동부채	9,409.9	16,973.5	16,186.0	15,936.6	16,183.5
금융부채	3,757.6	7,276.1	6,805.0	6,801.5	6,707.5
매입채무	240.2	351.9	501.7	523.8	577.3
기타유동부채	5,412.1	9,345.5	8,879.3	8,611.3	8,898.7
비유동부채	11,166.7	19,075.4	18,949.0	19,314.1	20,081.1
금융부채	7,216.6	12,192.5	10,353.5	10,340.0	10,398.4
기타비유동부채	3,950.1	6,882.9	8,595.5	8,974.1	9,682.7
부채총계	20,576.6	36,048.9	35,135.1	35,250.7	36,264.5
지배주주지분	9,526.0	10,472.9	11,346.9	12,190.1	13,764.0
자본금	1,846.7	1,846.7	1,846.7	1,846.7	1,846.7
자본잉여금	4,145.3	4,145.3	4,145.3	4,145.3	4,145.3
자본조정	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
기타포괄이익누계액	942.1	995.3	995.3	995.3	995.3
이익잉여금	2,591.9	3,485.6	4,359.6	5,202.7	6,776.7
비지배주주지분	289.2	490.3	545.6	599.3	688.9
자본총계	9,815.2	10,963.2	11,892.5	12,789.4	14,452.9
순금융부채	4,736.2	12,563.9	10,612.8	10,762.2	9,647.5

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	4,092.5	4,558.9	4,452.2	4,332.5	6,033.5
당기순이익	1,129.1	1,381.9	1,207.6	1,175.1	1,941.8
조정	1,994.3	2,765.5	2,386.6	3,149.6	3,344.9
감가상각비	1,722.9	1,796.0	2,073.0	2,240.3	2,462.3
외환거래손익	88.9	455.7	41.1	51.2	58.8
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	182.5	513.8	272.5	858.1	823.8
영업활동 자산부채변동	969.1	411.5	858.0	7.8	746.8
투자활동 현금흐름	(2,409.9)	(870.7)	(2,744.8)	(3,356.6)	(4,101.8)
투자자산감소(증가)	241.6	26.5	(358.4)	(58.6)	(131.5)
자본증가(감소)	(1,908.5)	(2,894.1)	(2,155.7)	(2,957.8)	(3,590.5)
기타	(743.0)	1,996.9	(230.7)	(340.2)	(379.8)
재무활동 현금흐름	(979.7)	7,703.1	(3,467.5)	(1,160.4)	(1,144.5)
금융부채증가(감소)	(171.0)	8,494.3	(2,310.0)	(17.1)	(35.6)
자본증가(감소)	(0.2)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(531.4)	(514.1)	(880.4)	(866.2)	(831.8)
배당지급	(277.1)	(277.1)	(277.1)	(277.1)	(277.1)
현금의 증감	702.8	11,391.4	(11,200.6)	(212.5)	708.1
Unlevered CFO	3,781.2	4,171.5	3,372.5	4,005.4	5,251.7
Free Cash Flow	2,183.9	1,664.8	1,396.5	1,213.8	2,241.5

2025년 5월 28일 | 기업분석_Update

BUY

목표주가(12M) 12,000원
현재주가(5.27) 9,210원

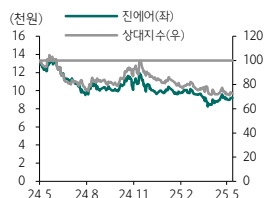
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,637.22
52주 최고/최저(원)	13,370/8,250
시가총액(십억원)	480.8
시가총액비중(%)	0.02
발행주식수(천주)	52,200.0
60일 평균 거래량(천주)	116.2
60일 평균 거래대금(십억원)	1.1
외국인지분율(%)	4.13
주요주주 지분율(%)	
대한항공 외 6인	54.93

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	1,470.1	1,537.8
영업이익(십억원)	131.9	146.6
순이익(십억원)	93.2	101.2
EPS(원)	1,785	1,940
BPS(원)	6,268	8,195

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	1,277.2	1,461.3	1,467.3	1,551.5
영업이익	182.2	163.1	141.8	145.6
세전이익	173.9	122.7	132.1	136.1
순이익	133.9	95.7	104.4	107.5
EPS	2,564	1,834	2,000	2,059
증감율	흑전	(28.47)	9.05	2.95
PER	4.59	5.25	4.62	4.49
PBR	4.03	2.08	1.40	1.07
EV/EBITDA	1.94	1.30	0.84	0.66
ROE	112.52	51.15	36.83	27.60
BPS	2,923	4,614	6,614	8,673
DPS	0	0	0	0



Analyst 안도현 dohyunahn@hanafn.com

진에어 (272450)

제고된 실적 가시성에 주목할 것

비정상적인 경쟁 상황에도 불구하고 견고한 수익성

진에어는 1분기 매출액 4,178억원(-3% (YoY)), 영업이익 583억원(-41%, 영업이익률 14.0%)을 기록했다. 숫자로만 보면 전년 동기에 한참 못 미치는 실적이라고 볼 수 있으나, 1분기 영업환경이 비정상적이었음을 감안하면 수익성 방어에 성공했다고 평가한다. 우선 국내선 ASK/RPK가 9%/14% (YoY) 급감했고, 국내선 매출액이 팬데믹 이후 최저 수준까지 떨어졌다. 항공참사 이후 특히 국내선 항공 수요가 크게 위축되는 모습이다. 국제선 ASK/RPK는 4%/3% (YoY) 증가했으나, 여객 운임은 4% 하락했다. 과거 LCC는 “노 재팬” 등 부정적인 이벤트가 발생하면 바로 적자전환했고, 운임 충격도 컸다는 점을 감안하면 제고된 실적 가시성에 보다 주목할 필요가 있다. 또한 타 LCC 대비해서도 차별적인 실적 가시성을 보유하고 있다는 점도 긍정적이다.

2분기보다는 하반기에 주목

2분기는 전통적 비수기에 속하고, 아직 국내선 회복이 본격화되지 않을 것으로 예상된다. 2분기 국제선 매출은 5% (YoY) 증가할 전망이나, 국내선 매출은 15% 감소할 것으로 추정한다. 비용 증가폭은 유류비 감소에 따라 낮은 수준에서 유지될 전망이나, 2분기는 영업이익 적자일 가능성도 있다. 다만 2분기의 실적에 크게 의의를 둘 필요는 없다는 판단이다. 환율/유가는 낮아지고 있고, 여행 수요는 다양화되고 있어 LCC에게 기회 요인으로 작용 중이다. 2분기보다는 하반기 실적에 보다 주목 할 필요가 있다.

통합으로 가는 길

진에어는 향후 2년내로 에어부산/에어서울과의 통합을 준비하고 있다. 2025년 1분기 에어부산/에어서울의 당기순이익은 각각 311억원/137억원으로 합산 시 진에어의 당기순이익(1분기 457억원)과 유사한 규모이다. 에어부산/에어서울은 매출액 규모 대비 수익성이 탄탄한 회사로, 진에어와는 네트워크 확장 측면의 시너지 효과를 기대해 볼 수 있을 것으로 예상된다. 현재 주가는 12MF P/E 5배 대로, 통합 진에어에 대한 기대감이 반영되어있지 않은 주가다. 진에어에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 12,000원을 유지한다.

