



운송 Neutral

Get Ready With Me



2025.11.05

Analyst 안도현 dohyunahn@hanafn.com

하나증권

2025년 11월 5일 | Equity Research

운송 Neutral

Get Ready With Me

Summary

- ✓ 항공: 장거리/프리미엄/중국을 모두 FSC가 보유
- ✓ 해운: 올 것은 온다, 벌크선 공급 압력 소멸 예정, 컨테이너선사의 유동성에 주목
- ✓ 과도기의 모멘텀은 제한적, 투자의견 중립으로 하향

Top Picks 및 관심종목

기업명	투자의견	목표주가(12M)	현재주가(11월4일)
대한항공 (003490)	BUY	28,000원	22,000원
진에어 (272450)	BUY	8,500원	6,980원
팬오션 (028670)	BUY	4,800원	3,725원
HMM (011200)	Neutral	21,000원	20,200원

목차

1. 항공: 장거리/프리미엄/중국을 모두 FSC가 보유	3
1) 한중 무비자 여행 시대 도래	3
2) 장거리/프리미엄으로의 편향	7
3) 동남아 여행 수요에 대한 우려	9
4) 비용은 계속 늘어나요: 교환율도 부담. 그나마 유류비 부담은 경감	11
5) 부가 매출이 주가 모멘텀으로 작용할 것: 방산+MRO, 또는 서비스 요금	13
2. 해운: 올 것은 온다	17
1) 트럼프와 온실가스 감축 계획 연기	17
2) 벌크선: 발주 감소에 기반한 공급 순감 기대감 지속	17
3) 벌크선: 선복량 증가 대비 실제 공급 증가율이 낮은 이유	19
4) 벌크선: 2027년 이후 공급 증가율은 0%에 근접할 것	21
5) 컨테이너선: 단기 변동성 있으나, 공급 과잉을 이길 수는 없는 것	22
6) 컨테이너선: 입항수수료 유예 코멘트	23
7) 컨테이너선: 넘쳐나는 유동성	24
3. 과도기의 모멘텀은 제한적, 투자의견 중립으로 하향	27
1) 대한항공: 아직은 비용 증가 구간, 장기적 기대감은 유효	27
2) 진에어: 올해보다 나쁠 수는 없다	27
3) 팬오션: 안정적인 실적, 주가 쌀 때 사세요	28
4) HMM: 업황 다운사이클 but 현금부자	28
기업분석	
대한항공 (003490)	30
진에어 (272450)	35
팬오션 (028670)	39
HMM (011200)	44

Neutral(하향)

Top Picks 및 관심종목

*CP 2025년 11월 4일

대한항공(003490)

BUY | TP 28,000원 | CP 22,000원

진에어(272450)

BUY | TP 8,500원 | CP 6,980원

팬오션(028670)

BUY | TP 4,800원 | CP 3,725원

HMM(011200)

Neutral | TP 21,000원 | CP 20,200원

2025년 11월 5일 | 산업분석_Industry In-depth

운송

Get Ready With Me

항공: 장거리/프리미엄/중국이라는 성장축을 모두 FSC가 보유

여행의 횟수보다는 경험이 중요한 시대가 왔다. 글로벌 항공수요는 프리미엄 위주의 성장세가 나타나고 있고, 국내도 마찬가지이다. 항공 수요 중 가장 성장성이 높은 장거리 프리미엄을 FSC가 보유하고 있고, 2026년 가장 여객 증가율이 큰 중국 노선 역시 FSC 비중이 대부분이다. 대한항공의 탑라인 성장이 비용 증가율을 넘어서는 시점이 2027년이라고 판단한다. LCC도 통합 효과로 경쟁강도가 2027년부터는 일부 누그러질 것으로 예상한다. 항공사의 외형 성장을 항공우주 사업부와 부가 서비스 매출이 견인할 것으로 기대한다. 대한항공에 대해서 미주/유럽/중국 수요가 견고한지, 경쟁강도가 완화된 채로 유지되고 있는지 지속적인 확인이 필요하다. 진에어는 2025년 실적을 저점으로 2026년에는 소폭 증익 가능할 것으로 예상한다.

해운: 올 것은 온다

트럼프 등장으로 2025년은 해운 산업의 변동성이 극대화된 한 해였다. IMO의 탄소배출 중기조치가 유예되었으나, 벌크선에 대해서는 공급감소 기대감이 아직 유효하다. 발주가 감소하고 있고, 선박 노후화에 따른 공급 제약 효과도 기대된다. 컨테이너선의 경우 향후 몇 년간 연간 공급 증가율이 5%에 달한다. 입항수수료 유예는 결국 공급 증가를 야기할 가능성이 높다. 다만 컨테이너선사의 경우 역대 최대의 유동성을 향유하는 시기인 만큼, 포트폴리오 다각화 가능성이 높아졌다는 점은 주목한다. 팬오션은 현재 P/B 0.3배로 매수가 편안한 주가 레벨이고, HMM은 12조원에 달하는 현금의 사용 방향을 명확히 할 필요가 있다.

운송 섹터 투자의견 Neutral 제시, 과도기적 국면으로 모멘텀 부재

2026년은 운송 섹터에 있어서 과도기이다. 국내 FSC의 통합이 전개되고 있고, LCC에게도 새로운 먹거리를 찾는 시간이 될 예정이다. 벌크선은 2027년 공급 압력 소멸을 앞두고 2026년까지는 선박 인도량 증가율이 3%로 유지되고 있고, 컨테이너선은 이벤트가 많았으나 시황 하락세에 접어들었다. 과도기적 구간에서 주가 모멘텀은 제한적이기 마련이다. 철저한 실적에 기반하여 주가가 움직일 것으로 예상한다. 운송 섹터에 대해 투자의견을 Neutral로 하향하고, 2027년을 바라보는 시점에서 투자의견 재조정이 있을 예정이다.



Analyst 안도현 dohyunahn@hanafn.com

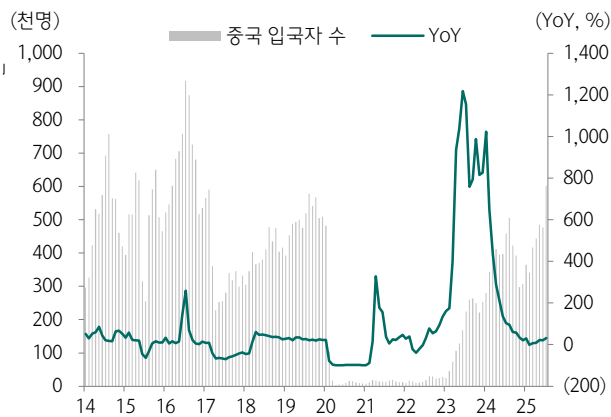
1. 항공: 장거리/프리미엄/중국을 모두 FSC가 보유

1) 한중 무비자 여행 시대 도래

한-중 간 무비자 여행 시대가 도래했다. 2025년 중국 노선의 성장세가 가파르는데, 2019년 이후 급감했었던 여행객들이 돌아오고 있다. 우선 중국 인바운드는 사드 이전 수준까지의 업사이드는 충분하다는 판단이다.

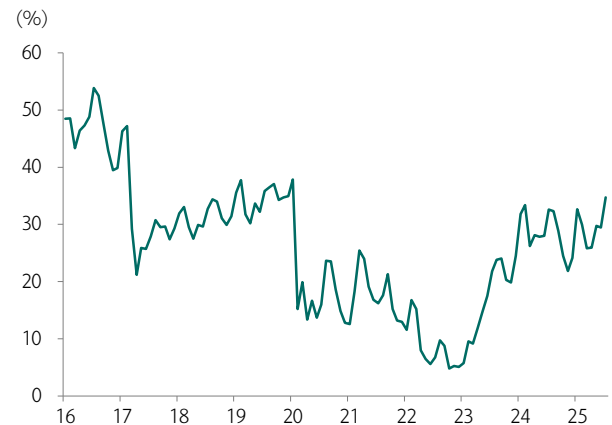
중국의 가처분 소득은 2024년 40,000위안(약 780만원) 이상으로 2019년 대비 34% 증가했는데, 반면 인당 국내 여행 지출은 동기간 8% 밖에 늘어나지 않았다. 중국은 글로벌 국가 중 국제선 회복률이 가장 낮은 국가이고, 따라서 억눌려있던 해외여행 소비가 늘어나기에는 충분한 조건이 갖춰졌다고 판단한다.

도표 1. 방한 중국인 추이



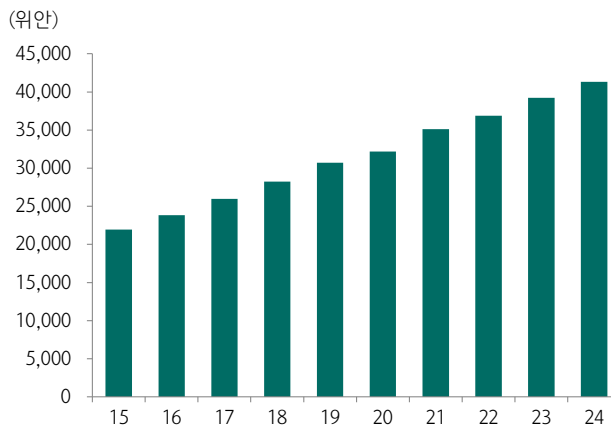
자료: 한국관광공사, 하나증권

도표 2. 한국 입국자 중 중국인 비중



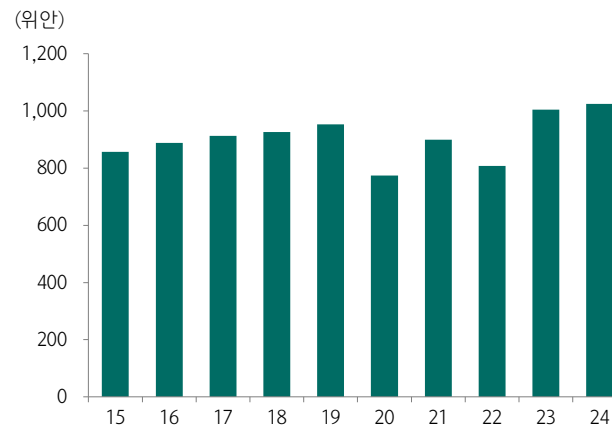
자료: Datalab, 하나증권

도표 3. 중국 인구당 가처분소득 추이



자료: CEIC, 하나증권

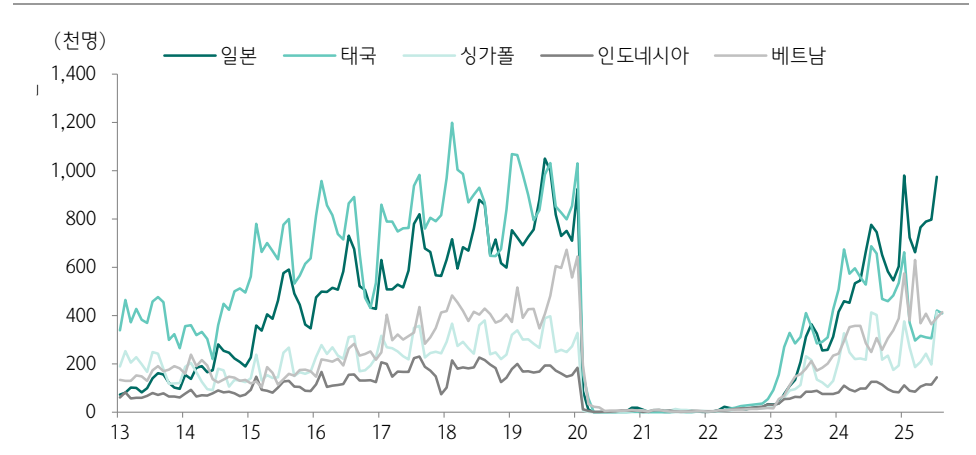
도표 4. 중국 인당 국내 여행 소비



자료: CEIC, 하나증권

중국인이 가장 자주 방문하는 동남아 지역에 대한 비선호가 이어지고 있다는 점도 한국 방문객 증가로 이어질 수 있다. 2025년 1월 태국에서의 중국 배우 인신매매사건을 계기로 동남아 지역 여행수요가 급감했는데, 태국은 2019년 중국의 최대 여행지였고, 연간 중국인 방문객 수가 670만명에 달했었다. 이러한 동남아 여행 수요 감소는 상대적으로 인접한 선진국(일본/싱가폴/한국)에게 보다 긍정적으로 작용할 전망이다.

도표 5. 주요 여행지별 중국인 인바운드 추이



자료: Wind, CEIC, 하나증권

이 모든 요인을 종합적으로 고려하면, 단체 관광객 무비자 효과가 있는 2026년 상반기에는 2016년 수준의 방한 중국인을 기대하는 것은 무리가 아니라는 판단이다. 2016년 대비 방한 중국인은 66% 수준에 불과하다. 중국인 인바운드의 연간 업사이드는 30% 이상으로 파악된다.

일반적으로는 인바운드보다는 아웃바운드가 자국 항공사에 더 큰 수요 요인으로 작용한다. 하지만 이번 중국인 인바운드 증가는 국내 항공사에게도 기회로 작용할 예정이다. 우선 공급 회복이 충분하지 못하다. 2025년 하계 한-중 노선 주간 운항 횟수 회복률은 2019년 대비 94%에 불과하다. 특히 국내 LCC들이 팬데믹 기간에 중국 노선에서 대거 이탈하면서 FSC의 중국 노선 점유율이 상승한 상황이다. 2019년 운수권 비중이 FSC와 LCC간 7:3이었다면, 현재는 8:2 수준으로 파악된다.

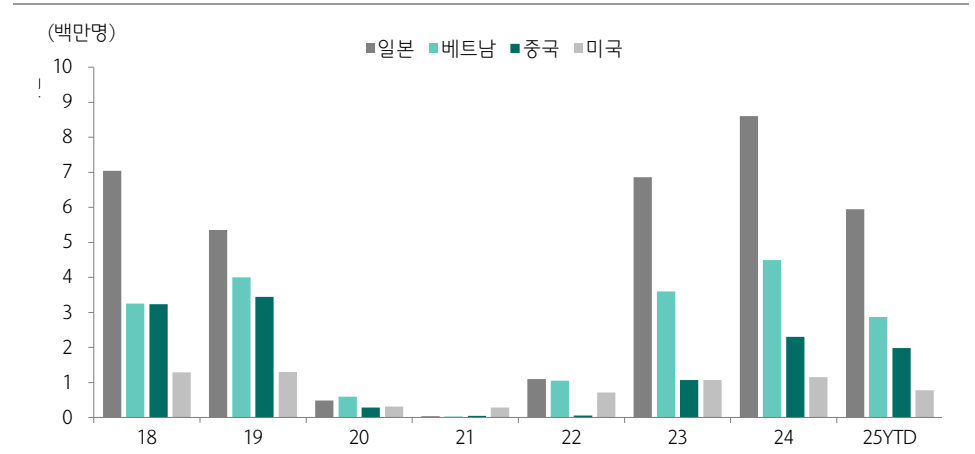
중국 노선 또 하나의 특징은 지방 공항이 많다는 점이다. 중국은 기본적으로 기항지가 많고 넓게 분포되어 있다. 베이징/상하이 등 허브공항 노선도 수요가 많으나, 이외 지역에도 인구가 많고, 항공수요도 충분하다.

뿐만 아니라 향후의 공급 증가 가능성도 낮다. 한-중 항공노선 확충을 위해서는 양국 정부의 운수권 협상이 우선적으로 진행되어야 한다. 운수권 배분 후 취항까지는 3~4개월이 소요된다.

반면 수요 성장은 보다 이른 시기에 빠르게 찾아올 것으로 예상되고, 공급은 이에 대비해서 더디게 증가할 것으로 예상되는 바, 한-중 노선을 보유하고 있는 모든 항공사가 중국 인바운드에 따른 수혜를 받을 수 있을 것으로 기대한다.

중국인 인바운드만 증가하는 것이 아니다, 내국인의 중국 여행 수요도 빠르게 돌아오고 있다. 2025년 YTD(8월 누적)로 내국인 중국(홍콩/대만 제외) 아웃바운드는 199만명으로 2024년 동기 대비 41% 증가했다. 2025년 연간 방중 내국인은 약 300만명 수준으로 예상되고, 2019년 대비 87%의 회복률을 기대한다.

도표 6. 주요 방문국가 별 내국인 출국자 수

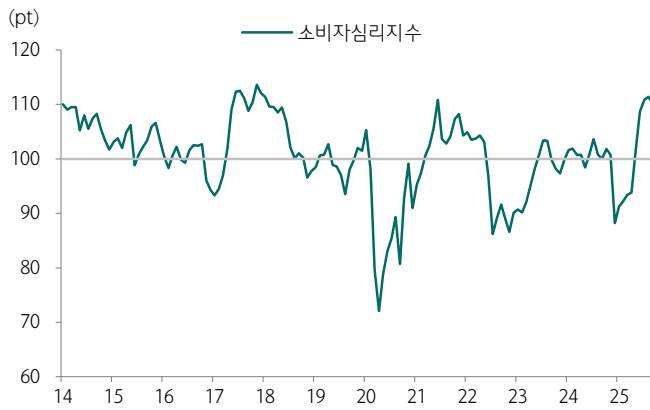


자료: 법무부, 하나증권

중국이 여행객 대상 30일 무비자 정책 기한을 기존 2025년 12월에서 2026년 12월까지 1년간 연장하기로 결정했다. 한국인의 중국 여행 수요는 대도시 중심으로 차츰 활성화되고 있는데, 무비자 기간이 연장된 만큼 2026년에도 지속적인 성장 흐름이 이어질 전망이다.

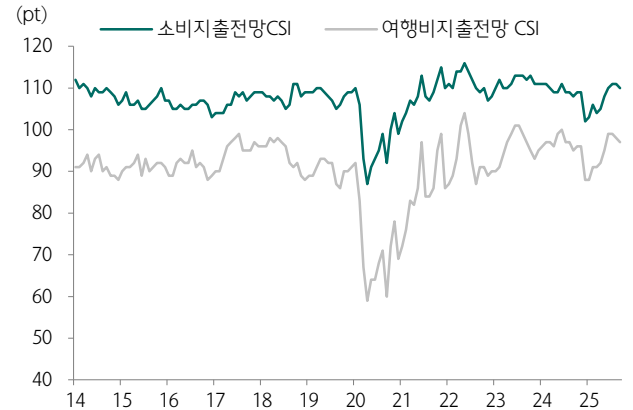
일본 향 아웃바운드는 2018년(2019년은 노재팬 영향으로 기저 낮음)대비 20% 이상 증가했기 때문에 증가율 자체는 둔화될 수 밖에 없고, 동남아 여행 수요는 치안 문제가 부각되며 당분간 급감할 것으로 예상되기 때문에 근거리 여행수요를 중국이 큰 부분 흡수 가능할 것으로 예상된다. 2019년 노재팬 운동 당시 일본향 아웃바운드는 24% (YoY) 감소했으나, 베트남/중국 향 아웃바운드가 23%/6% 증가하며 전체 아웃바운드는 견조하게 유지되었다.

도표 7. 소비자 심리지수



자료: 한국은행, 하나증권

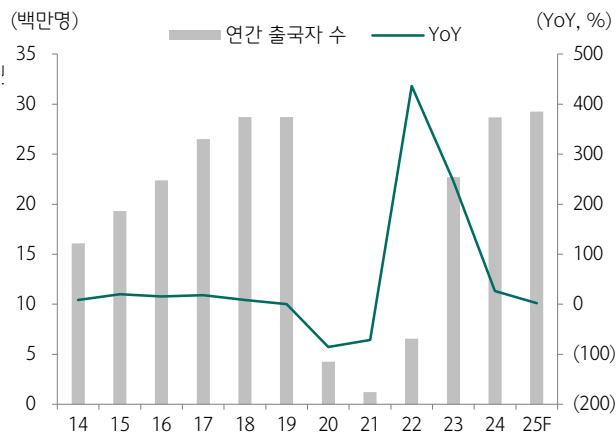
도표 8. 소비/여행비지출전망 CSI 추이



자료: 한국은행, 하나증권

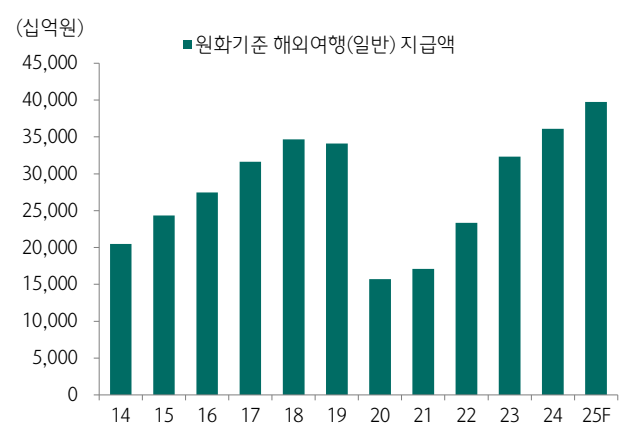
국내 소비자 심리지수는 5월 상승반전한 이후 2017년 이후 가장 높은 수준에서 유지되고 있고, 해외여행지급액은 환율 영향을 제외하면 YTD 12% (YoY) 증가했다. 전체 여행 소비자 자체는 유의미한 성장세를 이어가고 있다. 하지만 2025년 연간 출국자수 증가율은 3%로 둔화되는 모습이다. 2019년 연간 출국자 수는 2,871만명, 2024년은 2,868만명이었다. 현재 추세가 지속된다면 2025년은 출국자수는 2024년 대비 2% 증가한 수준으로 마감될 것으로 예상된다. 2019년 출국자수와 거의 차이가 없다. 팬데믹 이후의 “이연수요”는 Q 증가로는 나타나지 않았다. 하지만 이연수요가 없었던 것은 아니다. 다른 형식으로 나타났을 뿐이다.