도표 1. 진에어의 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	430	308	365	358	418	308	371	370	1,277	1,461	1,467	1,551
여객	406	284	335	330	389	283	342	342	1,196	1,355	1,355	1,428
국내	58	74	69	64	46	63	62	58	286	266	229	245
국제	348	210	266	265	343	220	280	284	910	1,089	1,127	1,183
기타	24	25	29	29	29	25	29	29	81	107	112	123
영업이익	98	1	40	24	58	(3)	47	39	182	163	142	146
세전이익	87	(7)	54	(11)	58	(2)	47	30	174	123	132	136
당기순이익	68	(6)	42	(9)	46	(2)	37	23	134	96	104	107
증가율 (YoY)												
매출액	22	19	13	4	(3)	(0)	2	3	115	14	0	6
영업이익	16	(95)	23	(50)	(41)	(380)	17	67	흑전	(10)	(13)	3
세전이익	14	적전	104	적전	(33)	흑전	(13)	흑전	흑전	(29)	8	3
당기순이익	14	적전	100	적전	(33)	흑전	(11)	흑전	흑전	(28)	9	3
Margin												
영업이익률	22.9	0.3	11.0	6.6	14.0	(0.8)	12.6	10.6	14.3	11.2	9.7	9.4
세전이익률	20.2	(2.4)	14.9	(3.1)	13.8	(0.8)	12.7	8.0	13.6	8.4	9.0	8.8
당기순이익률	15.9	(1.9)	11.5	(2.4)	10.9	(0.6)	10.0	6.3	10.5	6.5	7.1	6.9

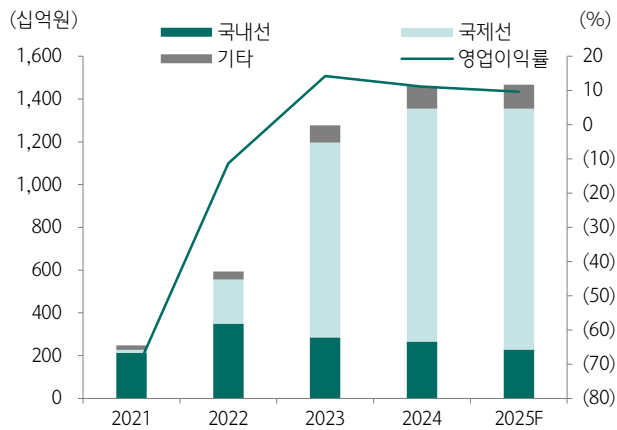
자료: 진에어, 하나증권

도표 2. 진에어의 수송실적 추이 및 전망

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
국내선												
ASK(백만km)	417	467	471	438	378	434	438	417	1,887	1,793	1,667	1,718
RPK(백만km)	355	412	405	372	304	371	373	342	1,657	1,544	1,390	1,459
여객운임(원/km)	161	180	171	173	148	171	166	168	172	172	163	168
국제선												
ASK(백만km)	3,455	2,750	3,200	3,303	3,602	2,888	3,456	3,525	10,743	12,708	13,470	14,144
RPK(백만km)	3,144	2,438	2,807	2,974	3,231	2,584	3,018	3,155	9,422	11,363	11,988	12,527
여객운임(원/km)	111	86	95	89	106	85	93	90	97	96	94	94

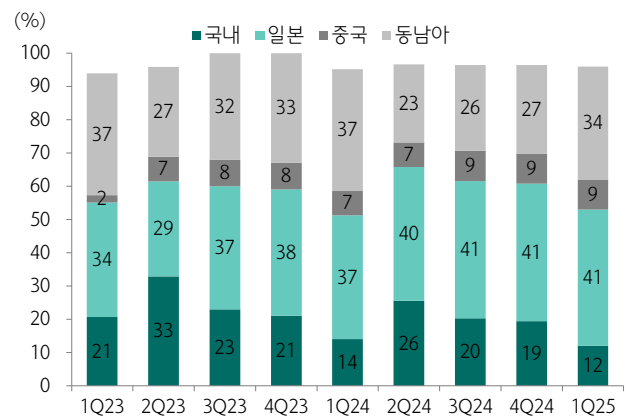
자료: 진에어, 하나증권

도표 3. 진에어의 사업부별 실적 추이 및 전망



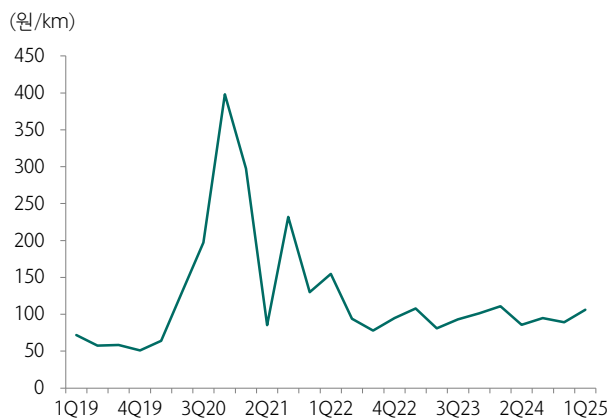
자료: 진에어, 하나증권

도표 4. 진에어 노선별 매출 비중



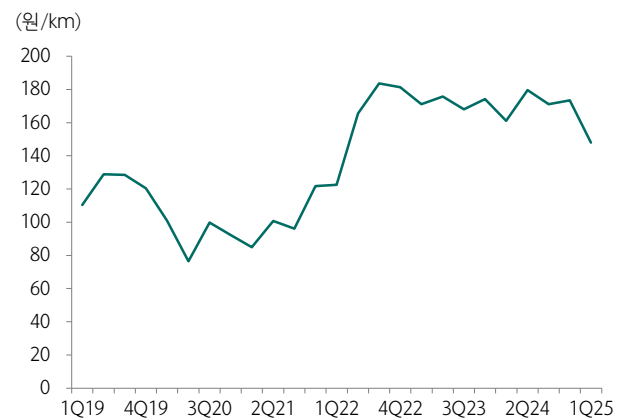
자료: 진에어, 하나증권

도표 5. 국제선 운임 추이



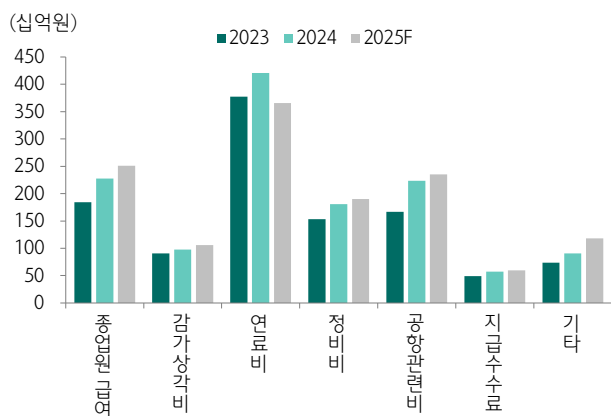
자료: 진에어, 하나증권

도표 6. 국내선 운임 추이



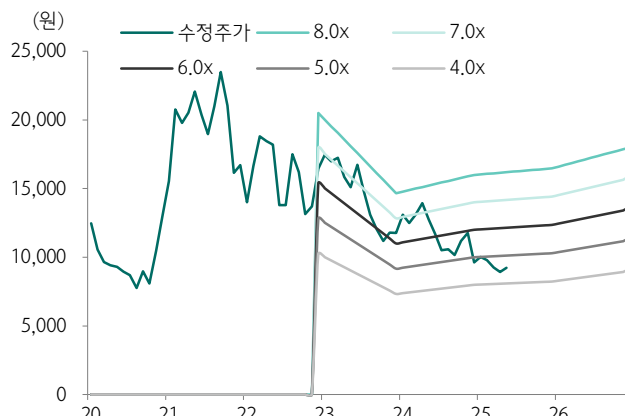
자료: 진에어, 하나증권

도표 7. 영업비용 추이 및 전망



자료: 진에어, 하나증권

도표 8. 진에어 P/E 밴드



자료: 진에어, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,277.2	1,461.3	1,467.3	1,551.5	1,704.0
매출원가	997.6	1,179.1	1,192.3	1,265.0	1,390.1
매출총이익	279.6	282.2	275.0	286.5	313.9
판매비	97.4	119.0	133.2	140.8	154.8
영업이익	182.2	163.1	141.8	145.6	159.2
금융손익	(4.6)	(1.1)	(1.0)	(1.1)	(2.7)
종속/관계기업손익	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
기타영업외손익	(4.0)	(39.6)	(9.0)	(8.8)	(7.7)
세전이익	173.9	122.7	132.1	136.1	149.1
법인세	40.0	27.0	27.7	28.6	31.6
계속사업이익	133.9	95.7	104.4	107.5	117.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	133.9	95.7	104.4	107.5	117.5
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	133.9	95.7	104.4	107.5	117.5
지배주주지분포괄이익	115.4	88.3	104.4	107.5	117.5
NOPAT	140.3	127.2	112.0	115.0	125.4
EBITDA	272.9	260.5	245.6	259.6	284.4
성장성(%)					
매출액증가율	115.23	14.41	0.41	5.74	9.83
NOPAT증가율	흑전	(9.34)	(11.95)	2.68	9.04
EBITDA증가율	800.66	(4.54)	(5.72)	5.70	9.55
영업이익증가율	흑전	(10.48)	(13.06)	2.68	9.34
(지배주주)순이익증가율	흑전	(28.53)	9.09	2.97	9.30
EPS증가율	흑전	(28.47)	9.05	2.95	9.28
수익성(%)					
매출총이익률	21.89	19.31	18.74	18.47	18.42
EBITDA이익률	21.37	17.83	16.74	16.73	16.69
영업이익률	14.27	11.16	9.66	9.38	9.34
계속사업이익률	10.48	6.55	7.12	6.93	6.90

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	2,564	1,834	2,000	2,059	2,250
BPS	2,923	4,614	6,614	8,673	10,923
CFPS	6,807	6,724	4,616	4,886	5,383
EBITDAPS	5,227	4,991	4,705	4,973	5,448
SPS	24,468	27,994	28,109	29,721	32,644
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	4.59	5.25	4.62	4.49	4.11
PBR	4.03	2.08	1.40	1.07	0.85
PCR	1.73	1.43	2.00	1.89	1.72
EV/EBITDA	1.94	1.30	0.84	0.66	0.46
PSR	0.48	0.34	0.33	0.31	0.28
재무비율(%)					
ROE	112.52	51.15	36.83	27.60	23.41
ROA	15.66	8.78	8.24	7.83	7.83
ROIC	288.40	305.42	189.87	138.66	81.70
부채비율	566.02	430.65	289.36	224.77	178.69
순부채비율	(59.52)	(71.25)	(88.58)	(74.81)	(66.38)
이자보상배율(배)	10.71	7.18	6.63	6.25	6.32

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	491.9	680.7	808.5	891.0	966.7
금융자산	418.3	592.0	716.7	797.3	863.8
현금성자산	49.9	134.6	167.8	138.5	140.3
매출채권	40.5	42.1	46.3	49.0	53.8
재고자산	1.5	0.9	0.9	0.9	1.0
기타유동자산	31.6	45.7	44.6	43.8	48.1
비유동자산	460.4	546.4	498.4	548.1	595.6
투자자산	30.7	61.3	61.5	63.7	67.7
금융자산	27.4	57.5	57.7	59.7	63.3
유형자산	0.8	0.8	2.5	6.2	19.0
무형자산	2.7	3.2	2.6	2.0	1.6
기타비유동자산	426.2	481.1	431.8	476.2	507.3
자산총계	952.3	1,227.1	1,306.9	1,439.1	1,562.3
유동부채	486.6	582.6	557.6	535.6	502.7
금융부채	101.5	106.0	98.2	103.1	100.0
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	385.1	476.6	459.4	432.5	402.7
비유동부채	322.7	413.3	413.7	460.4	499.0
금융부채	231.7	321.2	321.2	362.7	391.7
기타비유동부채	91.0	92.1	92.5	97.7	107.3
부채총계	809.3	995.9	971.2	996.0	1,001.7
지배주주지분	143.0	231.3	335.6	443.1	560.6
자본금	52.2	52.2	52.2	52.2	52.2
자본잉여금	296.1	296.1	296.1	296.1	296.1
자본조정	(9.6)	(9.6)	(9.6)	(9.6)	(9.6)
기타포괄이익누계액	(1.0)	(0.9)	(0.9)	(0.9)	(0.9)
이익잉여금	(194.8)	(106.6)	(2.2)	105.3	222.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	143.0	231.3	335.6	443.1	560.6
순금융부채	(85.1)	(164.8)	(297.3)	(331.5)	(372.1)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	417.4	329.0	217.9	227.7	247.2
당기순이익	133.9	95.7	104.4	107.5	117.5
조정	224.5	261.7	129.2	141.1	154.3
감가상각비	90.7	97.4	103.8	114.0	125.2
외환거래손익	3.6	35.5	4.0	3.9	3.9
지분법손익	(0.3)	(0.4)	0.0	0.0	0.0
기타	130.5	129.2	21.4	23.2	25.2
영업활동 자산부채변동	59.0	(28.4)	(15.7)	(20.9)	(24.6)
투자활동 현금흐름	(218.8)	(113.5)	(151.2)	(277.4)	(241.4)
투자자산감소(증가)	0.3	(30.5)	(0.2)	(2.2)	(4.0)
자본증가(감소)	(0.6)	(0.2)	(104.9)	(117.2)	(137.6)
기타	(218.5)	(82.8)	(46.1)	(158.0)	(99.8)
재무활동 현금흐름	(140.9)	71.3	(29.2)	23.1	0.7
금융부채증가(감소)	(61.8)	94.0	(7.8)	46.4	25.9
자본증가(감소)	(0.4)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(78.7)	(22.7)	(21.4)	(23.3)	(25.2)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	57.7	286.9	(252.2)	(29.2)	1.7
Unlevered CFO	355.3	351.0	241.0	255.0	281.0
Free Cash Flow	416.8	328.8	113.0	110.6	109.6

BUY (신규)

목표주가(12M) 4,800원
현재주가(5.27) 3,620원

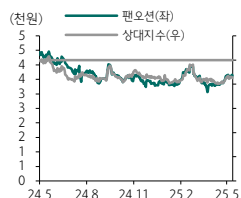
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,637.22
52주 최고/최저(원)	4,460/3,065
시가총액(십억원)	1,935.1
시가총액비중(%)	0.09
발행주식수(천주)	534,569.5
60일 평균 거래량(천주)	1,370.3
60일 평균 거래대금(십억원)	4.9
외국인지분율(%)	15.26
주요주주 지분율(%)	
하림지주 외 12 인	54.92
국민연금공단	6.55

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	5,659.5	5,897.8
영업이익(십억원)	493.8	536.4
순이익(십억원)	348.8	392.0
EPS(원)	650	721
BPS(원)	11,222	11,934