도표 9. 연간 내국인 출국자수 추이 및 전망



자료: 한국관광공사, 하나증권

도표 10. 연간 내국인 해외여행 지급액(원화 기준) 추이 및 전망



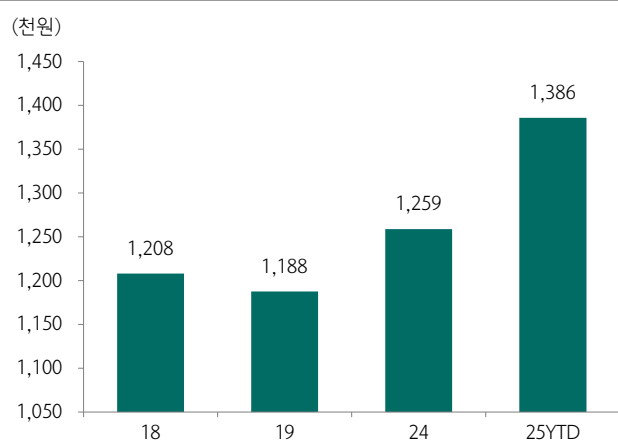
자료: 한국은행, 하나증권

2) 장거리/프리미엄으로의 편향

여행의 인당 지출액이 많아졌다. 해외여행 지출액에서 출국자수를 단순 나눔하여 내국인 1회 출국 당 평균 지출액을 계산하면 상승 추세가 뚜렷하다. 여행의 프리미엄화 추세가 뚜렷해지고 있다.

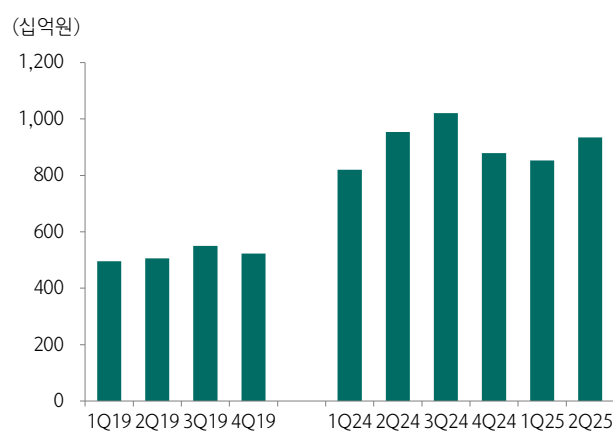
대한항공의 여객매출 구성에서도 이를 엿볼 수 있다. 대한항공의 2025년 상반기 미주노선/유럽노선 매출액은 78%/25% 증가하며 여객 매출 성장을 견인했는데, 아시아나항공과의 기업결합으로 인해 ASK의 증가는 제한적이었음을 감안하면 매출 증가는 큰 부분 P 상승에서 기인했다.

도표 11. 내국인 1회 출국당 평균 지출액 추이



자료: 법무부, 한국은행, 하나증권

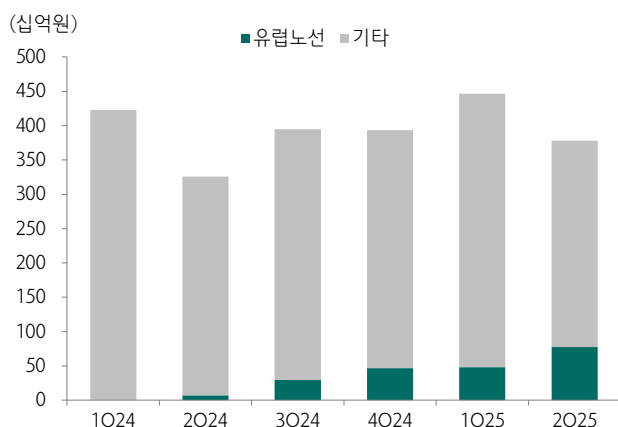
도표 12. 대한항공 미주노선 여객 매출액 추이



자료: 대한항공, 하나증권

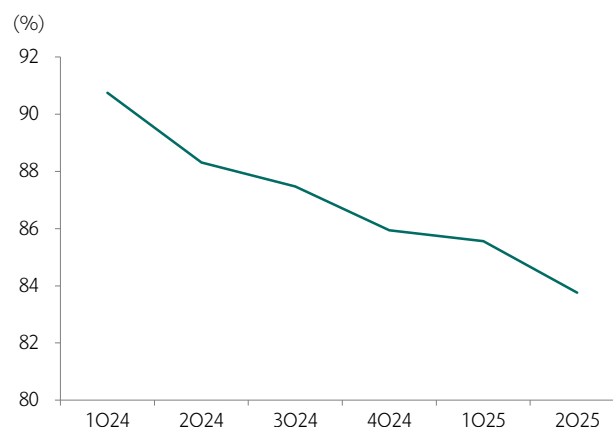
반면 유럽노선에 신규 취항한 LCC인 티웨이항공의 유럽 성적표는 그다지 좋지 못했다. 티웨이항공의 2025년 상반기 유럽노선 매출 비중은 15%까지 상승했다. ASK도 29% (YoY) 증가했다. 반면 여전히 가격 격차가 FSC 대비 크고, 탑승률의 하락폭도 크다. 수요가 약하다는 반증이다. 물론 신규 취항한 만큼 프로모션을 진행했겠지만, 노선 자체가 수요가 좋다면 가격을 올리지 않을 이유가 없다.

도표 13. 티웨이항공 유럽노선 매출액 추이



자료: 티웨이항공, 하나증권

도표 14. 티웨이항공 국제선 탑승률 추이

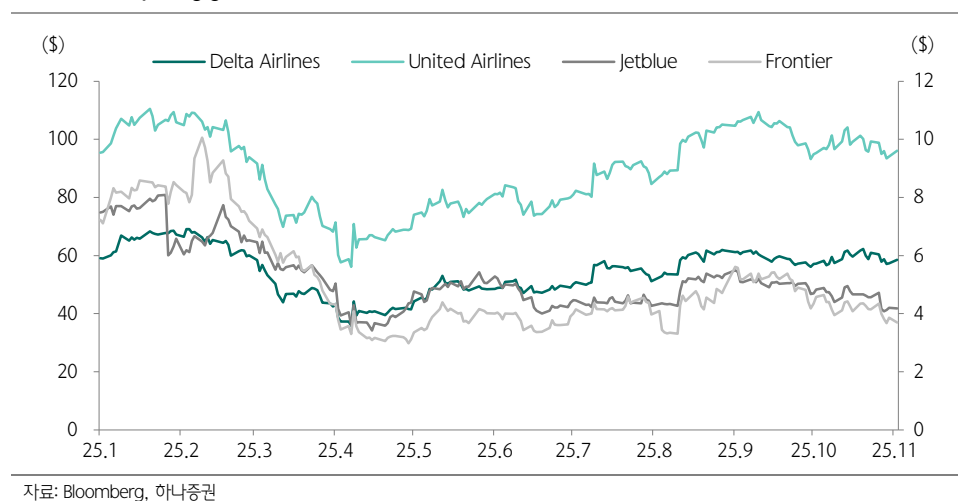


자료: 티웨이항공, 하나증권

글로벌 항공여객 트렌드도 프리미엄 위주로 성장하고 있다. 델타항공의 3분기 실적 발표에서 이코노미 매출은 4% (YoY) 감소한 반면, 프리미엄 매출은 9% (YoY) 증가한 것으로 집계되었다. 유나이티드 항공의 프리미엄 매출 성장률도 6% (YoY)로 이코노미(4%)를 상회하는 성장률을 기록했다.

대표적 중저가 항공인 사우스웨스트항공이 레그룸을 추가한 프리미엄 좌석을 신설하고 있다는 점도 시사하는 바가 크다. 저가항공인 스피릿항공이 두번째 파산보호 신청을 한 가운데, 미국 내에서도 FSC와 LCC 간의 실적/주가 격차가 확대되고 있다.

도표 15. 미국 내 항공사 주가 추이



2024년 이후 글로벌 항공여객량은 팬데믹 이전 수준으로 회복했고, 2025년 8월 누적 글로벌 국제선 RPK 성장률은 7%로 낮아진 상황이다. 중국을 제외하면 더 낮다. Q의 증가보다는 어떤 노선이 운임의 상승을 이끌 수 있을지가 중요한 시점이다.

3) 동남아 여행 수요에 대한 우려

결론적으로 대한항공/아시아나항공이 중국, 장거리, 프리미엄이라는 성장 모멘텀을 모두 가지고 있고, 향후로도 중국/미주/유럽 노선 지배력이 강화되면서 견조한 국제선 운임을 기록할 전망이다. 하지만 단기적으로 실적 성장은 크지 않을 것으로 전망한다. 동남아 수요 급감과 아시아나항공의 적자 전환 가능성이 주요하다. 항공화물 운임이 완만한 하락세를 지속하고 있는 점도 또 하나의 우려이다.

대한항공/아시아나항공의 동남아 노선의 여객 매출 비중은 20% 이상으로 높다. 참고로 대한항공의 동남아 노선에는 대만/홍콩이 포함되지 않고, 아시아나항공의 동남아 노선에는 대만/홍콩이 포함된다.

중국에서도 동남아의 치안 이슈가 부각된 이후(2025년 1월) 태국/베트남 방문객 수가 절반 수준으로 급감했다. 반면 일본/싱가폴 방문객 수는 빠르게 증가하고 있는 모습을 관찰할 수 있다. 다만 국내의 동남아 관광수요는 주로 휴양지 위주로 구성되어 있고, 2025년 동남아 아웃바운드 수요는 역성장했기 때문에 일단 기저가 낮다. 다만 우선 수요 측면에서 부정적인 이벤트가 발생했다는 점은 우려할 만 하다.

도표 16. 국가별 중국인 방문객 수 추이

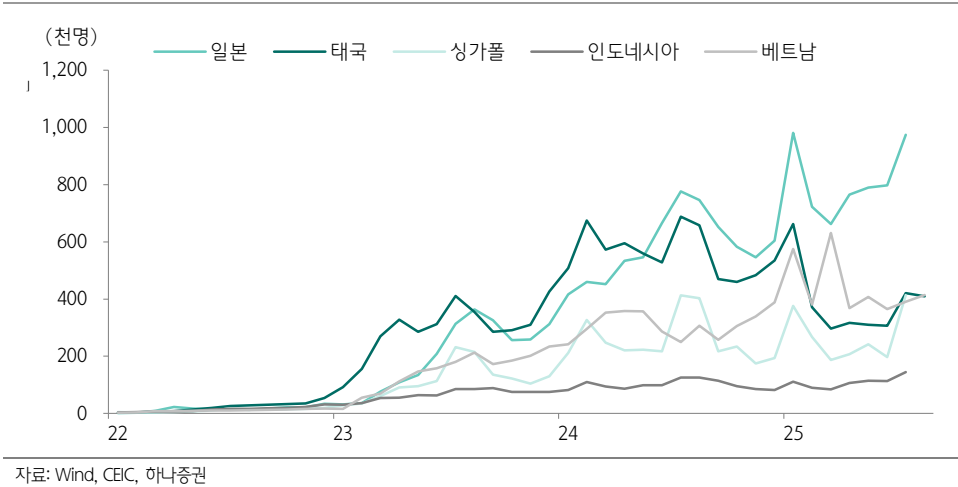


도표 17. 2024년 주요 항공사 동남아 노선 매출 비중

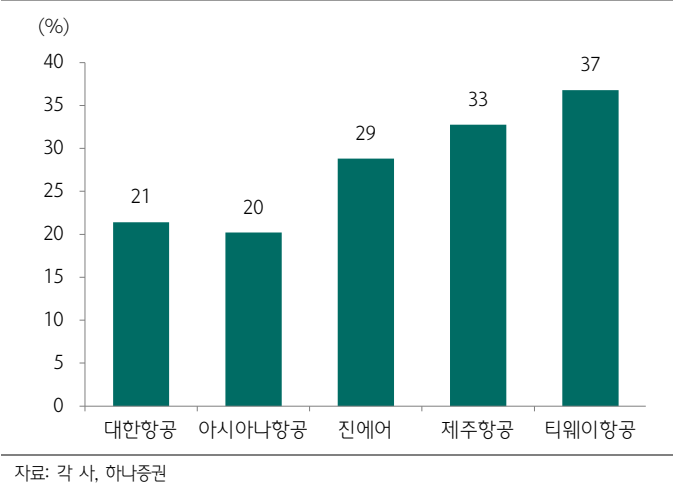
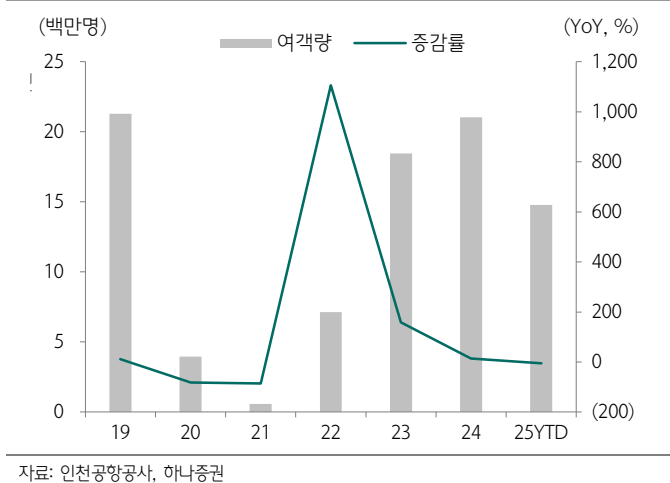


도표 18. 인천공항 동남아 여객량 추이



대한항공/아시아나항공의 동남아 노선 매출 비중은 약 20%이고, LCC의 경우 대부분 30% 이상으로 주요 노선 중 하나다. LCC의 경우 일본/동남아 노선 비중이 합산 70% 이상인데, 동남아 노선의 수요 둔화는 타격이 크다. 동남아 수요는 치안 이슈가 부각되기 전에도 날씨/전쟁 등 이유로 감소했다. 인천공항의 동남아 노선 여객량은 9월 YTD로 5% (YoY) 감소했고, 2019년 대비로도 5% 감소했다.

동남아 여행 수요 성장 전환은 2026년 하반기에나 가시화 될 것으로 예상한다. 대한항공의 경우 분기당 1,000억원 이상의 매출 감소가 예상된다. 하지만 이는 중국 노선 매출 증가와 일정부분 상쇄되면서 전체 매출액 영향은 크지 않을 것으로 예상한다. 아시아나항공도 대한항공과 유사하다.

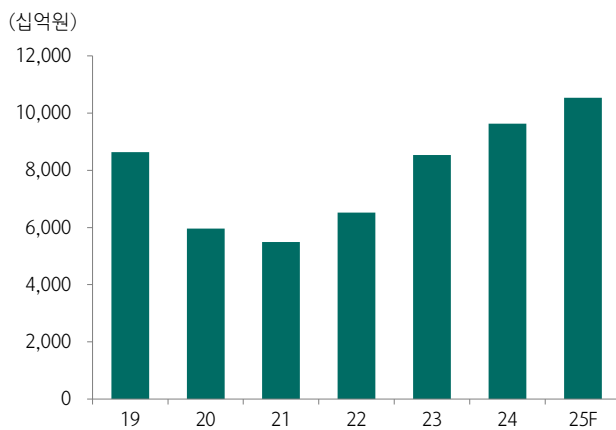
FSC는 중국 노선 회복으로 인한 탑라인 증가 효과가 동남아 부진과 상쇄되면서 탑라인 성장은 2026년 업사이드가 제한적이라는 판단이다. LCC의 경우 2026년 영업이익이 대폭 축소될 가능성이 높다. 과거 2019년 노재팬 시기 일본 노선이 위축되면서 당해 모든 항공사가 적자를 기록한 바 있다.

4) 비용은 계속 늘어나요: 고환율도 부담. 그나마 유류비 부담은 경감

항공사의 비용은 대부분 고정비이고 비가역적이다. 팬데믹을 거치면서 비용 구조를 최소화 했던 항공사들의 2023년 이후 비용 증가율이 컸는데, FSC와 LCC 모두 인건비가 증가했고 대한항공의 경우 신기재 도입으로 인한 감가상각비가 유의미하게 증가했다. 정비비/공항관련비도 사업량 증가에 따라 함께 증가했다.

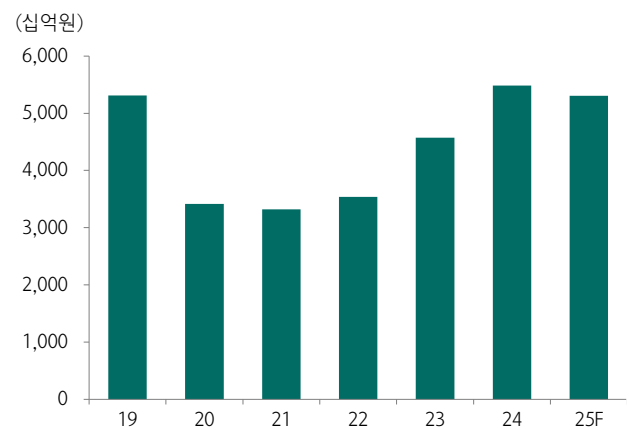
대한항공의 경우 2025년 영업비용이 2019년 대비 25% 증가했다. 6년의 시차를 감안하면 연간 평균 4% 수준으로 비용이 증가한 것이기 때문에 과도한 비용 증가가 아니다. 다만 이러한 비용 증가가 2023년~2025년에 집중되어 나타났기 때문에 비용 증가가 두드러져 보인다. 그만큼 매출액이 증가했던 2023년~2024년에는 비용 증가보다는 매출액 증가폭이 더 컸었기 때문에 상대적으로 두드러지지 않았으나, 2025년 이후에는 늘어난 비용 기저를 가지고 어떻게 탄력인 성장을 도모하는지가 항공사의 핵심 과제로 부상할 예정이다.

도표 19. 대한항공 영업비용 증가 추이(유류비 제외)



자료: 대한항공, 하나증권

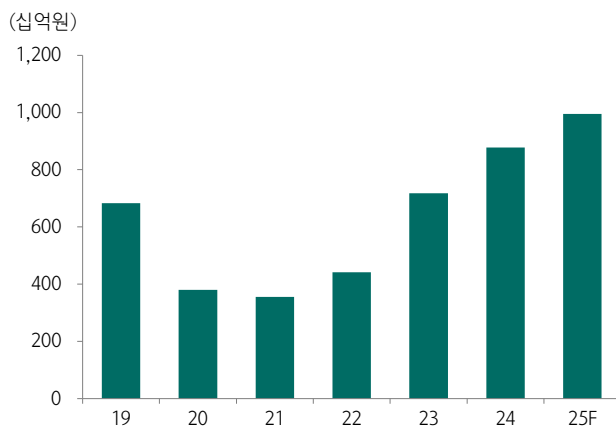
도표 20. 아시아나항공 영업비용 증가 추이



주) 2025년 8월 1일부터 화물기 사업부 매각

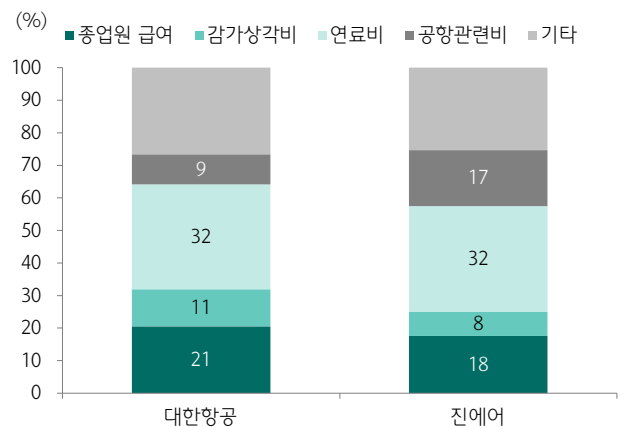
자료: 아시아나항공, 하나증권

도표 21. 진에어 영업비용 증가 추이(유류비 제외)



자료: 진에어, 하나증권

도표 22. 대한항공/진에어 영업비용 비교(2024년)



자료: 대한항공, 진에어, 하나증권

또한 항공사의 영업비용 중 유류비/정비비/공항관련비(비용 중 약 33%/10%/8% 비중) 등 환율에 노출되어 있는 비용이 많다. 고환율이 이어지면서 비용 부담은 추가될 예정이다. FSC의 경우 40% 정도가 외화매출로 발생하며 자연 헷징이 가능하나 LCC의 경우 외화매출 비중이 20% 미만 수준으로 적어 부담이 더 크다.

그래도 유류비 부담은 크지 않다. 항공유 가격이 점차 낮아지며 환율 영향에도 불구하고 유류비 부담이 경감되고 있다. 2025년 연간 유류비 지출은 사업량 증가에도 불구하고 2024년 대비 5% (YoY) 이상 절감될 것으로 예상되기 때문에 전체 비용 증가폭을 완화할 것으로 예상된다.

항공사 전반으로 공항관련비(환율 상승과 사업량 증가)와 인건비(인건비 단가 상승) 증가는 불가피하다는 판단이다. 대한항공의 경우 신기재 도입으로 인한 감가상각비(비용 중 11% 비중)가 20% (YoY) 증가할 예정이고, LCC의 경우 정비비 증가가 두드러질 예정이다.

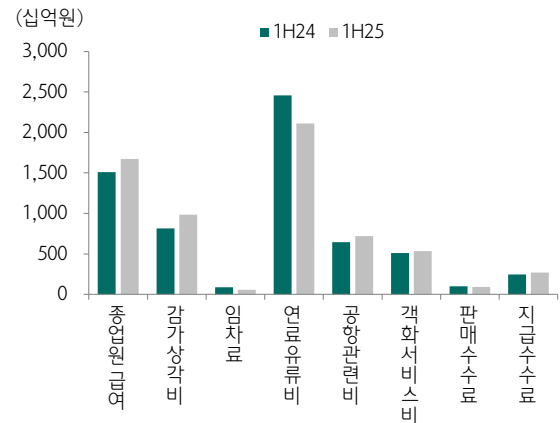
2026년에도 비용 증가 기조는 유사하게 이어질 것으로 예상된다. 대한항공의 경우 감가상각비가 16% (YoY) 증가하며 비용 증가를 견인할 전망이다. 연료비는 2% 증가할 예정이며, 공항관련비/객화서비스비용도 사업량 증가에 따라 7%/8% 증가할 전망이다. 전체 영업비용은 6% (YoY) 증가하며 탑라인 성장보다 비용 증가폭이 더 클 것으로 전망한다.

도표 23. 항공유 가격 추이



자료: EIA, 하나증권

도표 24. 대한항공 비용 증가 요인



자료: 대한항공, 하나증권

5) 부가 매출이 주가 모멘텀으로 작용할 것: 방산+MRO, 또는 서비스 요금

결국 항공사의 주가를 견인할 차별점은 부가 매출 창출 여부가 될 것이다. 동남아 노선이 회복된다해도 이는 과거로의 실적 회복이지 주가 모멘텀으로 작용하기는 어렵다. 대한항공의 경우 주가 트리거는 항공우주 사업부의 탐라인 성장이다.

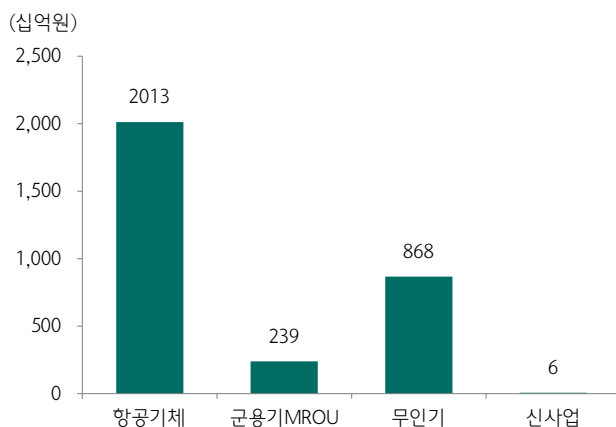
최근 대한항공의 방산 수주가 돋보이고 있다. 2024년 항공우주 사업부의 매출액은 연간 6,000억원 규모이고, 이 중 절반 가량이 보잉/에어버스향 기체 매출로 파악된다. 최근 대한항공은 UH/HH-60 성능개량 사업, 전자전기 체계 개발 사업, 항공통제기 2차사업 등 방위산업 수주를 따내며 항공기 개조 영역에서 방산 사업자로서 지위를 굳건히 하고 있다.

방산 부문의 매출액과 영업이익을 추정하기는 어렵다. 우선 사업 자체가 기밀 영역이고, 대한항공은 대부분 타 방산업체와 컨소시엄을 구성하여 입찰하기 때문에 대한항공의 매출/수익성 기여도가 얼마나 될지 예측하기는 어렵다. 실제로 대한항공 항공우주 사업부에서는 아직까지는 보잉/에어버스 향 기체 납품에서 발생하는 매출액/영업이익이 대부분인 것으로 파악된다.

하지만 성장성은 충분하다. 항공기 관련 국방비가 연간 큰 폭으로 증액 될 전망이고, 미군의 RSF(현지 지원 체계, Regional Sustainment Framework) 정책에 따른 군용기 MRO 추가 수주 가능성도 열려있다.

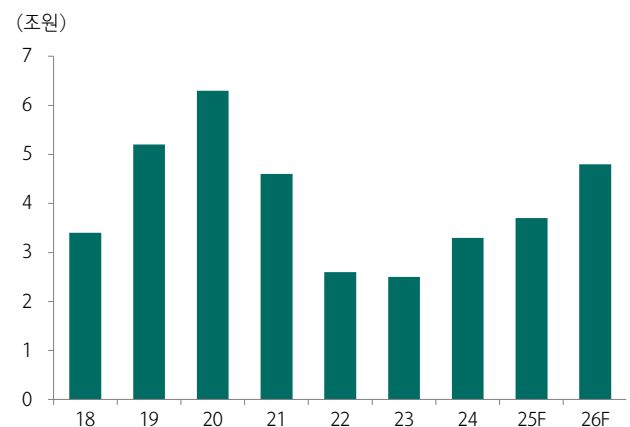
아직까지는 수익성보다는 성장성에 초점을 맞출 필요가 있다. 대한항공의 항공우주사업부의 영업이익은 BEP 수준인데, 향후 사업규모가 확장된다면 보다 개선된 마진률을 기대할 수 있다는 판단이다. 참고로 KAI의 2024년 기체구조물 매출액은 8,500억원 수준으로 대한항공 대비 2배 이상 규모로 짐작되고 있다.

도표 25. 대한항공 항공우주 사업 내 수주 현황(2025년 6월 기준)



자료: 대한항공, 하나증권

도표 26. 한국 방위력개선비 중 항공기사업 예산 추이

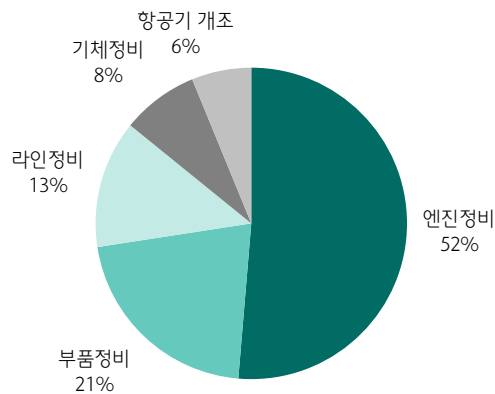


자료: 열린재정 정보공개시스템, 하나증권

대한항공은 2027년 영종도에 항공기 엔진 MRO 기지를 완공할 예정인데, 대한항공은 클러스터가 2027년 완공되면 엔진 MRO Capa는 연간 360대(현재 130대)로 늘어날 예정이며, 대한항공과 아시아나항공 정비 물량을 감안하면 타 항공사로부터 연 100대 규모의 엔진 MRO를 수주받을 수 있는 규모라고 밝혔다. 이는 아시아 최대 규모의 항공기 엔진 MRO 기지이고, 인천공항은 글로벌 허브 공항인 만큼 아시아권 MRO 수요를 흡수 가능할 것으로 예상한다.

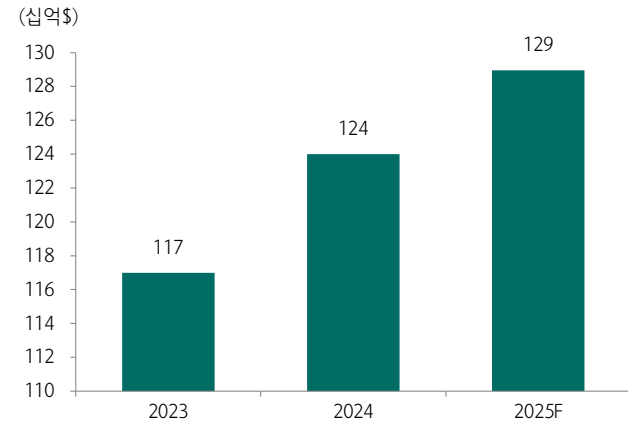
항공기 MRO 시장 규모는 2025년 \$1,290억원으로 추정된다. MRO 내 가장 주요한 서비스는 엔진정비인데, 항공기 MRO 중 51%의 매출이 엔진정비에서 발생하고 있고, 가장 기술 집약적인 정비이기도 하다. 이외 부품정비/라인정비/기체정비/항공기개조가 각각 21%/13%/8%/6% 순으로 파악된다. 향후 여객기 기재 증가에 따라 MRO 시장은 꾸준히 성장할 것으로 기대되고 있고, 새로운 엔진 기술이 도입됨에 따라 기존 엔진 유지보수/수리 수요도 당분간은 증가할 것으로 기대된다.

도표 27. 항공기 MRO 내 비중(2023년)



자료: Alton, 하나증권

도표 28. 글로벌 항공기 MRO 시장 규모



자료: ICF, 하나증권

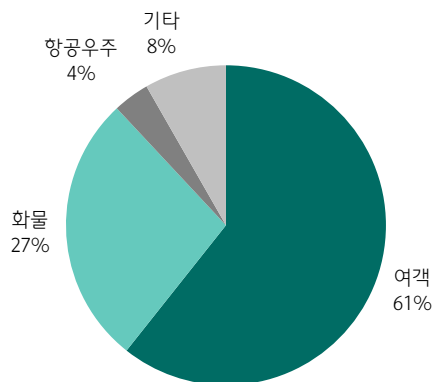
글로벌 항공 MRO 기업으로는 유럽의 Lufthansa Technik, 미국의 AAR과 GE Aerospace가 있다. GE Aerospace는 항공기 엔진 제조사이기 때문에 엔진 MRO 역량이 가장 우위에 있고 수익성도 월등하다(2024년 상업용 엔진&서비스 부문의 매출액은 \$269억, 영업이익은 \$70.5억(영업이익률 26.2%)).

Lufthansa Technik은 Lufthansa의 자회사로 MRO 업무를 수행하고 있다. 2024년 매출액은 €74억, 영업이익(Adjusted EBIT 기준)은 €6.4억(영업이익률 8.5%)이었다. Lufthansa Technik의 년캡티브 매출 비중은 68%로 높다.

대한항공은 자체적으로 모든 MRO를 수행할 만큼의 기술력을 보유하고 있고, 특히 엔진정비라는 가장 어려운 단계의 MRO 기술력도 보유하고 있는 만큼 향후 MRO 사업부의 성장 가능성은 높다는 판단이다. 하지만 2027년 엔진 클러스터 완공 이후에도 총 Capa 중 70%는 자사 MRO 수행 예정이고, 30%만 외주 물량을 소화 가능할 예정이기 때문에 매출액 기여도는 연간 4,000억원, 수익성 기여도는 연간 400억원 수준으로 추정된다.

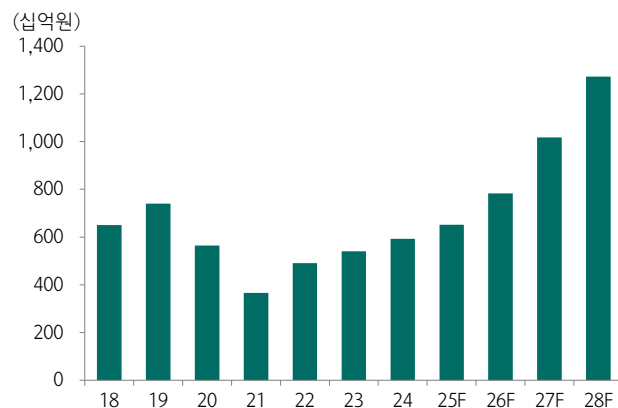
현재 항공우주 매출액이 대한항공 전체 매출액에서 차지하는 비중은 4%뿐이다. 2027년 항공우주 사업부의 매출액은 1조원 규모로 확대될 예정이고, 2028년에는 MRO 기지 가동 본격화와 방산 수주 매출도 증가하면서 연간 매출액 1.3조원 규모를 전망한다.

도표 29. 대한항공 매출 비중(2024년)



자료: 대한항공, 하나증권

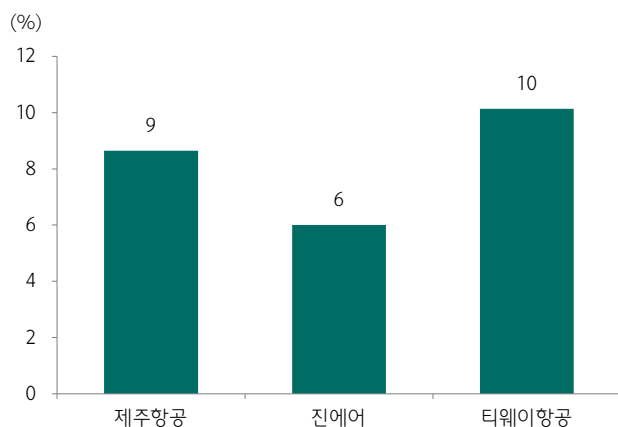
도표 30. 대한항공 항공우주 사업부 매출액 추이 및 전망



자료: 대한항공, 하나증권

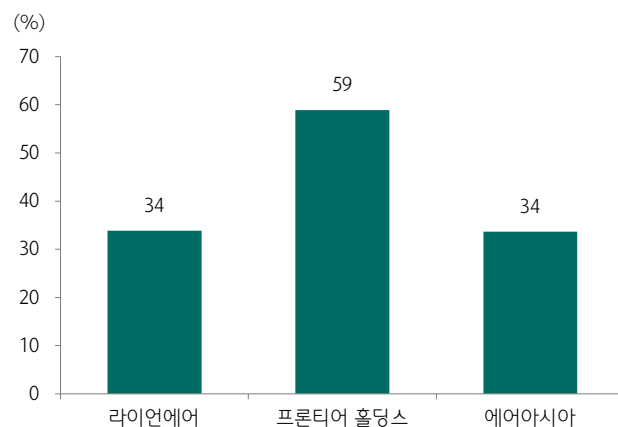
LCC의 경우 동남아 수요 위축에 따른 P와 Q의 하락이 불가피하다는 판단이다. 우선 공급을 조절하면서 P 하락을 최대한 방어할 필요가 있다. 국내 LCC는 부가 매출 규모가 크지 않은데, 기본 서비스를 축소하고 부가매출로 전환할 필요가 있다.

도표 31. LCC 부가매출 비중(2025년 상반기)



자료: 각 사, 하나증권

도표 32. 해외 LCC 부가매출 비중



자료: 각 사, 하나증권

해외 주요 LCC들의 부가매출 비중은 전체 매출액 대비 30% 이상인 것을 확인할 수 있다. 징수하는 부가비용의 항목은 서비스 비용/추가 수하물/좌석 선택 비용 등 국내와 유사하나, 서비스 비용 부과 규모가 훨씬 크다.

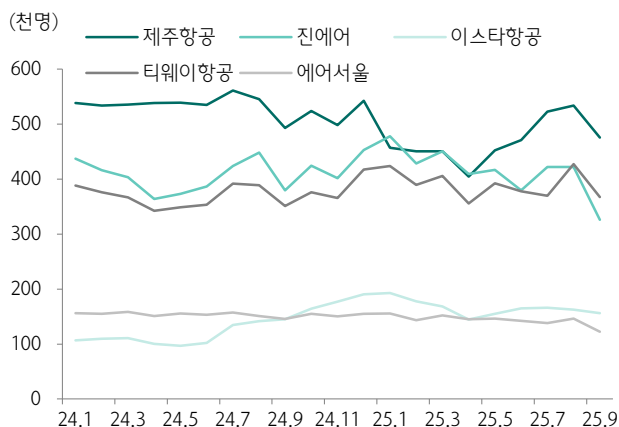
또한 이코노미의 상위 클래스인 프리미엄 이코노미 클래스를 신설하고 로열티 프로그램을 추가하는 것도 하나의 방법이다. 여행 수요는 프리미엄 위주로 성장할 예정이고, 서비스 차별화에 대한 수요가 분명하다.

주요 LCC들은 2024년 근거리 신규 노선을 개발하고 단독 운항을 추진함으로써 매출 차별화를 꾀했으나, 이는 리스크가 큰 운영 방식이다. 기본적으로 해당 노선은 여행 수요만을 기반으로 하는데(상용/유학 수요 없음), 여행 수요는 사이클이 있다.

우려되는 점은 국내 LCC는 9개사가 운영되고 있다는 점이다. 운임 정책을 변경하려면 경쟁사와 대조되는 부분이 부각될 수 밖에 없다. 하지만 LCC가 저수익 구간으로 진입하면서 치킨게임보다는 공급 축소와 서비스 매출 증대에 대한 공통 합의가 이루어질 가능성이 있다고 생각한다. 최근 이스타항공/제주항공/에어부산이 국내선 체크인 카운터에 수수료를 부과하는 등 부가 매출/인건비 절감에 대한 LCC 전반의 변화가 감지되고 있다.

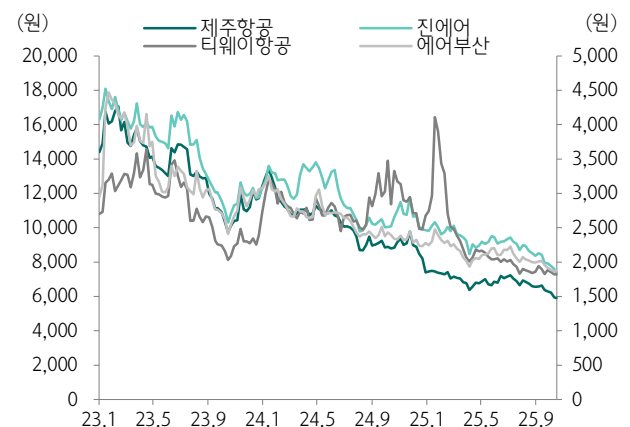
하지만 이러한 체질 변화는 단기간에 이루어지진 않을 것이다. LCC의 주가는 실적에 연동된다. 동남아 노선 수요 회복 이후 상대적으로 실적이 가장 빠르게 턴어라운드 할 수 있는 항공사는 중국 노선을 가장 많이 보유하고 있는 제주항공과 유럽 노선 안정화가 기대되는 티웨이항공이다.