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	4,361.0	5,161.2	5,815.5	6,338.4
영업이익	385.9	471.2	482.5	527.3
세전이익	248.5	282.1	322.6	355.2
순이익	245.0	268.1	312.4	340.8
EPS	458	502	584	637
증감율	(63.85)	9.61	16.33	9.08
PER	8.16	6.57	6.27	5.75
PBR	0.42	0.31	0.33	0.32
EV/EBITDA	3.87	4.77	4.55	3.92
ROE	5.32	5.17	5.41	5.64
BPS	8,817	10,576	11,040	11,557
DPS	85	120	120	120



Analyst 안도현 dohyunahn@hanafn.com

2025년 5월 28일 | 기업분석_Update

팬오션 (028670)

조금만 기다려 보세요

시황 낮으나, 안정적 이익 흐름 이어갈 것

팬오션은 1분기 낮았던 시황에도 불구하고 안정적인 이익 흐름을 이어가고 있다. 2025년의 벌크선 업황은 2023년과 유사한 흐름을 보이고 있으나, 팬오션의 영업이익 규모는 시황이 좋았던 2024년과 유사할 것으로 예상된다. 비결은 LNG선이다. 2025년 LNG선 매출액은 3,400억원, 영업이익은 1,590억원에 달할 것으로 예상되기 때문에 벌크선 영업이익 감소(2024년 2,730억원→2025년 2,140억원)를 만회 가능할 것으로 예상된다.

2027년을 기다리며

2024년 글로벌 벌크선 평균 선령은 12.1년으로 상승 흐름이 이어지고 있다. 평균 폐선 선령도 29년까지 상승했다. 1994년~1996년 시장에 인도된 선복량은 2,000만 DWT이 넘었는데, 2021년~2024년의 선박 해체량은 300만 DWT 수준으로 인도량 대비 한참 못 미치고 있고, 선박 해체 압력은 심화되고 있다. BDI가 낮은 수준에서 유지된다면 선박 해체량이 늘어날 것으로 예상하고 있고, 이는 2027년 이후의 공급 증가를 상쇄 가능할 전망이다.

P/B 0.3배, P/E로도 5배 대

현재 팬오션 주가는 P/B 0.3배대, P/E로도 5배 대에 불과하다. 팬데믹 기간동안 높았던 시황으로 영업이익이 급증하며 Book Value 자체가 늘어난 상황이다. 반면 현재 벌크선은 1)조선소 도크 부족, 2)신조선가 상승, 3)대체연료 미확정으로 대규모로 신조 발주를 내기 어려운 상황이고, 늘어난 자산 규모에도 불구하고 ROE 상승은 제한적이었다. 따라서 현재 선사의 Valuation을 판단할때는 PER 도 함께 고려할 필요가 있는데, 팬오션의 12MF P/E는 5배에 불과하기 때문에 매우 저평가된 주가 수준이라는 판단이다. 팬오션의 주가 저평가 해소를 위해서는 벌크선 업황 개선도 중요하지만, 자본 수익성을 제고하는 노력도 전제되어야 한다. 팬오션에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 4,800원을 유지한다.

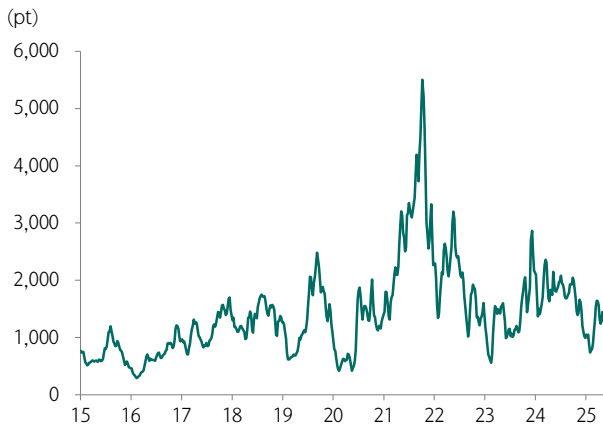
도표 1. 팬오션의 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	976	1,233	1,277	1,675	1,393	1,424	1,466	1,532	4,361	5,161	5,815	6,338
해운업	884	1,076	1,041	1,180	1,054	1,094	1,102	1,135	3,906	4,181	4,384	4,836
벌크선	686	870	827	947	795	826	836	851	3,114	3,330	3,309	3,681
컨테이너선	80	94	108	118	113	102	97	100	366	401	411	363
탱커선	98	92	82	76	78	81	80	85	343	348	324	384
LNG선	19	19	25	40	68	85	89	99	83	103	340	408
곡물사업/기타	152	217	273	558	383	401	424	472	787	1,200	1,679	1,763
(내부거래)	(60)	(59)	(38)	(63)	(43)	(71)	(59)	(75)	(332)	(220)	(248)	(261)
영업이익	98	135	128	110	113	119	121	127	386	471	482	527
세전이익	61	111	131	(20)	75	80	75	91	248	282	323	355
지배주주순이익	60	110	131	(33)	72	79	75	85	245	268	312	341
증가율 (YoY)												
매출액	(2)	1	15	63	43	15	15	(9)	(32)	18	13	9
영업이익	(13)	8	61	60	15	(12)	(6)	16	(51)	22	2	9
세전이익	(46)	20	428	(213)	24	(28)	(43)	(543)	(64)	14	14	10
지배주주순이익	(47)	19	434	(313)	19	(28)	(43)	(358)	(64)	9	17	9
Margin												
영업이익률	10.1	11.0	10.0	6.6	8.1	8.4	8.2	8.3	8.8	9.1	8.3	8.3
세전이익률	6.2	9.0	10.3	(1.2)	5.4	5.6	5.1	5.9	5.7	5.5	5.5	5.6
지배주주순이익률	6.2	8.9	10.3	(2.0)	5.2	5.5	5.1	5.5	5.6	5.2	5.4	5.4