도표 33. 인천공항 항공사별 여객량 추이-LCC



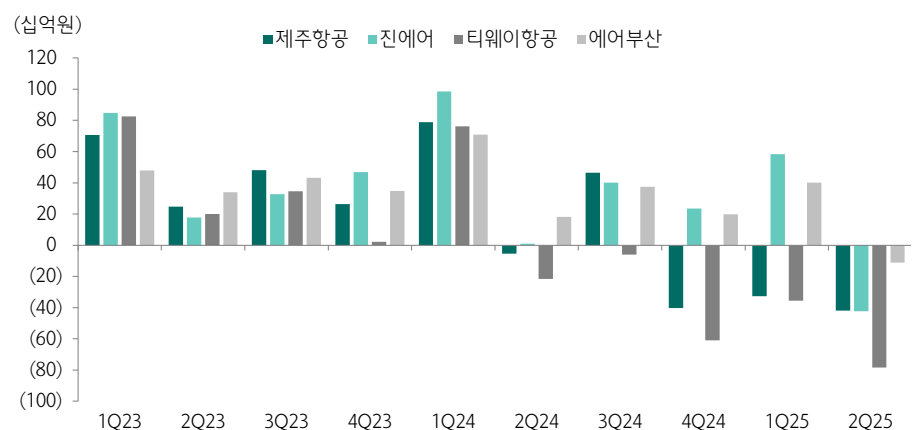
자료: 인천공항공사, 하나증권

도표 34. 국내 LCC 주가 추이



자료: Quantwise, 하나증권

도표 35. 국내 LCC 분기별 영업이익 추이



자료: 각 사, 하나증권

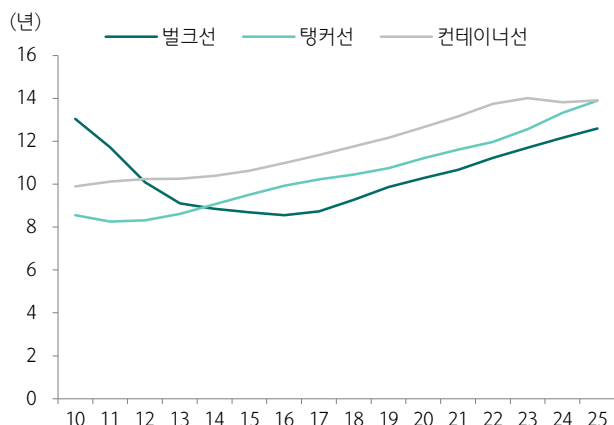
2. 해운: 올 것은 온다

1) 트럼프와 온실가스 감축 계획 연기

IMO(국제해사기구)의 넷제로 프레임워크 채택이 연기되었다. 10월 MEPC(해양환경보호위원회) 회의에서는 넷제로 프레임워크를 채택하고 온실가스 배출 관련 규정/패널티를 구체화할 예정이었으나, 미국/사우디의 반대로 12개월간 채택이 연기되었다. 특히 미국 정부는 넷제로 프레임워크 지지국에 대한 항만수수료 추가 부과 등 보복을 예고했기 때문에, 트럼프 집권이 계속되는 한 넷제로 프레임워크 채택 가시성이 낮다고 판단한다.

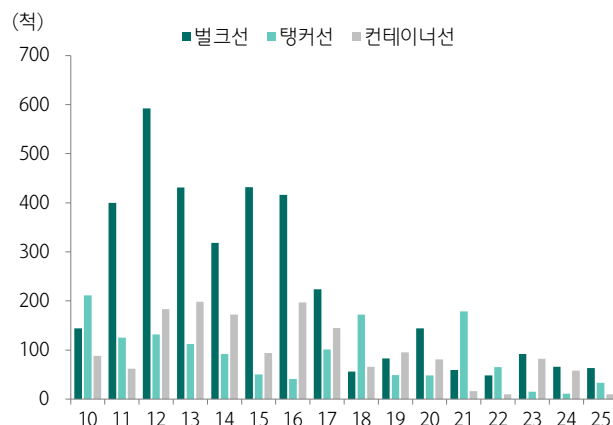
온실가스 배출 관련 패널티가 확정되면 노후선박의 시장 퇴출이 가속화 될 것으로 기대했으나, 단기적으로는 시장 퇴출 압박은 완화된 셈이다. 특히 벌크선/탱커선의 평균 선령은 2019년 대비 3년 가량 노후화 된 상황이다. 벌크선/탱커선의 경우 친환경 전환(듀얼퓨얼 설계/스크러버 장착 등)이 더디기 때문에 특히 해당 선종에서 노후 선박 퇴출로 인한 공급 감소 효과를 기대했으나 넷제로 프레임워크 채택이 미뤄지며 환경 규제에 의한 공급 감소 효과는 단기간 크지 않을 것으로 전망한다.

도표 36. 선종별 평균 선령 추이



자료: Clarkson, 하나증권

도표 37. 선종별 폐선량 추이



자료: Clarkson, 하나증권

2) 벌크선: 발주 감소에 기반한 공급 순감 기대감 지속

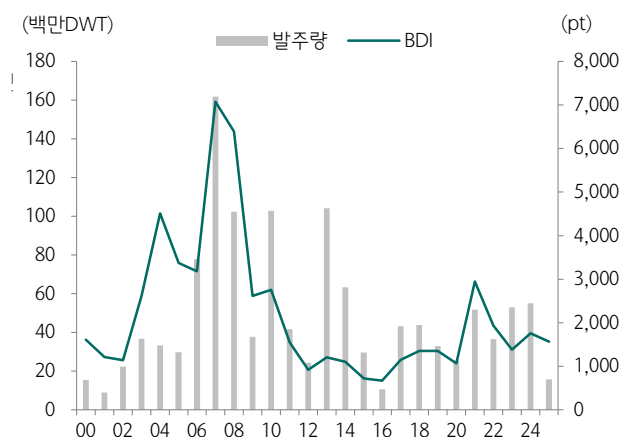
특히 가장 기대가 많았던 건 신규 발주도 저조하고, 친환경 전환 속도도 늦은 벌크선이다. 벌크선 중 대체연료 Capable 선복량은 5% 미만 비중으로 파악된다. 선박 스크러버(선박 배기가스 중 황산화물 중화/제거 장치)를 장착한 비중도 30%에 불과하다. 따라서 온실가스 배출 패널티가 부과된다면 벌크선의 폐선을 촉진함으로써 공급 축소를 가속화 시킬 것으로 예상한 바 있다.

IMO를 통한 글로벌 프레임워크 지정이 연기되고 있고, 당분간은 지역별로 온실가스 배출에 대해 규제할 수 밖에 없을 것으로 예상된다. EU-ETS는 탄소배출권 거래제를 핵심으로 하는데, 유럽항로에 대해서만 적용되기 때문에 벌크선 시장 영향은 크지 않다.

그래도 벌크선 시황에 대한 우려는 크지 않다. 발주량이 적은 수준에서 유지되고 있기 때문이다. 2025년 10월 YTD 벌크선 신규 수주는 1,575만 DWT(170척) 규모로, 2024년의 1/3 수준이며 코로나19 이후 최저 발주량을 기록하고 있다.

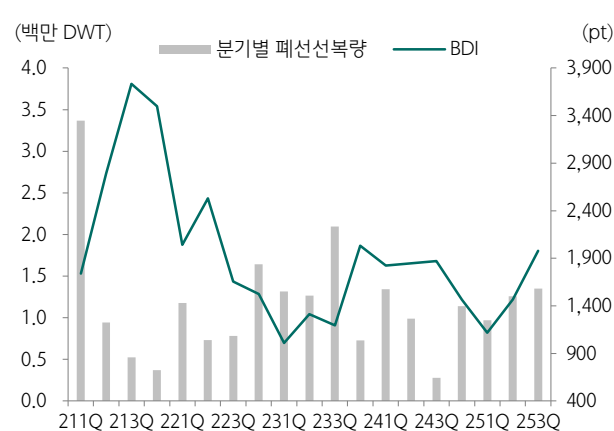
벌크선 발주가 다시 늘어날 개연성은 크지 않다. 중국 조선소의 오더북 중 벌크선 비중은 지속적으로 하강하고 있다. 코로나19 이전에는 조선소 내 오더북의 60%가 벌크였으나, 현재는 40% 이하로 축소되었다. 대신 컨테이너선/탱커선의 수주가 늘었다. 지금 벌크선 발주를 받아주는 곳은 중국 조선소뿐인데, 이마저도 인도 시기가 2028년 이후로 파악된다.

도표 38. 벌크선 신규 발주량과 BDI 추이



자료: Clarkson, 하나증권

도표 39. 벌크선 폐선량과 BDI 추이 비교



자료: Clarkson, 하나증권

반면 폐선량은 늘어나고 있다. 2025년 YTD로 폐선된 선복량은 360만 DWT로 2025년 시황이 양호했음을 감안하면 높은 수준을 이어가고 있다. 2025년 폐선된 벌크선의 평균 선령은 30년에 다다른다. 폐선 압박이 크다는 반증이다.

30년 전의 인도량을 감안했을 때, 1996년~1999년 연간 평균 벌크선 인도량은 약 1,500만 DWT에 달한다. 올해의 신규 발주량과 크게 차이하지 않는다. MEPC를 통해 탄소세가 부과된다면 노후 선박의 경제성이 줄어들며 폐선 시기를 앞당길 것이라는 기대감이 있었다. 보수적으로 MEPC의 넷제로 프레임워크가 트럼프 임기 이후에 본격화되거나, 선사들의 반대로 2050년 넷제로 목표가 지연된다고 가정해도 선박의 평균 운용기간을 30년 이상으로 가져가기는 쉽지 않다. 환경 규제가 전무했을 때도 벌크선 선박의 평균 운용기간은 30년 미만이었다. 그래도 폐선 시기는 온다.

도표 40. 당해의 선박 해체량 vs. 30년전의 선박 인도량

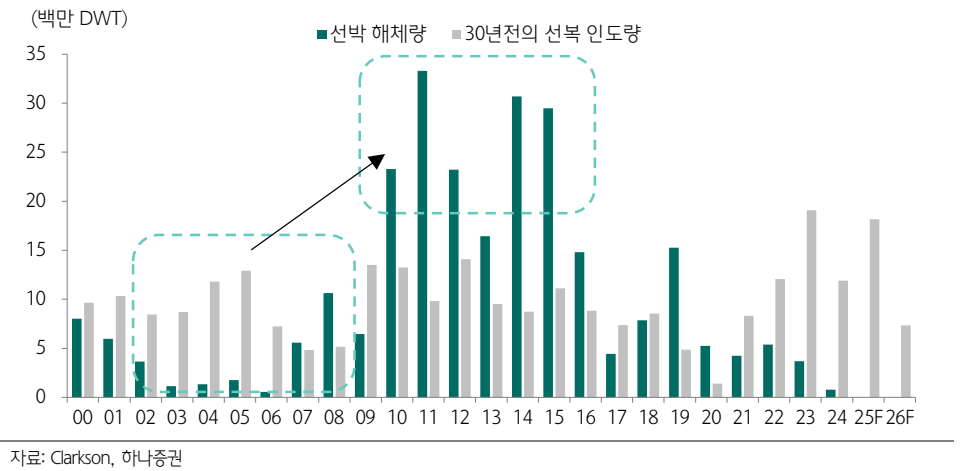


도표 41. 벌크선 평균 폐선 연령

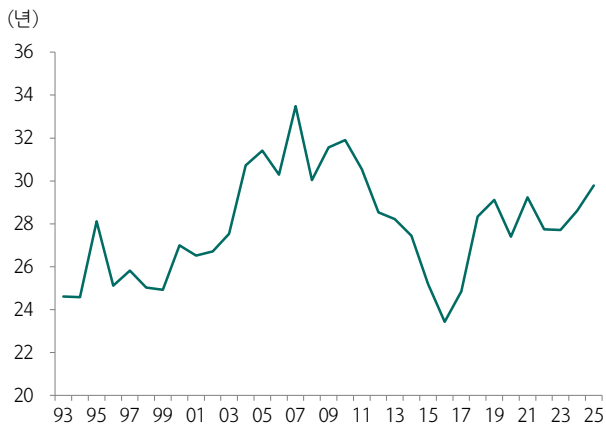
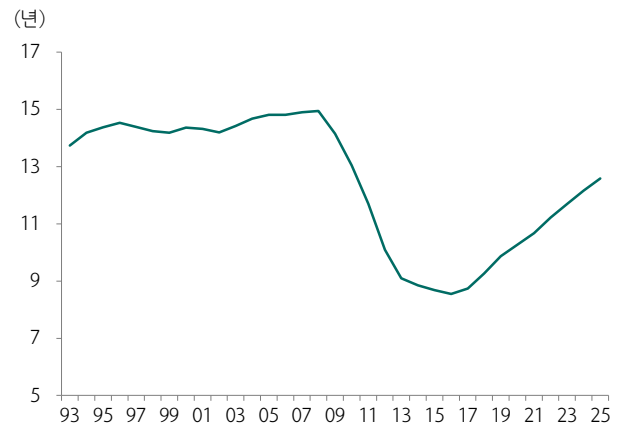


도표 42. 벌크선 평균 선령 추이

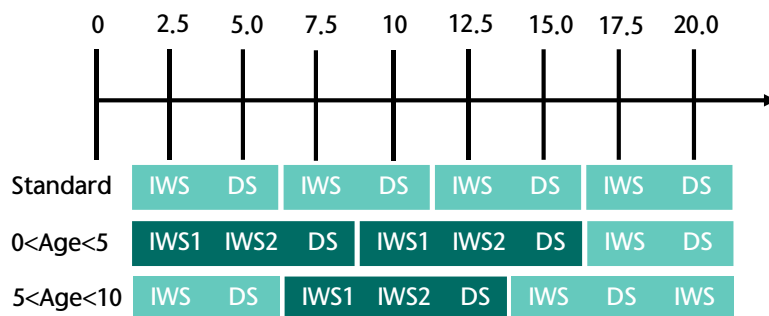


3) 벌크선: 선박량 증가 대비 실제 공급 증가율이 낮은 이유

가장 많은 배가 지어진 시기는 언제일까? 2003년 이후 중국 건설 경기 호황으로 인한 철광석 수요가 급등하며 벌크선 운임지표는 3,000pt 이상으로 상승했다. 선사들은 호황기에 벌어들인 현금으로 2006년~2008년간 연 평균 1.1억 DWT 이상의 발주를 쏟아낸다. 이때 발주된 배들이 2009년~2012년에 인도되며 시장 공급을 늘렸고 운임 하락을 주도했다. 이후 대규모 발주가 나오지 않았기 때문에 벌크선 평균 선령은 2012년 이후 늘어나고만 있다.

이 당시에 지어진 배들의 선령이 이제 15년 여로 접어들고 있다. 15년은 선박 노후화의 기준이다. 15년 미만 선박에 대해서는 5년 이내의 2회 입거검사 중 정기검사 사이의 중간 입거검사를 수중검사로 대신할 수 있으나, 15년 이상 선박은 대체가 어렵다. 또한 입거검사의 연장도 선령 10년 미만 선박에게 적용되기 때문에, 선박이 노후화될수록 운항 공백이 과거 대비 더 크게 발생한다. 선박량이 일정하다고 가정하면 선박이 노후화될수록 실제 공급은 줄어드는 것이다.

도표 43. 선박의 정기 점검 스케줄(선령별 변화)

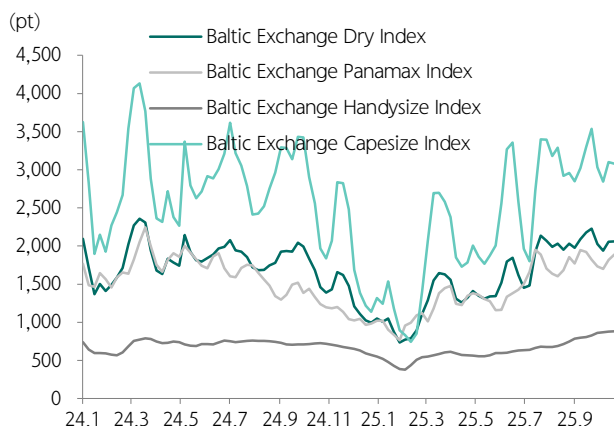


주) IS는 중간검사, SS는 정기검사, ISW는 수중검사, DS는 입거검사를 칭함
자료: 선박안전법, 하나증권

2026년 예정된 벌크선의 선복량 증가율은 3%이나 실제 공급 증가율은 이보다 낮을 가능성이 높다. 선박 노후화로 인한 공급 증가율 제한도 있으나, 15년 전에 인도된 선박들이 정기 검사 기간에 들어가기 때문이다.

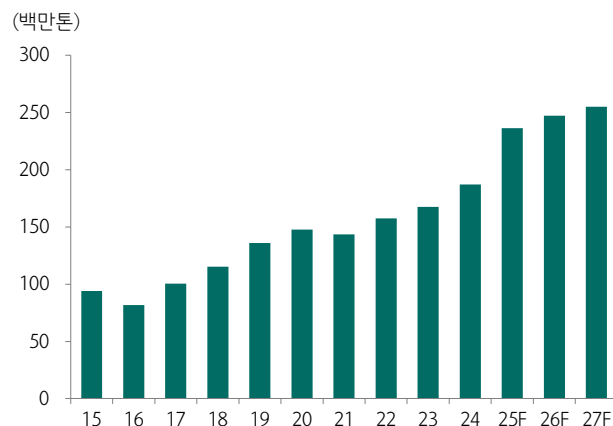
한편 벌크선의 2026년 물동량(톤마일) 증가율은 2% (YoY)로 추정되기 때문에 2025년과 유사한 호시황을 가져갈 가능성이 높다. 다만 선형별 편차는 존재한다. 2025년에는 케이프사이즈 운임시황이 유독 좋았는데, 철광석 톤마일 증가와 기니 보크사이트 수출량이 증가했기 때문이 주요하다. 특히 보크사이트 물동량은 2025년 연간 26% (YoY) 증가했고, 2027년에도 5% (YoY) 증가하며 높은 성장세를 이어갈 것으로 전망한다.

도표 44. 선형별 운임 추이



자료: Clarkson, 하나증권

도표 45. 보크사이트 물동량 추이

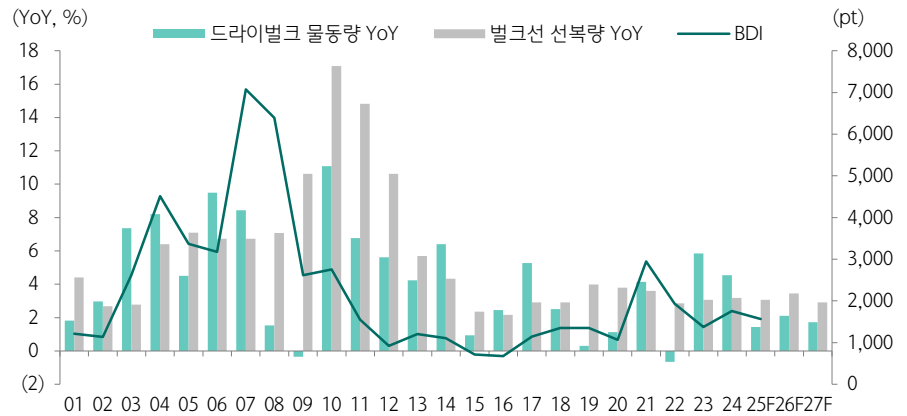


자료: Clarkson, 하나증권

2026년에도 철광석 물동량은 1% (YoY) 증가할 것으로 예상되고, 석탄은 중국/인도의 석탄 수요 감소가 이어지면서 감소세를 이어갈 전망이다. 곡물 물동량은 변수가 많다. 미-중 무역분쟁으로 2025년 5월 이후 중국의 미국 대두 수입량이 급감하면서 곡물 물동량에 영향을 미치고 있다. 중국은 미국 대신 브라질로 대두 수입처를 다변화하고 있는데, 최근 중국의 미국산 대두 수입이 재개된 것으로 파악된다.

향후 미-중간 협의 진전을 지켜볼 필요 있으나, 2025년 5월부터는 미-중 간 대두 무역이 거의 없었기 때문에 기저 효과에 기반하여 곡물 물동량도 플러스 성장할 가능성이 높다는 판단이다.

도표 46. 벌크 물동량/선복량 증가 추이



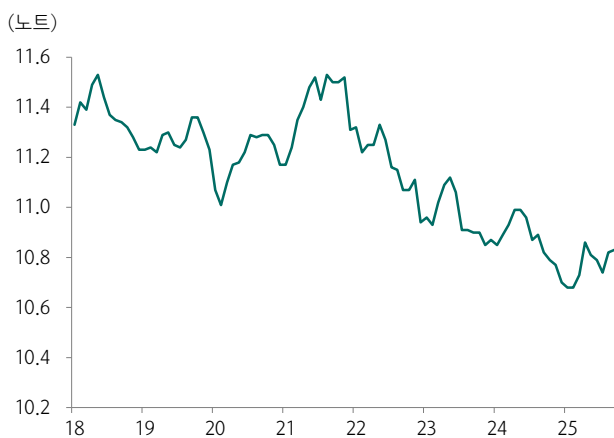
자료: Clarkson, 하나증권

4) 벌크선: 2027년 이후 공급 증가율은 0%에 근접할 것

2025년 이후 벌크선 발주량이 낮은 상태로 계속 유지된다면, 2027년 이후의 공급 증가율은 0%에 근접할 것으로 예상된다. 또한 지속적인 선대 노후화로 선복량 증가율 대비 낮은 수준의 실제 공급 증가가 이루어질 것으로 예상된다. 평균 선속도 계속 감소하고 있다.

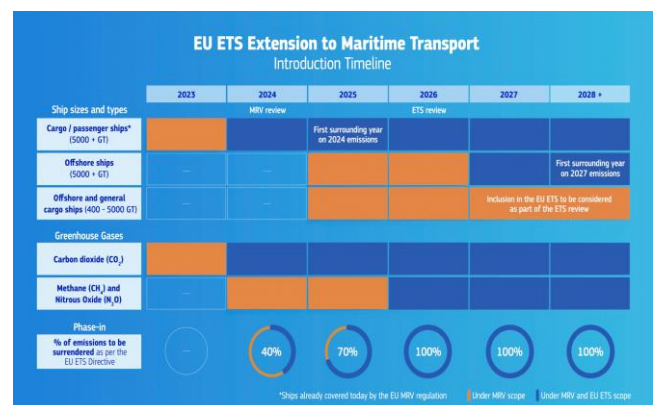
평균 선속은 지속적으로 감소하고 있는데, 선속 감소를 통해 온실가스 배출을 감축하려는 목적이 크다. 친환경 선대의 경우 일반 선대보다 선속이 빠르다. 매년 온실가스 집약도 기준이 상향되기 때문에 친환경 여부와는 상관 없이 선속은 감소할 전망이다.