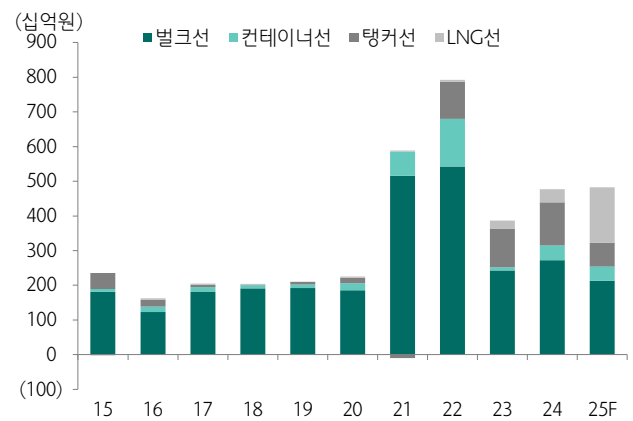
자료: 팬오션, 하나증권

도표 2. BDI 추이



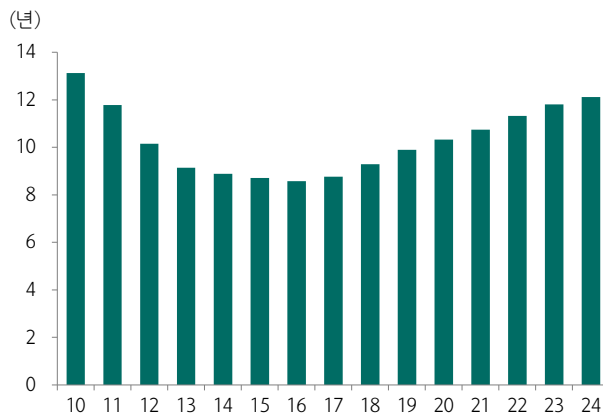
자료: Clarkson, 하나증권

도표 3. 팬오션 사업부별 영업이익 추이 및 전망



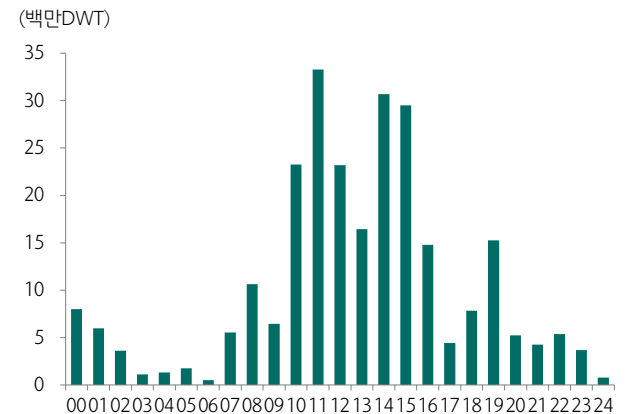
자료: 팬오션, 하나증권

도표 4. 벌크선 평균 선령



자료: Clarkson, 하나증권

도표 5. 벌크선 해체량 추이



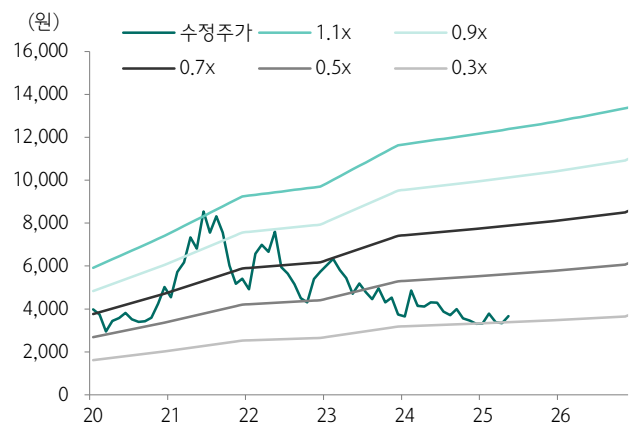
자료: 팬오션, 하나증권

도표 6. 팬오션 P/E 밴드



자료: 팬오션, 하나증권

도표 7. 팬오션 P/B 밴드



자료: Quantwise, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	4,361.0	5,161.2	5,815.5	6,338.4	6,665.8
매출원가	3,861.2	4,578.5	5,194.2	5,666.9	5,934.5
매출총이익	499.8	582.7	621.3	671.5	731.3
판매비	114.0	111.6	138.8	144.2	155.4
영업이익	385.9	471.2	482.5	527.3	575.9
금융손익	(74.0)	(162.0)	(142.4)	(149.9)	(138.4)
종속/관계기업손익	(3.5)	24.2	10.4	17.3	13.8
기타영업외손익	(59.9)	(51.3)	(27.8)	(39.6)	(33.7)
세전이익	248.5	282.1	322.6	355.2	417.6
법인세	3.4	13.9	10.2	14.4	15.1
계속사업이익	245.0	268.1	312.4	340.8	402.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	245.0	268.1	312.4	340.8	402.6
비배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	245.0	268.1	312.4	340.8	402.6
지배주주지분포괄이익	300.9	982.3	312.4	340.8	402.6
NOPAT	380.5	447.9	467.2	506.0	555.2
EBITDA	876.1	940.2	1,044.2	1,113.9	1,184.6
성장성(%)					
매출액증가율	(32.07)	18.35	12.68	8.99	5.17
NOPAT증가율	(51.04)	17.71	4.31	8.30	9.72
EBITDA증가율	(39.82)	7.32	11.06	6.67	6.35
영업이익증가율	(51.13)	22.10	2.40	9.28	9.22
(지배주주)순이익증가율	(63.82)	9.43	16.52	9.09	18.13
EPS증가율	(63.85)	9.61	16.33	9.08	18.21
수익성(%)					
매출총이익률	11.46	11.29	10.68	10.59	10.97
EBITDA이익률	20.09	18.22	17.96	17.57	17.77
영업이익률	8.85	9.13	8.30	8.32	8.64
계속사업이익률	5.62	5.19	5.37	5.38	6.04

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	458	502	584	637	753
BPS	8,817	10,576	11,040	11,557	12,191
CFPS	1,642	1,674	1,869	1,978	2,114
EBITDAPS	1,639	1,759	1,953	2,084	2,216
SPS	8,158	9,655	10,879	11,857	12,469
DPS	85	120	120	120	120
주가지표(배)					
PER	8.16	6.57	6.27	5.75	4.86
PBR	0.42	0.31	0.33	0.32	0.30
PCFR	2.27	1.97	1.96	1.85	1.73
EV/EBITDA	3.87	4.77	4.55	3.92	3.65
PSR	0.46	0.34	0.34	0.31	0.29
재무비율(%)					
ROE	5.32	5.17	5.41	5.64	6.34
ROA	3.18	2.96	2.95	3.10	3.58
ROIC	6.60	6.41	5.64	5.99	6.51
부채비율	66.63	81.69	84.53	79.09	75.41
순부채비율	29.64	48.19	50.42	41.93	39.11
이자보상배율(배)	3.15	3.52	2.58	2.68	3.17

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,757.3	2,021.8	2,151.4	2,442.7	2,517.8
금융자산	1,043.5	1,139.3	1,163.2	1,369.9	1,392.1
현금성자산	952.8	865.8	887.8	1,092.9	1,114.2
매출채권	224.8	288.1	324.6	353.8	372.1
재고자산	119.2	122.1	137.6	150.0	157.7
기타유동자산	369.8	472.3	526.0	569.0	595.9
비유동자산	6,096.6	8,249.7	8,739.1	8,622.0	8,913.2
투자자산	203.6	283.3	315.5	341.2	357.3
금융자산	67.6	103.2	112.6	120.1	124.8
유형자산	5,840.6	7,862.2	8,320.2	8,178.1	8,453.9
무형자산	10.7	10.7	9.9	9.2	8.5
기타비유동자산	41.7	93.5	93.5	93.5	93.5
자산총계	7,853.9	10,271.5	10,890.5	11,064.6	11,431.0
유동부채	1,294.0	1,276.9	1,406.1	1,514.7	1,592.0
금융부채	609.9	541.4	577.8	612.2	643.0
매입채무	216.1	242.8	273.6	298.2	313.6
기타유동부채	468.0	492.7	554.7	604.3	635.4
비유동부채	1,846.6	3,341.3	3,582.7	3,371.7	3,322.3
금융부채	1,830.6	3,322.1	3,561.2	3,348.2	3,297.6
기타비유동부채	16.0	19.2	21.5	23.5	24.7
부채총계	3,140.6	4,618.1	4,988.8	4,886.3	4,914.3
지배주주지분	4,713.4	5,653.4	5,901.6	6,178.3	6,516.7
자본금	534.6	534.6	534.6	534.6	534.6
자본잉여금	1,942.1	1,942.1	1,942.1	1,942.1	1,942.1
자본조정	2.3	5.5	5.5	5.5	5.5
기타포괄이익누계액	596.1	1,311.6	1,311.6	1,311.6	1,311.6
이익잉여금	1,638.2	1,859.6	2,107.9	2,384.5	2,723.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	4,713.4	5,653.4	5,901.6	6,178.3	6,516.7
순금융부채	1,396.9	2,724.2	2,975.8	2,590.5	2,548.5