도표 47. 벌크선 평균 선속 추이



자료: Clarkson, 하나증권

도표 48. EU-ETS 세부규정



자료: EU-ETS

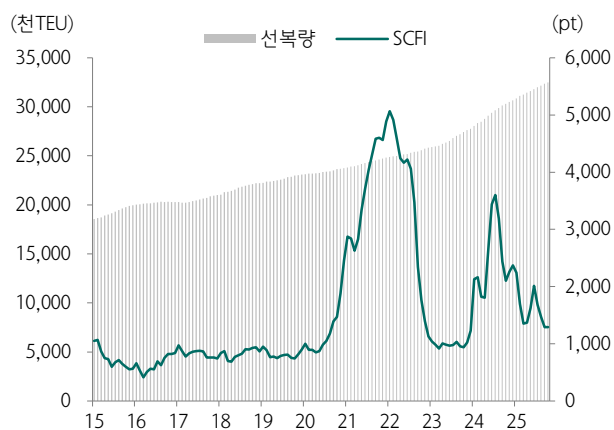
벌크선 물동량의 증가를 예견하지 않더라도, 공급 자체만으로 충분한 업사이드는 있다는 판단이다. 2027년 이후 벌크선 운임 강세 전환에 대한 전망을 유지한다.

5) 컨테이너선: 단기 변동성 있으나, 공급 과잉을 이길 수는 없는 것

현재 가장 공급 증가 압력이 큰 선종은 컨테이너선이다. 10월 기준 글로벌 컨테이너선 선복량은 3,248만 TEU로 2025년 연간 선복량 증가율은 6% 이상으로 추정된다. 글로벌 컨테이너 선사들의 대규모 발주의 인도 시점이 도래하며 2026년/2027년에도 선복량 증가율은 5%/6%로 추정된다.

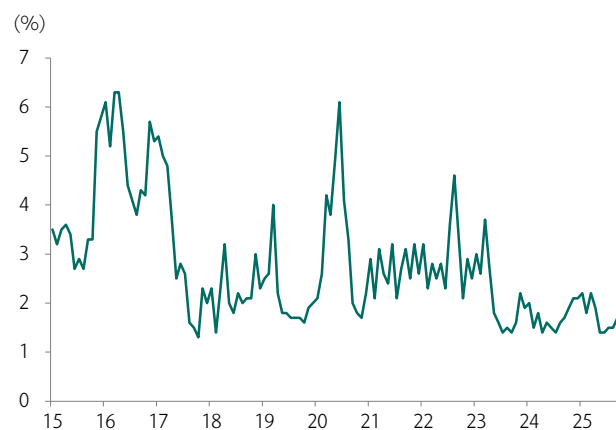
반면 폐선량은 코로나19 이후 저조했다. 강했던 시황이 주 요인이다. 시장 자체에 선복량이 많아졌고, 홍해사태로 인한 톤마일 증가를 감안하더라도 이제는 공급 과잉 시장으로 접어들고 있다. 컨테이너선 대표 운임지표인 SCFI는 10월 24일 1,403pt를 기록하며 연초 대비 40% 이상 하락했다.

도표 49. 컨테이너선 선복량 추이



자료: Clarkson, 하나증권

도표 50. 컨테이너선 중 유휴 선박(Idle) 비중



자료: Clarkson, 하나증권

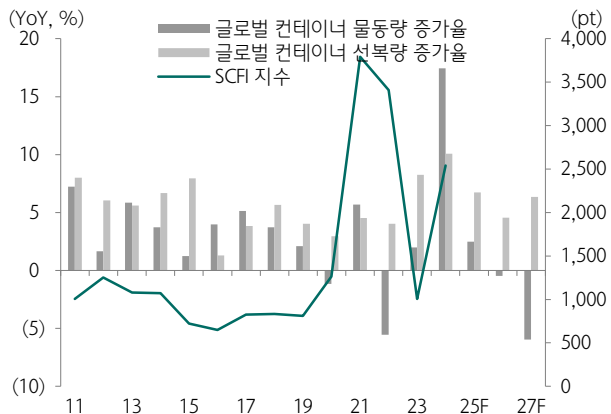
MEPC의 넷제로 프레임워크를 비롯한 지역적인 환경규제에 가장 민감한 건 원양 컨테이너 선사이다. 기항지가 많고, 환경 규제에 가장 적극적인 유럽 취향이 불가피하기 때문이다. 따라서 IMO의 넷제로 프레임워크 채택 연기는 컨테이너선의 공급을 추가로 확대하는 효과를 낼 가능성이 크다. IMO의 넷제로 프레임워크와는 별개로 EU-ETS(배출권 거래제)는 지속된다. 유럽 항만에 입출항하는 선박은 연간 탄소 배출량의 70%(2025년 기준)에 달하는 배출권을 구매해야하는데, 2026년에는 100%까지 비중이 상승한다.

글로벌 협약이 연기된 시점에서 원양 컨테이너선사는 상대적으로 탄소배출량이 적은 선박을 유럽항로에 배치하면 될 일이다. 폐선 증가와 선속 저감으로 인한 공급 축소 효과가 크지는 않을 것으로 전망한다.

선복량 과잉의 시기에 폐선 압력, 환경규제까지 줄어든 컨테이너선 시황은 향후 업사이드가 제한적일 전망이다. 미국이 주요 교역국 대상 상호관세를 발효하며 단기적인 컨테이너선 운임 상승을 야기했으나(미주 노선 공급 축소 이후 상호관세 연기), 근원적인 공급 증가 흐름을 꺾기는 어렵다. 2026년 글로벌 컨테이너 물동량은 톤마일 감소 요인을 감안하여 0%(YoY) 감소할 것으로 예상되는 바, 운임 상방은 막혀있다는 판단이다.

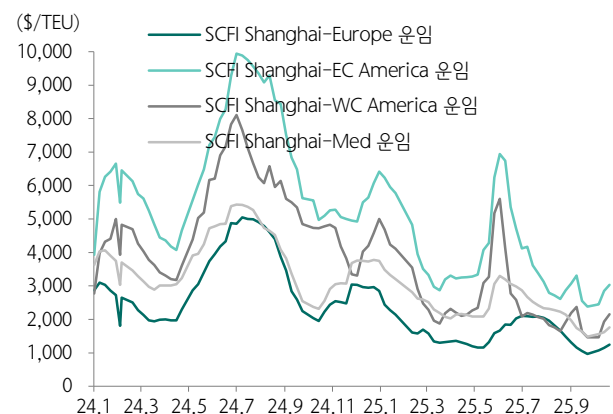
최근 컨테이너선 운임 변동성이 다시 나타나고 있는데, 이는 미-중 갈등으로 인한 해운 수요/공급 변동성이 아직 운임 시황에 영향을 미치고 있는 것으로 파악된다. 미국의 관세 리스크가 존재하는 한, 컨테이너선 운임은 향후로도 등락을 반복하며 우하향 곡선을 그릴 것으로 예상된다.

도표 51. 컨테이너선 수요/공급 추이 및 전망



자료: Clarkson, 하나증권

도표 52. 컨테이너선 노선별 운임 추이



자료: Clarkson, 하나증권

6) 컨테이너선: 입항수수료 유예 코멘트

미국과 중국은 서로를 대상으로 하였던 입항수수료 부과를 1년간 유예하기로 결정했다. 따라서 중국 선박 및 비 미국 선박 등에 부과되던 입항수수료가 전면 유예된 것으로 해석한다. 만약 미국의 입항수수료가 현실화되었다면 컨테이너 선사들의 미국 입항수수료 부담은 연간 30억 달러(2026년 기준)였을 것이고, 중국 선사인 COSCO의 연간 입항수수료는 15억 달러에 달했을 것으로 추정된다.

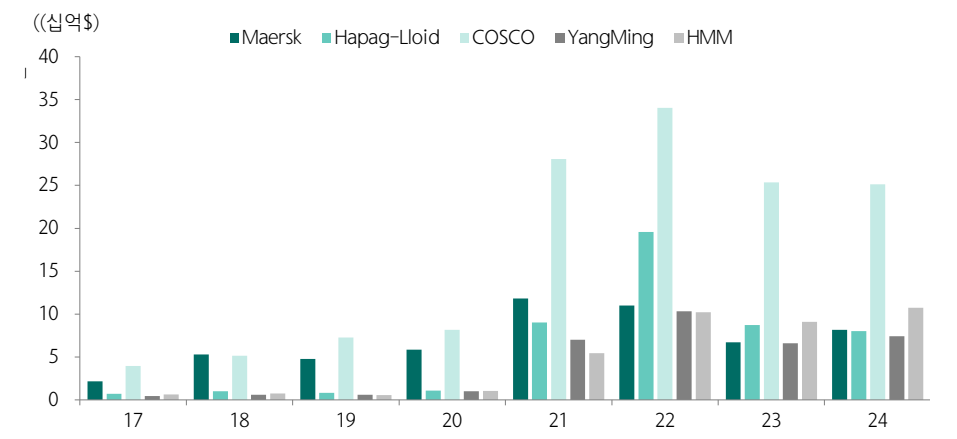
그간 컨테이너 선사들은 미주 항로에서 중국 선박을 다른 항로로 재배치했고, 이는 공급 조절 효과를 야기하면서 컨테이너 운임의 단기간 급등을 유발했다. 입항수수료 유예는 결국 이러한 공급 조절 이벤트의 소멸을 의미하기 때문에, 컨테이너선 운임에 긍정적으로 작용하지 않을 가능성이 높다.

다만 입항수수료는 소멸된 것이 아니고 유예된 것이기 때문에, 미-중 관계에 따라서 입항수수료가 다시 부활할 가능성도 배제할 수는 없다.

7) 컨테이너선: 넘쳐나는 유동성

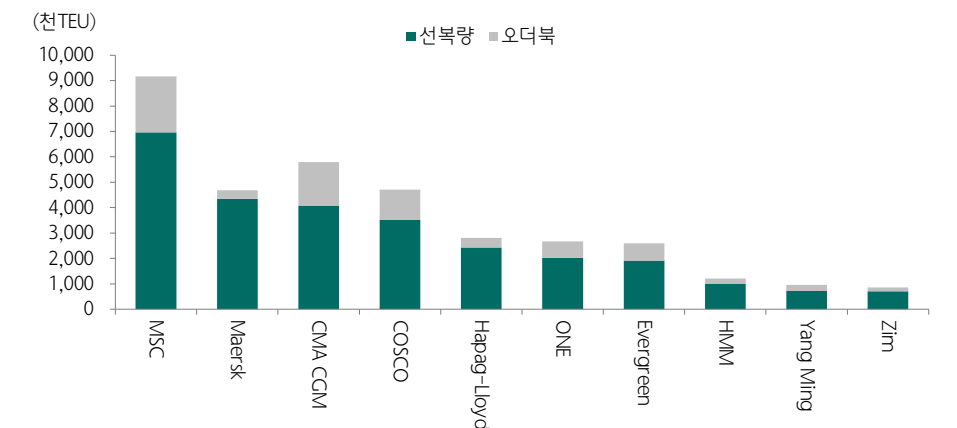
팬데믹 시기를 지나며 컨테이너선사 내부 보유 현금에 유래없이 많아졌다. 컨테이너선사의 보유 현금에 2019년 대비 평균 4배 정도 많아졌는데, 특히 미드티어 미만 선사들의 유동성 증가가 눈에 띈다. HMM의 경우 코로나 이전 대비 현금액이 18배 많아졌고, 양명 12배, 하팍로이드 10배이다. HMM의 현금성 자산이 유독 많아진 이유는 HMM이 팬데믹 이후 선박 발주를 하지 않았기 때문이다.

도표 53. 글로벌 컨테이너선사 보유 현금 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 54. 글로벌 컨테이너선사 선박량 및 오더북 추이



자료: 알파라이너, 하나증권

반면 타 선사들은 선박 발주를 늘렸고, 결과적으로 오더북 비중이 현재 선복량 대비 28%에 달한다. 반면 HMM은 2025년 10월 들어서야 신조발주를 본격 개시했다. 이러한 신조발주 지연은 HMM의 시장점유율 하락으로 이어지긴 했다. 다만 컨테이너선 시황이 향후 낮을 것을 감안하면 HMM의 풍부한 유동성은 선박 포트폴리오 재조정 기회를 제공한다고 생각한다.

제한적인 선박 발주로 감가상각비가 크게 늘지 않았다는 점도 주목해 볼 만 하다. 물론 전반적인 비용은 모두 증가했다. 다만 타 선사 대비 감가상각비 측면에서 HMM이 우위에 있기 때문에 다운사이클에서 피어 대비 수익성이 양호할 것으로 예상된다. HMM의 ROE는 현재 7%로 낮는데, 피어 대비 낮은 수준이기 때문에 그간 밸류에이션 할인 요인으로 작용했다. 이제는 막대한 현금 유동성을 기회 요인으로 바라볼 때가 되었다는 판단이다.

HMM의 2030 중장기 투자계획에서는 컨테이너 사업 16.9조원, 벌크사업 5.6조원 등 투자 계획을 발표한 바 있는데, 가장 큰 현금이 들어가는 사업은 컨테이너선 신조 발주이고, 11조원 중 5조원 가량이 현금으로 지출될 가능성이 높다. 주주환원(배당/자사주매입 2.5조원) 이후 HMM의 보유 현금액은 약 12조원이다. 향후 투자 방향성에 따라 실적/밸류에이션 모두 상향 여지가 있다.

도표 55. HMM 2030 중장기 투자계획

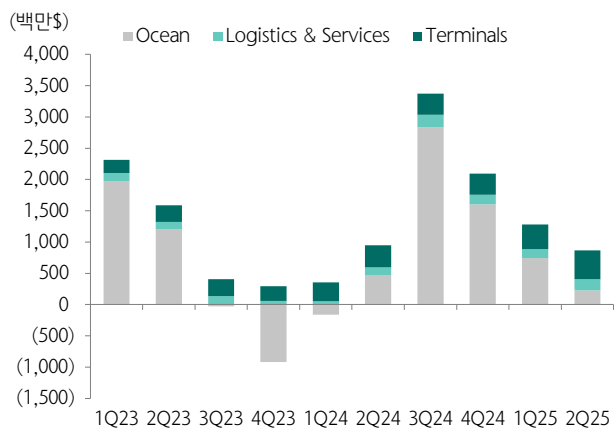
컨테이너 사업_ 16.9조원	벌크 사업_ 5.6조원	디지털/친환경 경영_ 1조원	HMM 2030
 컨테이너선 130척 155만 TEU 규모 선대 확보 터미널 개발 11건 물류사업 추진 13건	 벌크선 110척 (탱커, 정기선, 부정기선) 1,256만 DWT 규모 선대 확보 전용선 사업 진출 검토 친환경에너지 수송사업 진출	 업무자동화, 디지털 고객 경험 혁신 등 0.1조원 친환경 설비투자, 저/무탄소 연료 공급망 확보 등 0.9조원	글로벌 친환경 선사로 도약 Green Horizon Green Movement Green Management
친환경 선대 확장 11.0조원 박스 신조 1.7조원 통합물류사업 확대 4.2조원	친환경 관련 투자 친환경 선대 확장 1.7조원 친환경 사업 1.3조원	친환경 관련 투자 친환경 설비 0.4조원	컨테이너 글로벌 Mid-Tier 선사 진입
			벌크 국내 리딩 벌크선사로의 도약
			재무상태 자산 43조 2천억원 (2023년 대비 +68%) 부채비율 50% 이내 관리 목표 (2023년 20%)

자료: HMM

최근 컨테이너선 선복량 증가로 인해 컨테이너 터미널이 호황을 누리고 있다. 컨테이너선 증가에 비해 항만 Capa는 상대적으로 더디게 확장되고 있기 때문에 항만 혼잡도가 늘어나고 있고, 터미널 비용도 증가하고 있다. 항만 노조의 영향력 때문에 자동화도 쉽지 않을 것으로 예상된다.

컨테이너 선사의 유동성이 한층 제고되어서 초기 Capex 투자 부담이 있는 터미널 사업에 대한 참여도 늘어나고 있다. 글로벌 컨테이너 선사, 특히 MSC/머스크/CMA CGM/하파로이드는 팬데믹 이후 터미널 투자에 적극적으로 임하고 있고, 기존 터미널의 인수/확장 뿐만 아니라 신규 지역 항만 개발투자(인도/베트남/브라질 등)도 진행 중이다. HMM도 브라질 산토스항의 개발사업 입찰에 참여한 것으로 전해진다. 향후 HMM이 적극적으로 항만 터미널 사업에 참여한다면 향후 몇십년간의 현금흐름이 보장되기 때문에 실적 안정성을 보강할 수 있을 것으로 기대한다.

도표 56. 머스크 부문별 영업이익 추이



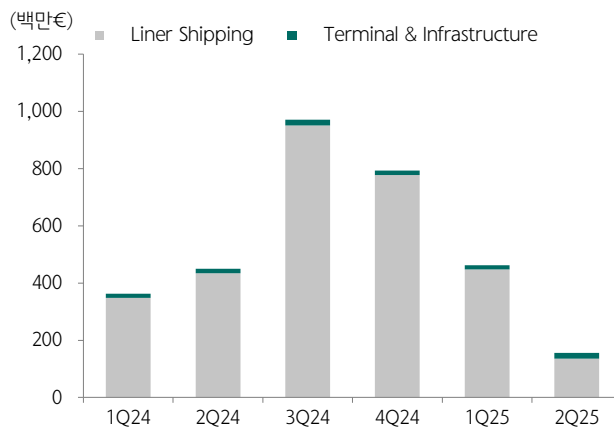
자료: Maersk, 하나증권

도표 57. 머스크 터미널 사업부 영업이익률 추이



자료: Maersk, 하나증권

도표 58. 하팍로이드 부문별 영업이익 추이



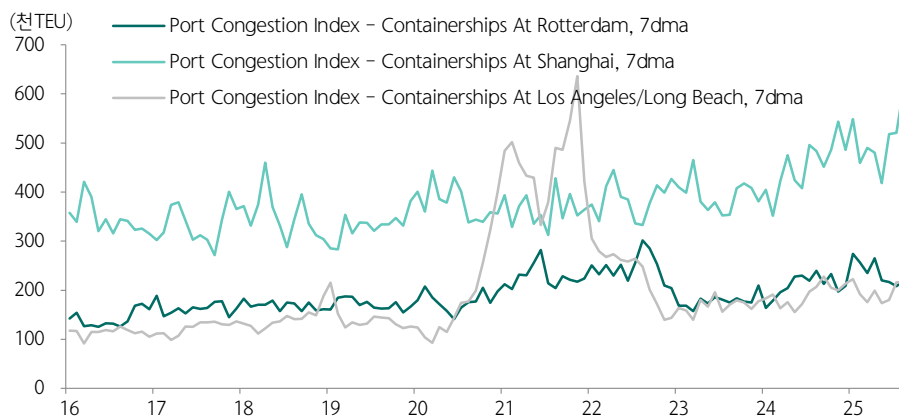
자료: Hapag-Lloyd, 하나증권

도표 59. 하팍로이드 터미널&인프라 사업부 영업이익률 추이



자료: Hapag-Lloyd, 하나증권

도표 60. 주요 항만별 정박 선박량 추이



자료: Clarkson, 하나증권

3. 과도기의 모멘텀은 제한적, 투자의견 중립으로 하향

2026년은 운송섹터에 있어 과도기적 구간이다. 국내 FSC의 통합이 전개되고 있고, LCC에게도 새로운 먹거리를 찾는 시간이 될 예정이다. 벌크선은 2027년 공급 감소를 앞두고 아직까지는 선박 인도량이 유지되고 있고, 컨테이너선은 팬데믹 이후 시장 하락에 접어들었다.

과도기적 구간에서 주가 모멘텀은 제한적이기 마련이다. 이 경우 모멘텀보다는 철저히 실적에 기반하여 주가가 움직일 것이다. 변화 시점인 2027년을 기다리며 2026년 연간으로는 운송 섹터에 대해 투자의견을 중립으로 하향한다.