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	750.8	676.2	797.5	842.3	930.9
당기순이익	245.0	268.1	312.4	340.8	402.6
조정	483.1	422.6	489.9	505.3	530.7
감가상각비	490.3	469.1	561.7	586.6	608.7
외환거래손익	(5.5)	11.4	(5.6)	(22.6)	(16.7)
지분법손익	6.4	(25.9)	(10.4)	(17.3)	(13.8)
기타	(8.1)	(32.0)	(55.8)	(41.4)	(47.5)
영업활동 자산부채변동	22.7	(14.5)	(4.8)	(3.8)	(2.4)
투자활동 현금흐름	(84.4)	(660.4)	(980.2)	(388.9)	(825.8)
투자자산감소(증가)	26.0	(58.5)	(21.8)	(8.4)	(2.3)
자본증가(감소)	(313.4)	(385.0)	(1,018.9)	(443.7)	(883.8)
기타	203.0	(216.9)	60.5	63.2	60.3
재무활동 현금흐름	20.2	1,380.8	211.3	(242.8)	(83.8)
금융부채증가(감소)	100.3	1,423.1	275.5	(178.6)	(19.7)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.1	3.1	(0.1)	(0.1)	0.0
배당지급	(80.2)	(45.4)	(64.1)	(64.1)	(64.1)
현금의 증감	686.5	1,396.6	(1,940.0)	205.1	21.3
Unlevered CFO	877.9	895.1	999.3	1,057.2	1,130.0
Free Cash Flow	437.4	291.2	(221.4)	398.6	47.1

Neutral

목표주가(12M) 20,000원
현재주가(5.27) 21,750원

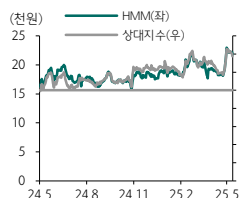
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,637.22
52주 최고/최저(원)	22,950/15,750
시가총액(십억원)	22,294.6
시가총액비중(%)	1.03
발행주식수(천주)	1,025,039.5
60일 평균 거래량(천주)	2,238.5
60일 평균 거래대금(십억원)	45.6
외국인지분율(%)	8.00
주요주주 지분율(%)	
한국산업은행	36.02
한국해양진흥공사	35.67

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	10,292.5	9,615.8
영업이익(십억원)	1,628.7	933.8
순이익(십억원)	1,925.9	1,254.0
EPS(원)	1,959	1,223
BPS(원)	27,815	28,521

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	8,401.0	11,700.2	10,825.3	10,738.2
영업이익	584.8	3,512.8	1,719.1	1,306.6
세전이익	1,054.3	3,896.6	1,967.9	1,509.6
순이익	968.6	3,782.2	1,910.7	1,452.9
EPS	1,829	5,055	2,169	1,571
증감율	(91.16)	176.38	(57.09)	(27.57)
PER	10.71	3.49	10.24	14.13
PBR	0.63	0.56	0.70	0.71
EV/EBITDA	3.29	0.95	1.55	1.38
ROE	4.59	15.35	6.91	5.21
BPS	31,115	31,615	31,731	31,192
DPS	700	600	600	600



Analyst 안도현 dohyunahn@hanafn.com

2025년 5월 28일 | 기업분석_Update

HMM (011200)

잔치 아직 안 끝났다

미-중 관세 유예 이후 SCFI 반등

5월 23일 SCFI는 1,586pt로 미-중 관세 유예 이후 2주만에 200pt 이상 반등했다. 특히 미주 동안/서안 운임이 각각 28%/40% 상승했고, 유럽 노선도 13% 상승했다. 기존 유럽 노선 등으로 재배치했던 선박량을 원복 하는 과정에서 미주/유럽 노선 모두 공급이 감소한 것으로 해석한다. 따라서 컨테이너 운임지수는 미-중 관세가 유예되는 3분기까지는 강세를 보일 것으로 전망한다. 2분기는 적취율은 하락하나, 운임은 강세 전환 할 것으로 예상되는 바, 영업이익은 3,560억원(-45% (YoY)), 영업이익률 14.3%)으로 예상하고, 3분기에 운임 강세가 유지되는 동시에 선적을 상승으로 영업이익이 전 분기 대비 증가할 것으로 추정한다. 2025년 연간 영업이익은 전년 대비 51% 감소한 1.72조원으로 전망한다.

불확실성 중첩

해상 물류의 불확실성이 극대화되고 있다. 특히 중간재/소비재를 운반하는 컨테이너선은 글로벌 매크로 환경에 노출되어 있는데, 수요 측면에서는 미국의 대외관세로 인한 물동량 위축 우려가 존재하고, 공급 측면에서는 입항료/군사기업지정 등으로 인한 중국 선사들의 미국 항로 퇴출과 수에즈 운하 통항 재개 등 불확실성 요인이 중첩되고 있다. 코로나19 와 홍해 사태 등, 주가는 공급 감소에 보다 민감하게 반응하는 경향이 있으나, 선박량이 증가하는 구간에서 노선별 선박량 재배치로 인한 공급 축소 효과는 제한적일 수 있다. 컨테이너선 선박량은 2025년~2028년간 연평균 5% 증가할 것으로 전망되고, 2025년 들어서도 컨테이너선 발주가 지속되면서 향후 공급 증가 압력은 여전히 부담스럽다.

2조원 규모의 자사주 매입이 기다린다

현재 주가는 12MF P/B 0.6배이나, P/E는 12배로 긍정과 부정 요소가 혼재해 있는 업황을 감안하면 부담스러운 주가 수준이다. 다만 HMM은 2025년 연 내로 자사주 매입에 약 1조 9,700억원(연간 2.5조원 주주환원, 배당금 5,286억원 지급)을 사용할 예정이다. 현재 산업은행/해양진흥공사/국민연금 합산 지분율이 76.9%로 높고, 유통주식 비율은 20% 남짓이다. 자사주 공개매수를 채택할 경우, 유통주식 비율이 낮아서 자사주 매입 개시 시 주가는 강하게 반응할 가능성이 높기 때문에 예의주시 할 필요가 있다. HMM에 대한 투자 의견 Neutral 과 목표주가 20,000원을 유지한다.

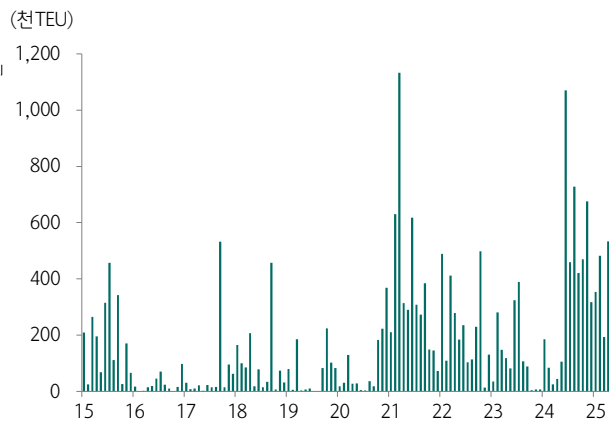
도표 1. HMM의 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	2,330	2,663	3,552	3,155	2,855	2,489	2,758	2,724	8,401	11,700	10,825	10,738
컨테이너선	1,936	2,254	3,188	2,770	2,466	2,084	2,362	2,255	6,965	10,148	9,167	8,781
벌크선	339	348	319	331	335	342	349	406	1,243	1,337	1,433	1,720
기타	55	61	45	54	53	63	47	63	193	215	226	237
영업이익	407	644	1,461	1,000	614	355	393	356	585	3,513	1,719	1,307
세전이익	503	698	1,759	936	753	418	404	393	1,042	3,897	1,968	1,510
지배주주순이익	485	661	1,738	898	740	400	389	382	956	3,782	1,911	1,453
증가율 (YoY)												
매출액	12	25	67	53	23	(7)	(22)	(14)	(39)	39	(7)	(1)
영업이익	33	302	1,828	2,261	51	(45)	(73)	(64)	(92)	500	(51)	(24)
세전이익	68	106	1,335	234	50	(40)	(77)	(58)	(80)	274	(49)	(23)
지배주주순이익	70	111	1,723	241	52	(39)	(78)	(57)	(82)	295	(49)	(24)
Margin												
영업이익률	17.5	24.2	41.1	31.7	21.5	14.3	14.3	13.1	7.0	30.0	15.9	12.2
세전이익률	21.6	26.2	49.5	29.7	26.4	16.8	14.6	14.4	12.4	33.3	18.2	14.1
지배주주순이익률	20.8	24.8	48.9	28.5	25.9	16.1	14.1	14.0	11.4	32.3	17.7	13.5

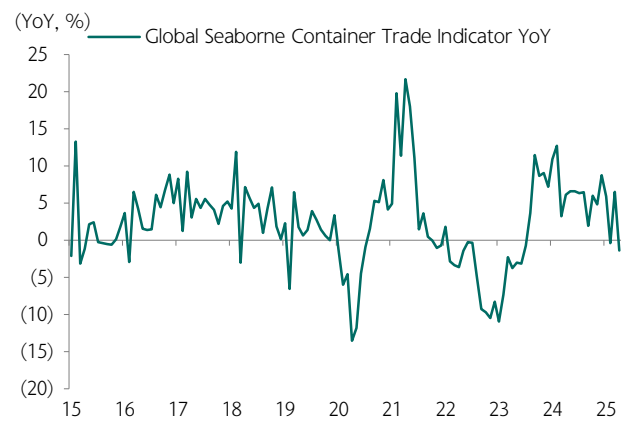
자료: HMM, 하나증권

도표 3. 컨테이너선 발주량 추이



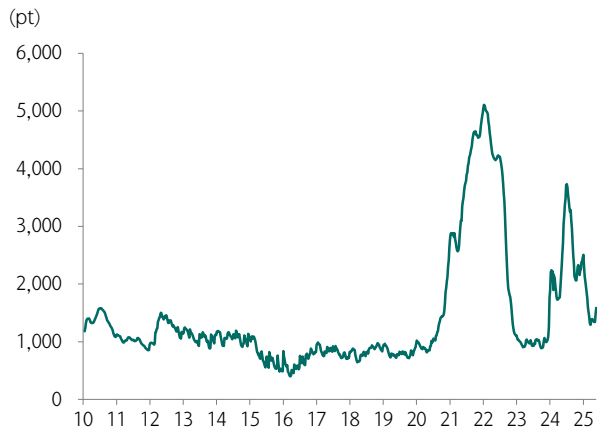
자료: Clarkson, 하나증권

도표 4. 글로벌 컨테이너 물동량 증감률



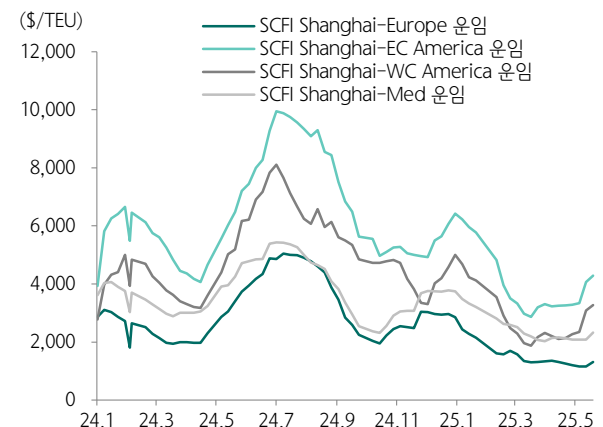
자료: Clarkson, 하나증권

도표 5. SCFI(상하이컨테이너운임지수)



자료: Clarkson, 하나증권

도표 6. SCFI 항로별 운임 추이 - 2024년 이후



자료: Clarkson, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	8,401.0	11,700.2	10,825.3	10,738.2	11,542.8
매출원가	7,426.1	7,736.8	8,617.0	8,938.5	9,652.6
매출총이익	974.9	3,963.4	2,208.3	1,799.7	1,890.2
판매비	390.1	450.6	489.2	493.1	513.3
영업이익	584.8	3,512.8	1,719.1	1,306.6	1,376.8
금융손익	687.0	259.0	264.4	233.0	232.3
종속/관계기업손익	(153.7)	162.3	9.7	1.5	4.9
기타영업외손익	(63.8)	(37.6)	(25.3)	(31.4)	(28.4)
세전이익	1,054.3	3,896.6	1,967.9	1,509.6	1,585.6
법인세	85.6	114.4	57.2	56.8	61.0
계속사업이익	968.7	3,782.1	1,910.7	1,452.9	1,524.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	968.7	3,782.1	1,910.7	1,452.9	1,524.6
비배주주지분 순이익	0.1	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
지배주주순이익	968.6	3,782.2	1,910.7	1,452.9	1,524.6
지배주주지분포괄이익	1,323.9	6,947.0	1,910.7	1,452.8	1,524.6
NOPAT	537.3	3,409.7	1,669.1	1,257.5	1,323.8
EBITDA	1,457.6	4,415.8	2,752.4	2,403.5	2,473.6
성장성(%)					
매출액증가율	(54.79)	39.27	(7.48)	(0.80)	7.49
NOPAT증가율	(94.55)	534.60	(51.05)	(24.66)	5.27
EBITDA증가율	(86.49)	202.95	(37.67)	(12.68)	2.92
영업이익증가율	(94.12)	500.68	(51.06)	(24.00)	5.37
(지배주주)순이익증가율	(90.43)	290.48	(49.48)	(23.96)	4.93
EPS증가율	(91.16)	176.38	(57.09)	(27.57)	4.90
수익성(%)					
매출총이익률	11.60	33.87	20.40	16.76	16.38
EBITDA이익률	17.35	37.74	25.43	22.38	21.43
영업이익률	6.96	30.02	15.88	12.17	11.93
계속사업이익률	11.53	32.33	17.65	13.53	13.21

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	1,829	5,055	2,169	1,571	1,648
BPS	31,115	31,615	31,731	31,192	32,240
CFPS	2,630	5,948	3,599	3,074	3,184
EBITDAPS	2,752	5,902	3,124	2,598	2,674
SPS	15,863	15,638	12,287	11,608	12,478
DPS	700	600	600	600	600
주가지표(배)					
PER	10.71	3.49	10.24	14.13	13.47
PBR	0.63	0.56	0.70	0.71	0.69
PCFR	7.44	2.97	6.17	7.22	6.97
EV/EBITDA	3.29	0.95	1.55	1.38	0.60
PSR	1.23	1.13	1.81	1.91	1.78
재무비율(%)					
ROE	4.59	15.35	6.91	5.21	5.29
ROA	3.74	12.70	5.77	4.44	4.60
ROIC	5.34	26.08	11.24	8.64	9.41
부채비율	19.93	21.51	18.04	16.73	13.26
순부채비율	(40.53)	(40.78)	(42.23)	(44.17)	(48.98)
이자보상배율(배)	3.69	26.28	12.12	10.70	13.52