1) 대한항공: 아직은 비용 증가 구간, 장기적 기대감은 유효

대한항공의 근원적인 상승 동력은 아시아나항공과의 합병으로 인한 장거리 노선 지배력 강화이다. 결국 2027년은 되어봐야 양사의 합병 시너지가 실적에서 나타날 것으로 예상된다. 주요 노선인 미주 여객 노선의 트래픽이 비자/상용수요 위축과 경쟁사 진입 등 요인으로 예상 대비 증가율이 크지 않을 것으로 예상된다. 중국 노선 트래픽 증가는 긍정적이나 매출 비중이 10% 뿐이다. 오히려 동남아(여객 매출 비중 20%) 여객 수요 감소 우려가 있다.

또 하나의 동력은 항공우주 사업부이다. 2024년 매출액이 6천억원 수준에 불과하지만 영종도 MRO 기지 완공과 방산 추가 수주가 이어진다면 2027년에는 매출액 1조원, 2028년 1.3조원 수준으로 성장할 전망이다.

다만 2026년은 감가상각비를 비롯한 각종 비용 증가 요인이 보다 두드러질 전망이다. 또한 자회사 실적도 좋지 힘들다. 아시아나항공의 화물기 매각 영향이 주요하다. 2026년 12월 양사의 완전 통합 이후 경쟁 완화 효과를 장기적으로 기대한다.

2) 진에어: 올해보다 나쁠 수는 없다

국내 LCC의 공급은 코로나19 이전 대비 유사한 수준이다. 경쟁강도가 실제 대비 커 보이는 것은 국내 LCC 업체 수가 많고, 근거리 여행 수요 쏠림 현상이 크기 때문이다. 2025년은 LCC에게 있어 최악의 한 해였다. 항공참사로 경쟁사의 운임이 낮아지며 운임 경쟁이 촉발되었고, 동남아 노선 수요도 예년 대비 안 좋았다(연간 -8% 추산). 일본 관광 수요는 로우싱글로 성장하고 있으나, 2024년 대비 성장률은 둔화되고 있다. 올해 성장성을 견인했던 것은 중국 노선(홍콩/마카오/대만 제외)이었는데, 진에어는 보유하고 있는 중국 운수권 자체가 적은 상황이다.

2026년에도 진에어의 탑라인 성장은 크지 않을 전망이다. 중국 수요는 낮은 기저로 성장을 지속할 것으로 예상되고, 일본/동남아 노선의 수요 업사이드는 제한적이다. 그래도 유류비 감소 효과가 지속되고, 비용 측면에서 평이하게 전개될 것으로 예상된다. YoY로는 수익성 개선이 기대되나 2023년~2024년 수준의 고수익 구간은 이제 종료되었다는 판단이다. 목표 주가를 하향하나, 주가가 이미 낮기 때문에 투자의견 매수를 유지한다.

진에어의 경우 2027년 에어부산/에어서울과의 통합이 예상되는데, 고수익(저경쟁) 노선을 다수 가지고 있는 에어부산과의 통합으로 인한 MS 확장과 EPS 상승이 기대된다. 또한 LCC 업체수 감소로 인한 경쟁강도 완화도 기대해 본다.

3) 팬오션: 안정적인 실적, 주가 쌀 때 사세요

넷제로 프레임워크의 채택 여부와는 별개로 벌크선 시황에 대해서는 우려할 필요가 없다는 판단이다. 신조선 발주가 제한적이고, 선대 노후화에 따른 자연적인 공급 감소 효과도 기대할 수 있다. 2025년의 발주 감소는 2027년 이후의 공급 축소로 이어질 것이고, 2026년은 2025년과 유사한 수준의 시황을 기대한다. 좀 더 기다려 봐야 한다.

다만 벌크선 업황이 2025년~2026년 양호하고, 팬오션은 장기계약 기반 안정적인 수익성을 구가할 예정이다. LNG선 추가 수주 가능성이 열려있는 것도 큰 기회요인이다. 2026년 LNG선 부문의 영업이익 기여도는 31%에 달하기 때문에 추가적인 LNG선 수주는 실적/주가에 모두 긍정적으로 작용할 예정이다.

반면 주가는 이러한 장기 기대감을 반영하고 있지 못하다. 현재 주가는 12MF P/E 6배, P/B 0.3배에 불과하다. 쌀 때 사 두는 것을 추천한다.

4) HMM: 업황 다운사이클 but 현금부자

컨테이너선 업황 다운사이클 진입에 따라서 실적은 감익이 확실시되고 있다. 미-중 상호관세와 USTR 입항료에 따른 미주 노선 공급 교란에 따른 운임 상승 효과가 2025년 5월 이후 나타났고, 일시적이고 짧은 기간에 머물렀다. 향후 미-중 간 갈등 양상에 따른 해상운임 변동성은 있겠지만, 결국은 공급 압력을 이길수 있는 정도는 아니다.

하지만 아직 HMM에게는 12조원에 달하는 현금성 자산이 남아있다. 현금의 향방에 따라 주가는 좌우될 것으로 전망한다. 신조발주에 사용한다고 해도 전액 현금을 사용하지는 않는다. 벌크선/탱커선 매입, 터미널 투자 등을 통해서 실적 안정성을 보강할 수도 있고, 주주환원에 추가로 투입될 가능성도 배제하지 않는다.

다만 아직 포트폴리오가 확정되지 않았고, 2025년 10월 발주한 선대는 2028년~2029년 인도될 예정이므로 아직까지 주가에 반영하기에는 이르다. 현재 주가 수준은 감익을 감안했을 때 지나치게 높은 수준에서 형성되어 있다는 판단이다. 현재 컨테이너선사들의 평균 P/B는 0.8배이고, P/E(Fwd)는 13배인데, HMM은 P/E가 15배다. 당분간 중립 의견을 유지한다.

도표 61 운송섹터 밸류에이션 테이블

단위: 십억원, 배, %

종목명	종목코드		매출액	영업이익	지배주주지분 순이익	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE
대한항공	003490	2025F	25,093	1,552	1,023	8.0	0.7	5.4	9.4
		2026F	25,425	1,517	763	10.7	0.7	5.4	6.7
진에어	272450	2025F	1,417	44	52	7.1	1.2	0.9	20.0
		2026F	1,460	84	76	4.8	1.0	0.5	23.7
팬오션	028670	2025F	5,388	488	318	6.3	0.3	5.1	5.5
		2026F	5,933	520	327	6.1	0.3	4.7	5.4
HMM	011200	2025F	10,468	1,262	1,860	9.6	0.7	4.3	6.9
		2026F	9,629	600	939	20.3	0.7	6.4	3.6

자료: 하나증권

기업분석

대한항공 (003490)	30
진에어 (272450)	35
팬오션 (028670)	39
HMM (011200)	44

2025년 11월 5일 | 기업분석_Update

BUY

목표주가(12M) 28,000원
현재주가(11.04) 22,000원

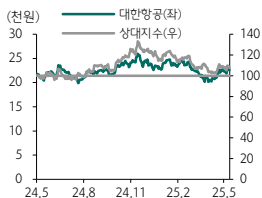
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	4,121.74
52주 최고/최저(원)	26,250/20,150
시가총액(십억원)	8,100.9
시가총액비중(%)	0.24
발행주식수(천주)	368,220.7
60일 평균 거래량(천주)	1,300.8
60일 평균 거래대금(십억원)	30.3
외국인지분율(%)	15.47
주요주주 지분율(%)	
한진칼 외 22 인	27.04
국민연금공단	9.01

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	24,960.2	24,871.7
영업이익(십억원)	1,604.0	1,884.4
순이익(십억원)	1,298.1	1,242.6
EPS(원)	3,077	3,060
BPS(원)	30,469	33,024

Stock Price



Financial Data

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	16,111.8	17,870.7	25,093.1	25,424.9
영업이익	1,790.1	2,110.2	1,551.6	1,516.9
세전이익	1,575.7	1,836.2	1,583.5	1,181.1
순이익	1,061.2	1,317.3	1,022.9	762.9
EPS	2,873	3,567	2,770	2,066
증감율	(40.12)	24.16	(22.34)	(25.42)
PER	8.32	6.34	8.01	10.75
PBR	0.93	0.80	0.73	0.70
EV/EBITDA	3.94	5.48	5.44	5.42
ROE	11.46	13.17	9.43	6.66
BPS	25,793	28,356	30,376	31,691
DPS	750	750	750	750



Analyst 안도현 dohyunahn@hanafn.com

대한항공 (003490)

프리미엄의 가치

탑라인 성장이 비용 증가를 넘어서는 시점은 2027년으로 예상

아직은 비용 집행 구간이나, 성장 잠재력이 크다는 점을 주목한다. 탑라인 성장이 비용, 특히 감가상각비 증가를 만회할 수 있는 시점이 2027년이라고 판단한다. 아시아나항공과의 기업 결합 과정에서 일부 노선이 타 항공사에게 이관되며 2025년 ASK는 2% (YoY) 증가에 그칠 전망이다. 2027년 기업결합 이후 ASK의 회복과 탑승률 제고가 동시에 이루어질 것으로 예상하며, 프리미엄으로의 확장도 본격화 될 것으로 예상된다. 현재 아시아나항공은 2년의 시간 동안 대한항공의 자회사로 단독 영업하며 통합 작업을 병행 중이기 때문에, 통합 효과는 빠르게 나타날 것으로 기대해 볼 수 있다.

방산+항공기 MRO 모멘텀도 보유

대한항공의 항공우주 사업부도 신규 성장축이 되어줄 것으로 기대한다. 2024년 항공우주 사업부의 매출액은 6천억원(매출 비중 4%)에 불과하나, 영종도 MRO 기지 완공과 방산 추가 수주가 이어지며 2027년에는 매출액 1조원 수준까지 성장할 수 있을 것으로 예상된다. 현재는 항공우주 사업부 매출액 중 민항기 기체 납품 매출의 비중이 50%로 파악되나, 2027년에는 방산사업과 항공기 엔진 MRO 비중이 더 높아질 것으로 추산한다.

2026년에 확인해야 할 것들

2026년은 준비의 시간이다. 대한항공이 가지고 있는 유무형 자산을 점검할 필요가 있다. 대한항공/아시아나항공의 주요 경쟁력인 미주/유럽/중국 노선의 수요가 견고한지, 경쟁강도가 완화된 채로 유지되고 있는지가 핵심이다. 2026년 초까지는 미국 연방정부 셋다운, 비자 절차 강화 등으로 트래픽이 감소할 수는 있으나 중장기적으로는 미국 내 투자 유치 수요가 지속되면서 한-미간 트래픽은 견고할 것으로 예상된다. 다만 중국에서 미국으로 가는 환승수요를 대한항공이 지속적으로 흡수 가능할지는 확인할 필요가 있다. 2026년은 연결 실적보다는 별도 실적에 가중치를 두고, 실적보다는 방향성이 중요하다. 2027년 통합 대한항공으로서 확보할 독보적 지위를 주목한다. 대한항공에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 28,000원 (별도 EPS/BPS 2,976원/32,286원 적용, 목표 밸류에이션 P/E 9배, P/B 1배 평균 적용)을 유지한다.

도표 1. 대한항공 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	6,300	6,418	6,853	6,619	6,492	6,211	6,085	6,306	23,735	26,189	25,093	25,425	28,401
항공운송	5,196	5,391	5,738	5,560	5,375	5,228	5,120	5,195	20,065	21,884	20,919	21,219	22,147
여객	3,847	3,865	4,195	3,849	3,950	3,802	3,914	3,994	14,430	15,755	15,660	16,560	17,293
화물	1,349	1,526	1,543	1,711	1,425	1,426	1,206	1,201	5,635	6,129	5,258	4,659	4,854
영업이익	498	431	795	454	406	370	371	372	2,207	2,179	1,552	1,517	2,900
세전이익	269	303	646	(109)	452	779	31	197	1,445	1,108	1,451	1,169	2,527
당기순이익	192	227	485	(95)	350	557	5	185	1,097	809	1,102	888	1,921
증가율 (YoY)													
매출액	18	13	10	3	3	(3)	(11)	(5)			(4)	1	12
영업이익	(14)	(30)	11	59	(18)	(14)	(53)	(18)			(29)	(2)	91
세전이익	(29)	(41)	13	527	68	157	(95)	흑전			31	(19)	116
당기순이익	(36)	(40)	15	1,847	82	146	(99)	흑전			36	(19)	116
Margin													
영업이익률	7.9	6.7	11.6	6.9	6.3	6.0	6.1	5.9	9.3	8.3	6.2	6.0	10.2
세전이익률	4.3	4.7	9.4	(1.7)	7.0	12.5	0.5	3.1	6.1	4.2	5.8	4.6	8.9
당기순이익률	3.1	3.5	7.1	(1.4)	5.4	9.0	0.1	2.9	4.6	3.1	4.4	3.5	6.8

주) 2024년까지는 단순 양사 손익 합산치

주2) 2025년 3분기 연결실적은 추정치

자료: 대한항공, 아시아나항공, 하나증권

도표 2. 대한항공 별도 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	3,823	4,024	4,241	4,030	3,956	3,986	4,009	4,163	14,575	16,117	16,114	16,890
항공운송	3,339	3,542	3,737	3,573	3,490	3,452	3,488	3,632	13,044	14,190	14,061	14,648
여객	2,342	2,445	2,617	2,375	2,436	2,397	2,421	2,508	9,014	9,779	9,761	10,348
화물	997	1,097	1,120	1,198	1,054	1,055	1,067	1,125	4,030	4,412	4,301	4,300
항공우주	130	163	156	144	135	162	174	181	541	593	652	783
기타	354	319	348	313	331	372	347	350	991	1,333	1,400	1,459
영업이익	436	413	619	435	351	399	376	385	1,587	1,903	1,511	1,469
세전이익	467	472	381	350	253	551	145	269	1,302	1,670	1,217	1,438
당기순이익	345	349	277	252	193	396	92	244	917	1,222	925	1,093
증가율 (YoY)												
매출액	19	14	10	2	3	0	(6)	1	14	11	(1)	4
영업이익	5	(12)	19	137	(20)	(3)	(39)	(11)	(45)	20	(21)	(3)
세전이익	5	(5)	(34)	(266)	(46)	17	(62)	(23)	(50)	28	(27)	18
당기순이익	(3)	(6)	(35)	(207)	(44)	13	(67)	(3)	(48)	33	(24)	18
Margin												
영업이익률	11.4	10.3	14.6	10.8	8.9	10.0	9.4	9.3	10.9	11.8	9.4	8.7
세전이익률	10.9	10.7	8.1	7.8	5.7	12.5	3.3	5.9	8.1	9.3	6.9	7.8
당기순이익률	8.0	7.9	5.9	5.6	4.4	9.0	2.1	5.4	5.7	6.8	5.2	5.9

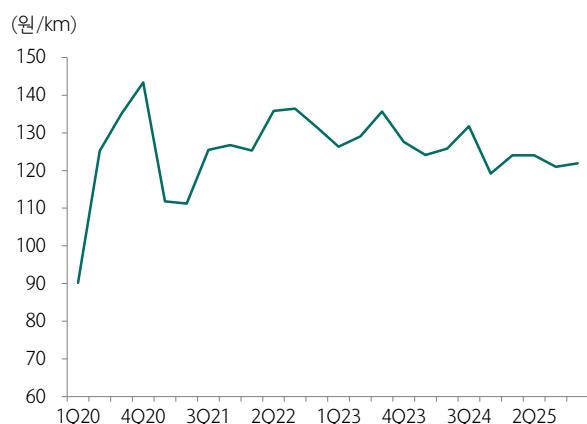
자료: 대한항공, 하나증권

도표 3. 대한항공(별도)의 수송실적 추이 및 전망

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
국내선												
ASK(백만km)	629	712	718	654	614	704	749	673	2,724	2,713	2,740	2,905
RPK(백만km)	531	629	612	584	517	621	637	593	2,358	2,356	2,368	2,486
여객운임(원/km)	197	207	204	193	191	195	192	196	203	201	194	197
운임증감률(YoY)	2	1	0	-8	-3	-6	-6	2	9	-1	-4	2
국제선												
ASK(백만km)	21,631	21,774	22,634	22,304	22,174	21,584	22,615	23,295	78,053	88,343	89,668	96,842
RPK(백만km)	18,022	18,398	18,917	18,973	18,836	18,354	18,998	19,608	65,696	74,310	75,796	80,723
여객운임(원/km)	124	126	132	119	124	124	121	122	130	125	123	122
운임증감률(YoY)	-2	-3	-3	-7	0	-1	-8	2	-3	-4	-2	-1
화물												
ACTK(백만톤km)	2,999	3,019	3,062	3,051	2,896	2,944	3,034	3,075	11,757	12,131	11,949	11,830
CTK(백만톤km)	2,165	2,241	2,209	2,230	2,043	2,128	2,162	2,247	8,431	8,845	8,580	8,665
화물운임(원/km)	460	490	507	537	516	496	493	500	478	499	501	496
운임증감률(YoY)	-11	5	18	8	12	1	-3	-7	-40	4	0	-1

자료: 대한항공, 하나증권

도표 4. 대한항공 국제선 운임 추이 및 전망



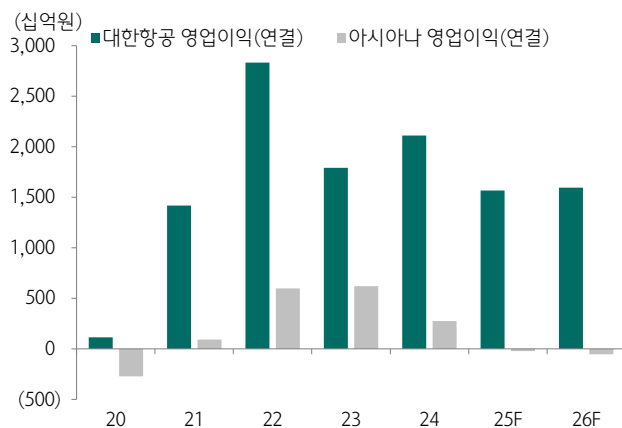
자료: 대한항공, 하나증권

도표 5. 대한항공 화물 운임 추이 및 전망



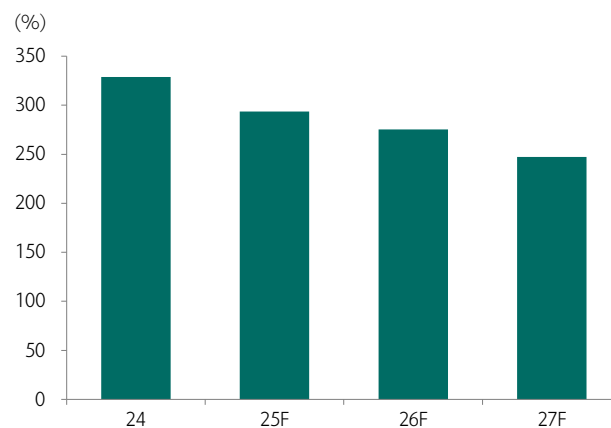
자료: 대한항공, 하나증권

도표 5. 대한항공/아시아나항공의 영업이익 추이 및 전망



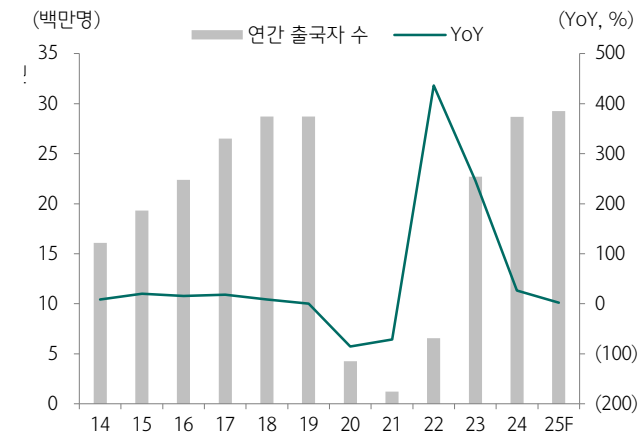
자료: 대한항공, 하나증권

도표 6. 대한항공 부채비율 전망



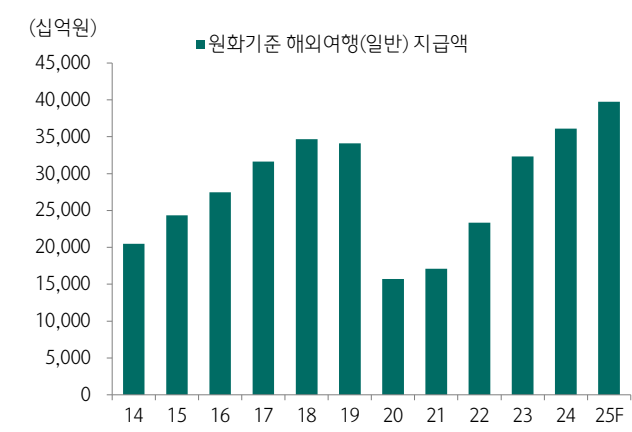
자료: 대한항공, 하나증권

도표 7. 연간 내국인 출국자수 추이 및 전망



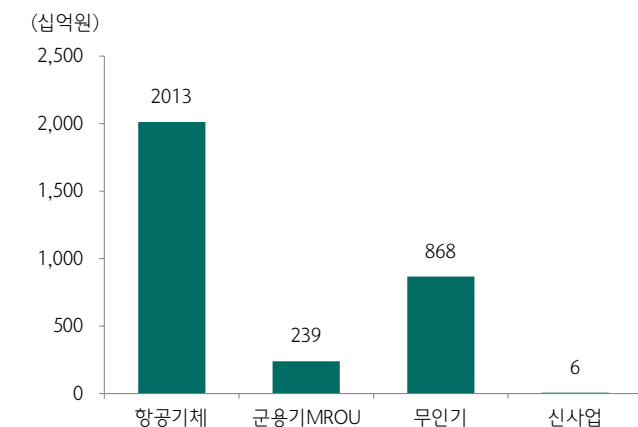
자료: 한국관광공사, 하나증권

도표 8. 연간 내국인 해외여행 지급액(원화 기준) 추이 및 전망



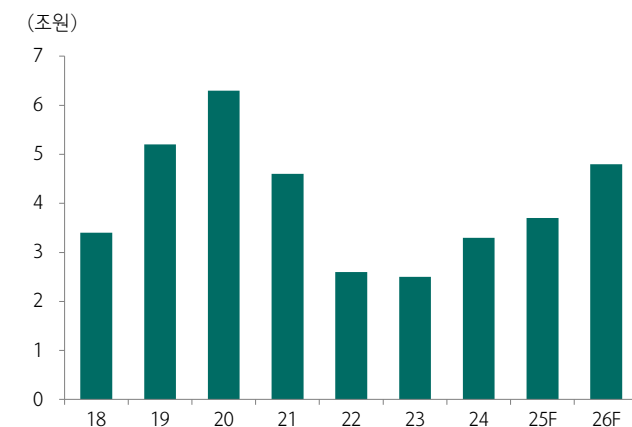
자료: 한국은행, 하나증권

도표 9. 대한항공 항공우주 사업 내 수주 현황(2025년 6월 기준)