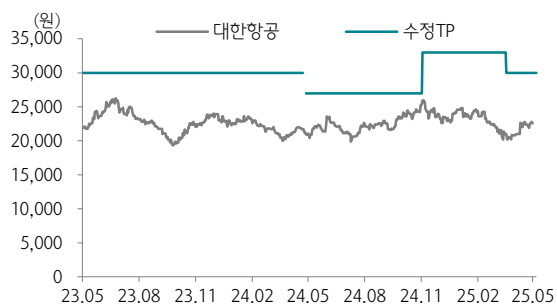
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	13,179.7	17,996.8	17,148.8	17,861.0	18,885.9
금융자산	11,806.4	15,872.8	15,179.9	15,907.5	16,789.7
현금성자산	3,249.8	1,471.8	523.4	1,369.0	1,161.9
매출채권	756.7	1,130.1	1,045.6	1,037.2	1,114.9
재고자산	362.4	401.8	371.8	368.8	396.4
기타유동자산	254.2	592.1	551.5	547.5	584.9
비유동자산	12,533.7	15,851.7	15,263.5	15,238.2	14,326.2
투자자산	1,507.7	872.4	832.2	828.2	865.1
금융자산	1,175.0	366.1	363.8	363.6	365.7
유형자산	7,715.9	9,846.4	9,498.3	9,677.0	8,728.1
무형자산	40.8	42.7	42.7	42.7	42.7
기타비유동자산	3,269.3	5,090.2	4,890.3	4,690.3	4,690.3
자산총계	25,713.4	33,848.6	32,412.3	33,099.2	33,212.1
유동부채	2,001.4	2,357.2	2,253.5	2,243.2	1,380.9
금융부채	898.3	957.6	957.6	957.6	0.0
매입채무	473.8	577.5	534.3	530.0	569.7
기타유동부채	629.3	822.1	761.6	755.6	811.2
비유동부채	2,271.2	3,635.8	2,701.2	2,500.6	2,506.1
금융부채	2,217.6	3,555.2	2,626.5	2,426.5	2,426.5
기타비유동부채	53.6	80.6	74.7	74.1	79.6
부채총계	4,272.6	5,993.0	4,954.7	4,743.7	3,887.0
지배주주지분	21,439.2	27,853.9	27,456.0	28,353.9	29,323.4
자본금	3,445.2	4,405.2	5,125.2	5,125.2	5,125.2
자본잉여금	4,436.2	4,452.8	4,452.8	4,452.8	4,452.8
자본조정	1,596.2	636.5	136.5	136.5	136.5
기타포괄이익누계액	1,072.6	4,244.6	4,244.6	4,244.6	4,244.6
이익잉여금	10,889.1	14,114.8	13,496.9	14,394.7	15,364.3
비지배주주지분	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
자본총계	21,440.8	27,855.5	27,457.6	28,355.5	29,325.0
순금융부채	(8,690.5)	(11,360.0)	(11,595.7)	(12,523.4)	(14,363.2)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,979.7	4,874.6	3,740.4	3,430.9	3,583.3
당기순이익	968.7	3,782.1	1,910.7	1,452.9	1,524.6
조정	825.4	1,100.7	1,825.6	1,977.6	2,062.4
감가상각비	872.9	903.0	1,033.3	1,096.8	1,096.8
외환거래손익	(45.3)	(5.7)	802.1	882.3	970.5
지분법손익	153.7	(162.3)	(9.7)	(1.5)	(4.9)
기타	(155.9)	365.7	(0.1)	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	185.6	(8.2)	4.1	0.4	(3.7)
투자활동 현금흐름	(1,487.1)	(6,232.2)	(1,493.0)	(1,834.3)	(2,239.8)
투자자산감소(증가)	1,053.8	662.6	49.9	5.5	(32.0)
자본증가(감소)	(2,037.1)	(2,537.0)	(685.2)	(1,275.5)	(147.9)
기타	(503.8)	(4,357.8)	(857.7)	(564.3)	(2,059.9)
재무활동 현금흐름	(1,557.3)	931.5	(3,237.2)	(755.0)	(1,512.6)
금융부채증가(감소)	(981.0)	1,396.9	(928.6)	(200.0)	(957.6)
자본증가(감소)	1,010.9	976.7	720.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1,000.4)	(959.8)	(2,500.0)	0.0	0.0
배당지급	(586.8)	(482.3)	(528.6)	(555.0)	(555.0)
현금의 증감	(1,064.7)	(426.1)	(2,966.1)	845.7	(207.2)
Unlevered CFO	1,392.6	4,450.3	3,170.5	2,843.6	2,945.4
Free Cash Flow	(57.4)	2,337.6	3,055.2	2,155.4	3,435.4

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

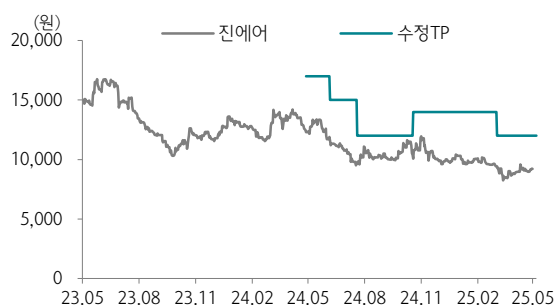
대한항공



날짜	투자 의견	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%

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

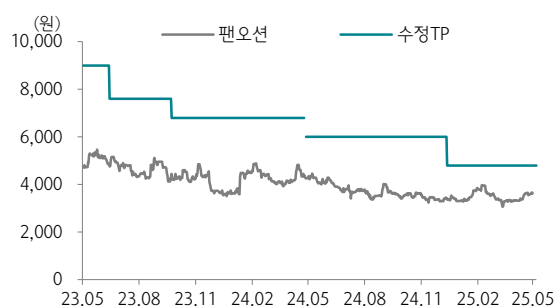
진에어



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.3.30	BUY	12,000		
24.11.14	BUY	14,000	-27.59%	-14.71%
24.8.15	BUY	12,000	-12.71%	-3.17%
24.7.2	BUY	15,000	-28.65%	-24.27%
24.5.24	BUY	17,000	-25.59%	-21.35%

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

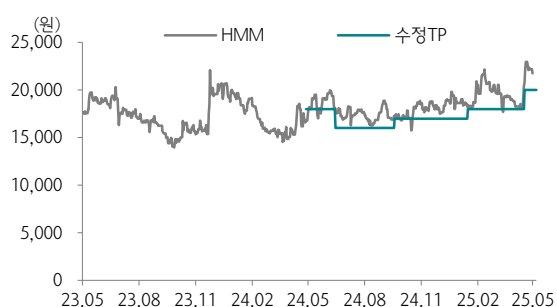
팬오션



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.1.8	BUY	4,800		
24.5.24	BUY	6,000	-38.07%	-25.67%
24.5.21	담당자 변경		-	-
23.10.19	BUY	6,800	-38.27%	-28.09%
23.7.10	BUY	7,600	-38.99%	-32.11%
22.7.21	BUY	9,000	-39.60%	-24.89%

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

HMM



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.5.14	Neutral	20,000		
25.2.11	Neutral	18,000	8.69%	-1.72%
24.10.15	Neutral	17,000	6.34%	-7.35%
24.7.11	Neutral	16,000	8.74%	1.69%
24.5.24	Neutral	18,000	3.50%	10.94%
24.1.12	Not Rated	-	-	-

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 27일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(안도현)는 2025년 5월 27일 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 자 신의 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 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재가 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	95.43%	4.57%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 05월 24일