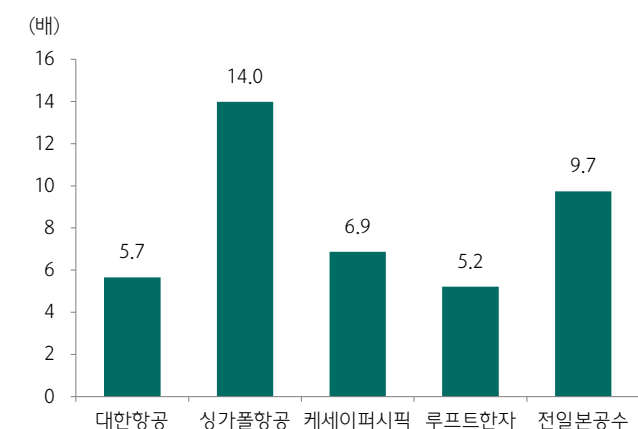
자료: 대한항공, 하나증권

도표 10. 한국 방위력개선비 중 항공기사업 예산 추이



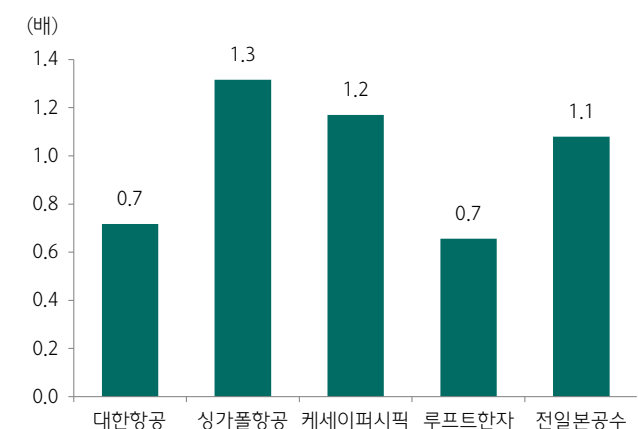
자료: 열린재정 정보공개시스템, 하나증권

도표 11. Peer 항공사 P/E(26F)



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 12. Peer 항공사 P/B



자료: Bloomberg, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	16,111.8	17,870.7	25,093.1	25,424.9	28,400.9
매출원가	12,850.3	14,112.6	21,108.7	21,429.2	22,845.9
매출총이익	3,261.5	3,758.1	3,984.4	3,995.7	5,555.0
판매비	1,471.4	1,648.0	2,432.9	2,478.7	2,654.7
영업이익	1,790.1	2,110.2	1,551.6	1,516.9	2,900.4
금융손익	(152.2)	51.5	(656.9)	(534.2)	(295.6)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	20.4	20.4	20.4
기타영업외손익	(62.2)	(325.6)	668.4	178.0	(84.7)
세전이익	1,575.7	1,836.2	1,583.5	1,181.1	2,540.5
법인세	446.6	454.3	380.0	283.6	610.0
계속사업이익	1,129.1	1,381.9	1,203.4	897.5	1,930.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	1,129.1	1,381.9	1,203.4	897.5	1,930.5
비지배주주지분 순이익	67.9	64.6	180.5	134.6	289.6
지배주주순이익	1,061.2	1,317.3	1,022.9	762.9	1,640.9
지배주주지분포괄이익	814.5	1,223.9	1,151.3	858.6	1,846.9
NOPAT	1,282.7	1,588.1	1,179.2	1,152.7	2,203.9
EBITDA	3,513.0	3,906.2	3,612.6	3,757.2	5,362.7
성장성(%)					
매출액증가율	14.30	10.92	40.41	1.32	11.71
NOPAT증가율	(32.87)	23.81	(25.75)	(2.25)	91.19
EBITDA증가율	(21.59)	11.19	(7.52)	4.00	42.73
영업이익증가율	(36.76)	17.88	(26.47)	(2.24)	91.21
(지배주주)순이익증가율	(38.60)	24.13	(22.35)	(25.42)	115.09
EPS증가율	(40.12)	24.16	(22.34)	(25.42)	115.05
수익성(%)					
매출총이익률	20.24	21.03	15.88	15.72	19.56
EBITDA이익률	21.80	21.86	14.40	14.78	18.88
영업이익률	11.11	11.81	6.18	5.97	10.21
계속사업이익률	7.01	7.73	4.80	3.53	6.80

투자지표

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	2,873	3,567	2,770	2,066	4,443
BPS	25,793	28,356	30,376	31,691	35,384
CFPS	10,238	11,295	10,147	11,447	15,231
EBITDAPS	9,512	10,576	9,781	10,173	14,520
SPS	43,624	48,387	67,942	68,840	76,898
DPS	750	750	750	750	750
주기지표(배)					
PER	8.32	6.34	8.01	10.75	5.00
PBR	0.93	0.80	0.73	0.70	0.63
PCFR	2.33	2.00	2.19	1.94	1.46
EV/EBITDA	3.94	5.48	5.44	5.42	3.58
PSR	0.55	0.47	0.33	0.32	0.29
재무비율(%)					
ROE	11.46	13.17	9.43	6.66	13.25
ROA	3.57	3.40	2.18	1.63	3.42
ROIC	7.78	7.51	4.57	4.40	8.12
부채비율	209.64	328.82	293.24	275.32	247.04
순부채비율	48.25	114.60	88.89	89.10	68.44
이자보상배율(배)	3.37	4.10	1.81	1.72	4.33

자료: 하나증권

대차대조표

(단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	8,595.2	11,616.9	10,951.4	10,168.4	11,550.5
금융자산	6,238.0	6,904.7	7,325.7	6,587.2	7,606.8
현금성자산	622.8	2,215.6	1,699.3	2,085.6	2,655.2
매출채권	927.0	1,256.5	1,319.4	1,336.8	1,493.3
재고자산	853.6	1,170.7	1,229.2	1,245.5	1,391.3
기타유동자산	576.6	2,285.0	1,077.1	998.9	1,059.1
비유동자산	21,796.6	35,395.2	35,798.5	36,775.8	37,590.1
투자자산	757.6	1,166.0	1,291.3	1,308.1	1,425.4
금융자산	757.6	1,011.4	1,074.3	1,088.1	1,179.7
유형자산	18,174.9	28,374.5	28,423.1	29,189.7	29,981.4
무형자산	824.2	3,077.4	2,973.5	2,874.4	2,779.7
기타비유동자산	2,039.9	2,777.3	3,110.6	3,403.6	3,403.6
자산총계	30,391.8	47,012.1	46,749.9	46,944.2	49,140.5
유동부채	9,409.9	16,973.5	16,740.5	16,228.3	16,151.6
금융부채	3,757.6	7,276.1	6,953.4	6,799.1	6,356.5
매입채무	240.2	351.9	369.5	374.4	418.2
기타유동부채	5,412.1	9,345.5	9,417.6	9,054.8	9,376.9
비유동부채	11,166.7	19,075.4	18,121.0	18,208.2	18,829.0
금융부채	7,216.6	12,192.5	10,940.4	10,932.7	10,940.8
기타비유동부채	3,950.1	6,882.9	7,180.6	7,275.5	7,888.2
부채총계	20,576.6	36,048.9	34,861.5	34,436.5	34,980.6
지배주주지분	9,526.0	10,472.9	11,218.8	11,704.5	13,068.4
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	4,231.4	4,717.2	6,081.1
비지배주주지분	289.2	490.3	669.6	803.1	1,091.5
자본총계	9,815.2	10,963.2	11,888.4	12,507.6	14,159.9
순금융부채	4,736.2	12,563.9	10,568.1	11,144.7	9,690.6

현금흐름표

(단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	4,092.5	4,558.9	4,169.4	3,766.7	5,796.7
당기순이익	1,129.1	1,381.9	1,203.4	897.5	1,930.5
조정	1,994.3	2,765.5	2,351.1	3,165.1	3,182.4
감가상각비	1,722.9	1,796.0	2,061.0	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	249.0	873.6	661.3
영업활동 자산부채변동	969.1	411.5	614.9	(295.9)	683.8
투자활동 현금흐름	(2,409.9)	(870.7)	(3,443.9)	(2,145.2)	(3,786.5)
투자자산감소(증가)	241.6	26.5	(126.5)	(17.9)	(118.5)
자본증가(감소)	(1,908.5)	(2,894.1)	(2,055.7)	(2,957.8)	(3,209.3)
기타	(743.0)	1,996.9	(1,261.7)	830.5	(458.7)
재무활동 현금흐름	(979.7)	7,703.1	(2,708.7)	(1,320.8)	(1,380.9)
금융부채증가(감소)	(171.0)	8,494.3	(1,574.8)	(161.9)	(434.5)
자본증가(감소)	(0.2)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(531.4)	(514.1)	(856.8)	(881.8)	(669.3)
배당지급	(277.1)	(277.1)	(277.1)	(277.1)	(277.1)
현금의 증감	702.8	11,391.4	(11,451.8)	386.3	569.7
Unlevered CFO	3,781.2	4,171.5	3,747.5	4,227.9	5,625.4
Free Cash Flow	2,183.9	1,664.8	1,113.7	548.0	2,285.9

2025년 11월 5일 | 기업분석_Update

BUY

목표주가(12M) 8,500원(하향)
현재주가(11.04) 6,980원

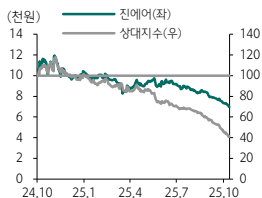
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	4,121.74
52주 최고/최저(원)	11,940/6,980
시가총액(십억원)	364.4
시가총액비중(%)	0.01
발행주식수(천주)	52,200.0
60일 평균 거래량(천주)	71.7
60일 평균 거래대금(십억원)	0.6
외국인지분율(%)	2.45
주요주주 지분율(%)	
대한항공 외 6인	54.93

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	1,422.8	1,476.6
영업이익(십억원)	53.2	110.6
순이익(십억원)	56.7	78.4
EPS(원)	1,085	1,503
BPS(원)	5,544	7,066

Stock Price



Financial Data

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	1,277.2	1,461.3	1,417.5	1,460.2
영업이익	182.2	163.1	43.8	84.4
세전이익	173.9	122.7	65.2	96.4
순이익	133.9	95.7	51.5	76.2
EPS	2,564	1,834	987	1,460
증감율	흑전	(28.47)	(46.18)	47.92
PER	4.59	5.25	7.09	4.79
PBR	4.03	2.08	1.25	0.99
EV/EBITDA	1.94	1.30	1.79	1.25
ROE	112.52	51.15	20.05	23.75
BPS	2,923	4,614	5,601	7,061
DPS	0	0	0	0



Analyst 안도현 dohyunahn@hanafn.com

진에어 (272450)

바닥 찍고 왔다

어려웠던 2025년

진에어는 2025년 상반기 영업이익 160억원을 기록하며 전년 대비 84% 감소한 실적을 기록했다. 영업비용도 11% (YoY) 증가했으나, 탑라인 위축이 주요했다. 우선 1분기에는 국내선 매출액이 항공참사 여파로 20% (YoY) 감소했다. 2분기에는 국내선과 동남아 매출액이 각각 15%/21% (YoY) 감소했다. 3~4분기에는 국내선 수요가 돌아설 것으로 예상하나, 동남아 노선의 매출 감소가 지속될 것으로 예상되기 때문에 하반기 매출액도 6% (YoY) 감소할 것으로 예상된다. 2026년은 국내선이 성장전환하나, 동남아 수요 위축과 일본 성장세 둔화로 연간 매출액 성장률은 3% (YoY)로 예상되고, 영업비용은 유류비 하락을 반영하여 0% 증가할 것으로 추정했다. 따라서 연간 영업이익은 840억원(영업이익률 5.8%)으로 예상한다.

에어부산과의 통합모멘텀이 추가에는 미반영

진에어의 추가에는 아직 에어부산/에어서울과의 통합 모멘텀이 반영되어 있지 않다. 대한항공-아시아나항공의 합병 이후 LCC 간의 통합이 진행될 것으로 예상한다. 시점은 2027년 이후로 예상한다. 진에어/에어부산/에어서울 합산 기재 보유량은 57대로 국내 1위 LCC가 된다. 비행시간이 짧고 회전율이 높은 LCC 특성상 기재 보유량 증가는 자산효율성 제고 효과가 더 클 것으로 예상된다. 진에어는 항공기 가격이 상승하는 구간에서 추가 기재 도입이 크게 필요 없다는 점, 따라서 향후 감가상각비 증가폭이 크지 않다는 점도 부각될 예정이다. 최종적으로는 LCC 업체 개수가 줄어들며 경쟁강도가 완화되는 효과도 기대해 본다.

목표주가 8,500원으로 하향

2025년은 LCC에게 특히 어려운 한 해였으나, 2026년 이후에는 기대할 수 있는 포인트들이 많다. 3분기는 추석 이연 영향으로 성수기 효과는 크게 기대할 수 없으나, 향후 실적 개선세에 따라 눌려있는 주가는 충분히 반응 가능하다고 생각한다. 진에어의 목표주가를 12MF EPS(1,420원)에 목표 밸류에이션 6배를 적용한 8,500원으로 하향하고, 투자 의견은 BUY를 유지한다.

도표 1. 진에어의 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	430	308	365	358	418	306	335	359	1,277	1,461	1,417	1,460
여객	406	284	335	330	389	285	304	328	1,196	1,355	1,306	1,343
국내	58	74	69	64	46	63	64	69	286	266	241	267
국제	348	210	266	265	343	222	240	260	910	1,089	1,064	1,075
기타	24	25	29	29	29	21	31	31	81	107	112	117
영업이익	98	1	40	24	58	(42)	11	17	182	163	44	84
세전이익	87	(7)	54	(11)	58	(20)	6	22	174	123	65	96
당기순이익	68	(6)	42	(9)	46	(16)	5	17	134	96	52	76
증가율 (YoY)												
매출액	22	19	13	4	(3)	(1)	(8)	0	115	14	(3)	3
영업이익	16	(95)	23	(50)	(41)	적전	(74)	(27)	흑전	(10)	(73)	93
세전이익	14	적전	104	적전	(33)	적지	(89)	흑전	흑전	(29)	(47)	48
당기순이익	14	적전	100	적전	(33)	적지	(89)	흑전	흑전	(28)	(46)	48
Margin												
영업이익률	22.9	0.3	11.0	6.6	13.9	(13.8)	3.1	4.8	14.3	11.2	3.1	5.8
세전이익률	20.2	(2.4)	14.9	(3.1)	13.8	(6.6)	1.7	6.1	13.6	8.4	4.6	6.6
당기순이익률	15.9	(1.9)	11.5	(2.4)	10.9	(5.1)	1.4	4.7	10.5	6.5	3.6	5.2

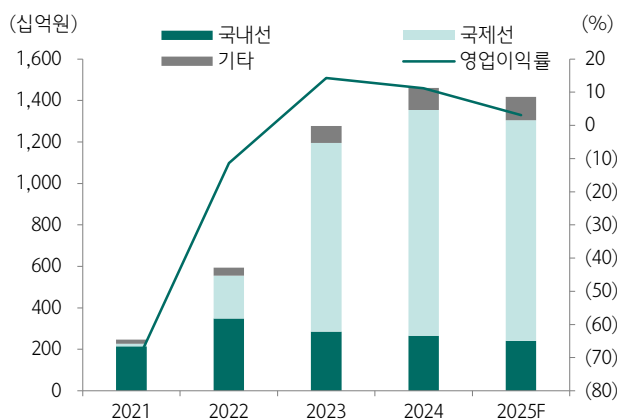
자료: 진에어, 하나증권

도표 2. 진에어의 수송실적 추이 및 전망

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
국내선												
ASK(백만km)	378	459	447	437	378	459	447	437	1,887	1,793	1,721	1,859
RPK(백만km)	304	389	385	389	304	389	385	389	1,657	1,544	1,467	1,569
여객운임(원/km)	148	158	166	177	148	158	166	177	172	172	162	170
국제선												
ASK(백만km)	3,602	2,878	3,104	3,188	3,602	2,878	3,104	3,188	10,743	12,708	12,772	13,155
RPK(백만km)	3,231	2,524	2,667	2,941	3,231	2,524	2,667	2,941	9,422	11,363	11,363	11,761
여객운임(원/km)	106	87	90	88	106	87	90	88	97	96	93	91

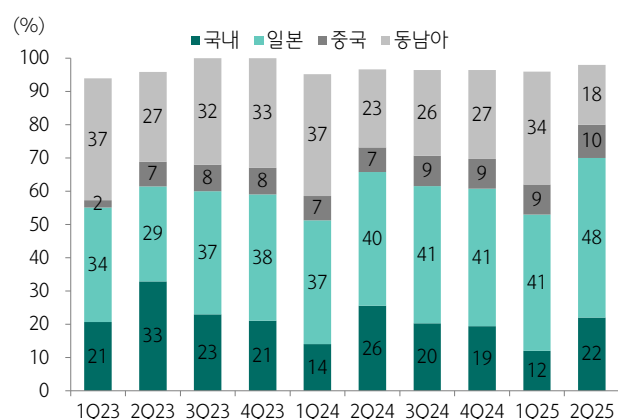
자료: 진에어, 하나증권

도표 3. 진에어의 사업부별 실적 추이 및 전망



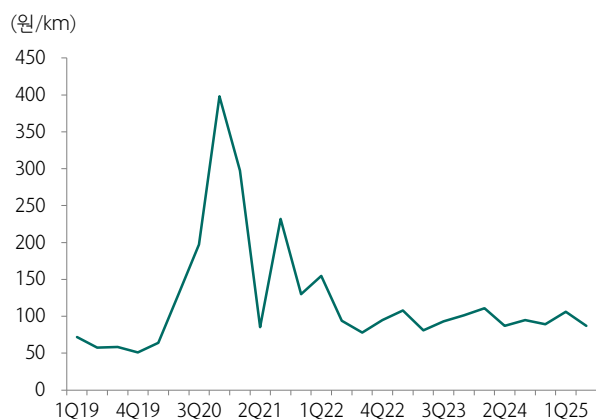
자료: 진에어, 하나증권

도표 4. 진에어 노선별 매출 비중



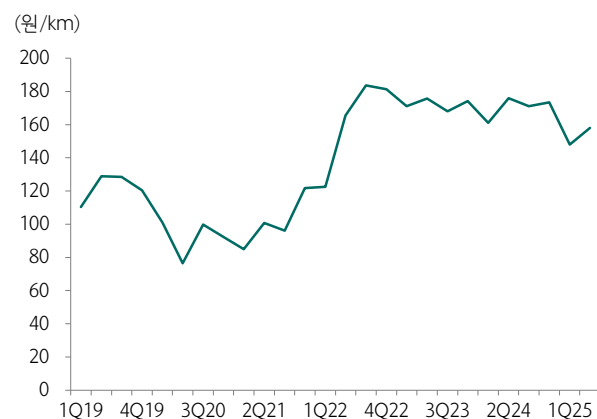
자료: 진에어, 하나증권

도표 5. 국제선 운임 추이



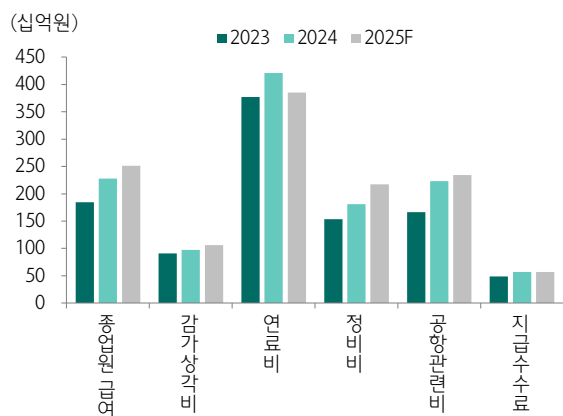
자료: 진에어, 하나증권

도표 6. 국내선 운임 추이



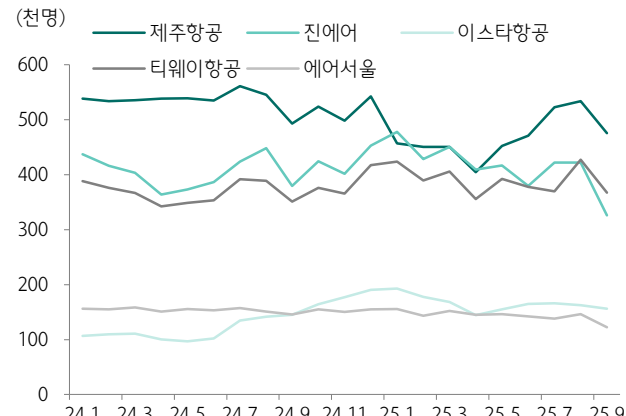
자료: 진에어, 하나증권

도표 7. 영업비용 추이 및 전망



자료: 진에어, 하나증권

도표 8. 인천공항 항공사별 여객량 추이-LCC



자료: 인천공항공사, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,277.2	1,461.3	1,417.5	1,460.2	1,558.5
매출원가	997.6	1,179.1	1,243.3	1,246.5	1,315.4
매출총이익	279.6	282.2	174.2	213.7	243.1
판매비	97.4	119.0	130.4	129.3	132.7
영업이익	182.2	163.1	43.8	84.4	110.4
금융손익	(4.6)	(1.1)	3.0	3.1	2.1
종속/관계기업손익	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
기타영업외손익	(4.0)	(39.6)	18.0	8.6	(2.1)
세전이익	173.9	122.7	65.2	96.4	110.7
법인세	40.0	27.0	13.7	20.2	23.5
계속사업이익	133.9	95.7	51.5	76.2	87.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	133.9	95.7	51.5	76.2	87.3
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	133.9	95.7	51.5	76.2	87.3
지배주주지분포괄이익	115.4	88.3	51.5	76.2	87.3
NOPAT	140.3	127.2	34.6	66.7	87.0
EBITDA	272.9	260.5	147.6	194.3	225.6
성장성(%)					
매출액증가율	115.23	14.41	(3.00)	3.01	6.73
NOPAT증가율	흑전	(9.34)	(72.80)	92.77	30.43
EBITDA증가율	800.66	(4.54)	(43.34)	31.64	16.11
영업이익증가율	흑전	(10.48)	(73.15)	92.69	30.81
(지배주주)순이익증가율	흑전	(28.53)	(46.19)	47.96	14.57
EPS증가율	흑전	(28.47)	(46.18)	47.92	14.45
수익성(%)					
매출총이익률	21.89	19.31	12.29	14.63	15.60
EBITDA이익률	21.37	17.83	10.41	13.31	14.48
영업이익률	14.27	11.16	3.09	5.78	7.08
계속사업이익률	10.48	6.55	3.63	5.22	5.60

투자지표

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	2,564	1,834	987	1,460	1,671
BPS	2,923	4,614	5,601	7,061	8,732
CFPS	6,807	6,724	3,257	3,967	4,363
EBITDAPS	5,227	4,991	2,827	3,722	4,321
SPS	24,468	27,994	27,154	27,973	29,856
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	4.59	5.25	7.09	4.79	4.19
PBR	4.03	2.08	1.25	0.99	0.80
PCR	1.73	1.43	2.15	1.76	1.60
EV/EBITDA	1.94	1.30	1.79	1.25	1.01
PSR	0.48	0.34	0.26	0.25	0.23
재무비율(%)					
ROE	112.52	51.15	20.05	23.75	21.67
ROA	15.66	8.78	4.17	5.93	6.39
ROIC	288.40	305.42	58.49	92.38	66.85
부채비율	566.02	430.65	340.93	268.05	215.86
순부채비율	(59.52)	(71.25)	(84.47)	(72.60)	(61.57)
이자보상배율(배)	10.71	7.18	2.01	3.79	4.69

자료: 하나증권

대차대조표

(단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	491.9	680.7	749.8	797.7	842.2
금융자산	418.3	592.0	658.3	705.7	744.0
현금성자산	49.9	134.6	109.3	101.8	79.8
매출채권	40.5	42.1	46.3	47.7	50.9
재고자산	1.5	0.9	0.8	0.9	0.9
기타유동자산	31.6	45.7	44.4	43.4	46.4
비유동자산	460.4	546.4	497.1	523.5	567.2
투자자산	30.7	61.3	60.2	61.3	63.9
금융자산	27.4	57.5	56.5	57.5	59.8
유형자산	0.8	0.8	2.5	6.2	18.4
무형자산	2.7	3.2	2.6	2.0	1.6
기타비유동자산	426.2	481.1	431.8	454.0	483.3
자산총계	952.3	1,227.1	1,246.9	1,321.2	1,409.5
유동부채	486.6	582.6	553.6	528.3	495.8
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	455.4	425.2	395.8
비유동부채	322.7	413.3	410.5	433.9	467.5
금융부채	231.7	321.2	321.2	341.9	369.3
기타비유동부채	91.0	92.1	89.3	92.0	98.2
부채총계	809.3	995.9	964.1	962.2	963.2
지배주주지분	143.0	231.3	282.8	359.0	446.2
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)	(55.1)	21.1	108.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	143.0	231.3	282.8	359.0	446.2
순금융부채	(85.1)	(164.8)	(238.9)	(260.6)	(274.7)

현금흐름표

(단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	417.4	329.0	158.6	185.6	203.7
당기순이익	133.9	95.7	51.5	76.2	87.3
조정	224.5	261.7	129.7	136.0	142.6
감가상각비	90.7	97.4	103.8	109.9	115.2
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	21.9	22.2	23.5
영업활동 자산부채변동	59.0	(28.4)	(22.6)	(26.6)	(26.2)
투자활동 현금흐름	(218.8)	(113.5)	(149.9)	(195.1)	(223.2)
투자자산감소(증가)	0.3	(30.5)	1.1	(1.1)	(2.6)
자본증가(감소)	(0.6)	(0.2)	(104.9)	(113.0)	(127.0)
기타	(218.5)	(82.8)	(46.1)	(81.0)	(93.6)
재무활동 현금흐름	(140.9)	71.3	(29.6)	3.4	0.7
금융부채증가(감소)	(61.8)	94.0	(7.8)	25.6	24.3
자본증가(감소)	(0.4)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(78.7)	(22.7)	(21.8)	(22.2)	(23.6)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	57.7	286.9	(310.7)	(7.5)	(22.0)
Unlevered CFO	355.3	351.0	170.0	207.1	227.7
Free Cash Flow	416.8	328.8	53.6	72.6	76.7

2025년 11월 5일 | 기업분석_Update

BUY

목표주가(12M) 4,800원
현재주가(11.04) 3,725원

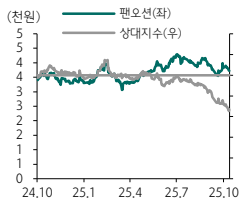
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	4,121.74
52주 최고/최저(원)	4,295/3,065
시가총액(십억원)	1,991.3
시가총액비중(%)	0.06
발행주식수(천주)	534,569.5
60일 평균 거래량(천주)	1,309.4
60일 평균 거래대금(십억원)	5.1
외국인지분율(%)	15.22
주요주주 지분율(%)	
하림지주 외 12 인	54.92
국민연금공단	6.55

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	5,538.0	5,728.9
영업이익(십억원)	495.3	531.3
순이익(십억원)	375.1	397.4
EPS(원)	701	743
BPS(원)	10,812	11,379

Stock Price



Financial Data

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	4,361.0	5,161.2	5,388.2	5,932.8
영업이익	385.9	471.2	488.0	520.1
세전이익	248.5	282.1	331.6	341.0
순이익	245.0	268.1	318.3	327.4
EPS	458	502	595	612
증감율	(63.85)	9.61	18.53	2.86
PER	8.16	6.57	6.27	6.09
PBR	0.42	0.31	0.34	0.32
EV/EBITDA	3.87	4.77	4.84	4.50
ROE	5.32	5.17	5.51	5.43
BPS	8,817	10,576	11,051	11,523
DPS	85	120	140	150



Analyst 안도현 dohyunahn@hanafn.com

팬오션 (028670)

걱정 없는 실적, 걱정 없는 주가

2026년에도 걱정 없다

2026년 벌크선 시황에 대해서는 크게 걱정하지 않는다. 2026년 선복량은 3% (YoY) 증가할 전망이나, 선박 노후화로 공급 증가 압력은 선복량 증가 대비로는 완화될 것으로 예상된다. 넷제로 프레임워크 채택 연기와 별개로 2027년부터는 벌크선 발주 감소 효과가 나타날 수 있다. 따라서 벌크선 시황은 2026년에도 2025년과 유사한 수준에서 유지 될 것으로 예상하고, 케이프 위주의 견조한 시황이 이어질 전망이다. 또한 LNG선의 실적이 연간 온기 반영되며 2026년 연간 영업이익은 5,200억원(+7% (YoY))으로 안정적 실적 흐름을 전망한다. 2027년부터는 공급 증가 압력이 소멸하면서 팬오션에게 보다 큰 기회의 장을 열어줄 것으로 예상된다.

LNG선 추가 수주 기대감

한국가스공사가 수입하는 LNG 운송을 국내 선사에게 할당하는 방향성이 논의되고 있다. 현재 한국가스공사가 연간 수입하는 LNG는 약 3,400만톤, 운용 선대는 약 30척으로 파악된다. 이 중 계약 만료 물량과 신규 계약물량이 국내 선사로 배정될 가능성이 높아지고 있기 때문에, LNG 운송사인 팬오션의 LNG선 추가 수주 가능성도 충분하다고 판단한다. 선박 건조 기간 등을 감안하면 2027년 이후 실적에 반영될 가능성이 높다. 다만 현재 주가 수준에서(P/B 0.3배) 주가 모멘텀으로서 작용하기는 충분하다.

포트폴리오 다각화 중, P/B 0.3배

팬오션의 향후 도입 예정 선박은 벌크선 6척, 탱커선 8척(2척 매각 대체, VLCC 2척), LNG선 1척으로 점차 탱커선의 비중이 높아지고 있다. 국내 1위 벌크선사 뿐만 아니라 제철선/LNG선 영역에서도 주요 플레이어로서 포트폴리오를 다각화해나가고 있다. 2027년에는 사선 중 비벌크 선박 비중이 36%로 상승하게 된다. 벌크선 운임 상승 뿐만 아니라, LNG선 안정화, VLCC 도입 등 기대할 부분이 많다. 현재 주가는 12MF P/E 5배, P/B 0.3배로 매력적인 가격이다. 팬오션에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 4,800원을 유지한다.

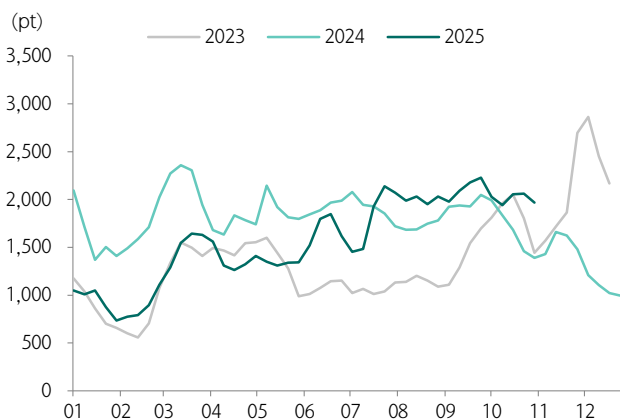
도표 1. 팬오션의 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	976	1,233	1,277	1,675	1,393	1,294	1,270	1,432	4,361	5,161	5,388	5,933
해운업	884	1,076	1,041	1,180	1,054	1,058	1,062	1,203	3,906	4,181	4,377	4,942
벌크선	686	870	827	947	795	803	796	909	3,114	3,330	3,302	3,772
컨테이너선	80	94	108	118	113	110	106	111	366	401	441	395
탱커선	98	92	82	76	78	70	76	90	343	348	313	388
LNG선	19	19	25	40	68	76	85	93	83	103	321	387
곡물사업/기타	152	217	273	558	383	263	266	347	787	1,200	1,260	1,234
(내부거래)	(60)	(59)	(38)	(63)	(43)	(28)	(59)	(118)	(332)	(220)	(248)	(243)
영업이익	98	135	128	110	113	123	125	127	386	471	488	520
벌크선	53	85	73	61	48	53	55	57	243	273	213	243
컨테이너선	(1)	8	18	18	16	15	8	8	9	42	46	22
탱커선	38	38	29	20	20	16	20	22	112	125	79	90
LNG선	8	6	8	15	32	37	37	39	24	38	145	165
세전이익	61	111	131	(20)	75	126	61	70	248	282	332	341
지배주주순이익	60	110	131	(33)	72	123	58	66	245	268	318	327
증가율 (YoY)												
매출액	(2)	1	15	63	43	5	(1)	(15)	(32)	18	4	10
영업이익	(13)	8	61	60	15	(9)	(2)	15	(51)	22	4	7
세전이익	(46)	20	428	적전	24	13	(54)	흑전	(64)	14	18	3
지배주주순이익	(47)	19	434	적전	19	12	(56)	흑전	(64)	9	19	3
Margin												
영업이익률	10.1	11.0	10.0	6.6	8.1	9.5	9.9	8.8	8.8	9.1	9.1	8.8
세전이익률	6.2	9.0	10.3	(1.2)	5.4	9.7	4.8	4.9	5.7	5.5	6.2	5.7
지배주주순이익률	6.2	8.9	10.3	(2.0)	5.2	9.5	4.6	4.6	5.6	5.2	5.9	5.5

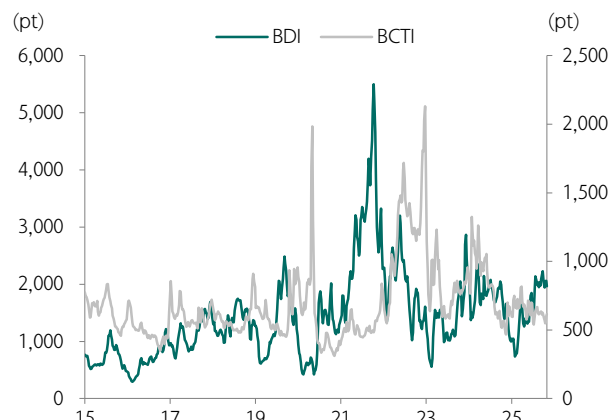
자료: 팬오션, 하나증권

도표 2. BDI 추이(월별)



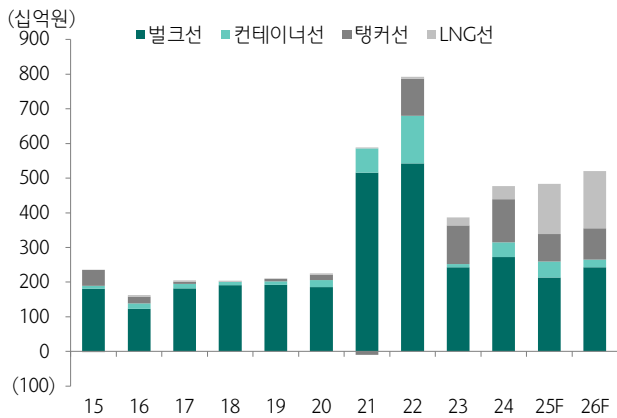
자료: Clarkson, 하나증권

도표 3. BDI/BCTI 추이



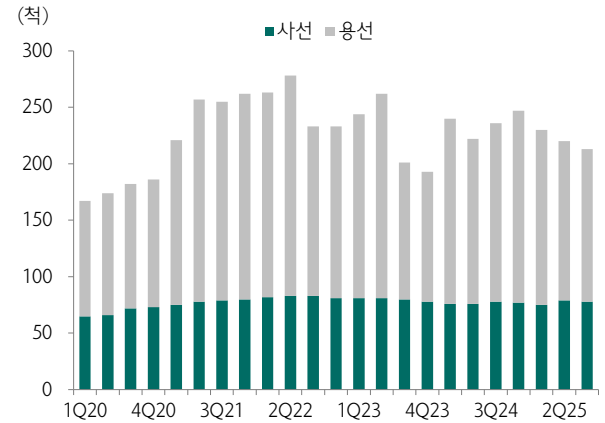
자료: Clarkson, 하나증권

도표 4. 팬오션 사업부별 영업이익 추이 및 전망



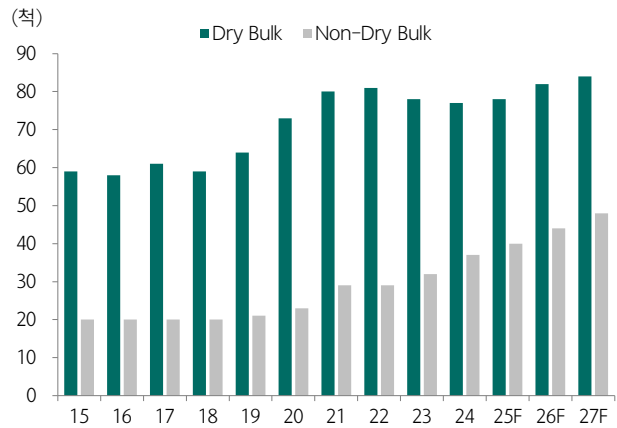
자료: 팬오션, 하나증권

도표 5. 팬오션 선대 추이



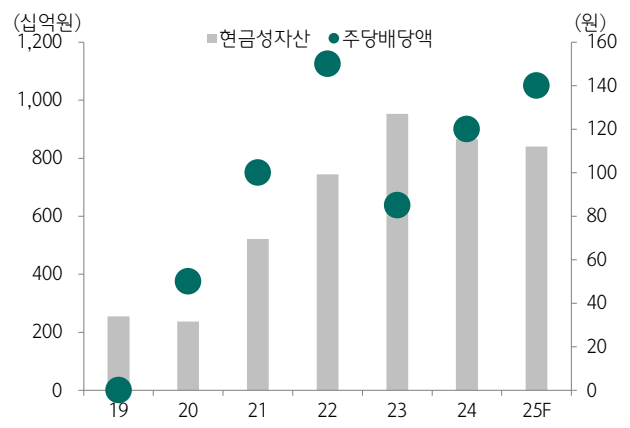
자료: 팬오션, 하나증권

도표 4. 팬오션 사선 중 벌크선/비벌크선 선대 추이



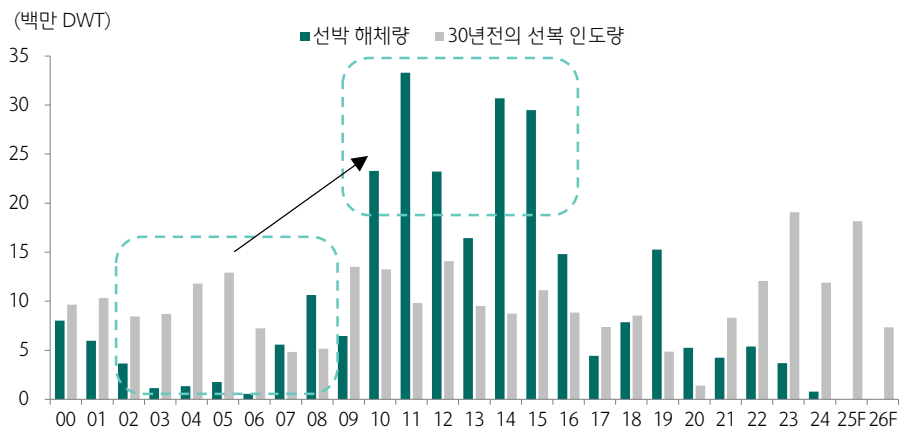
자료: 팬오션, 하나증권

도표 6. 팬오션 현금성자산 및 주당 배당액 추이 및 전망



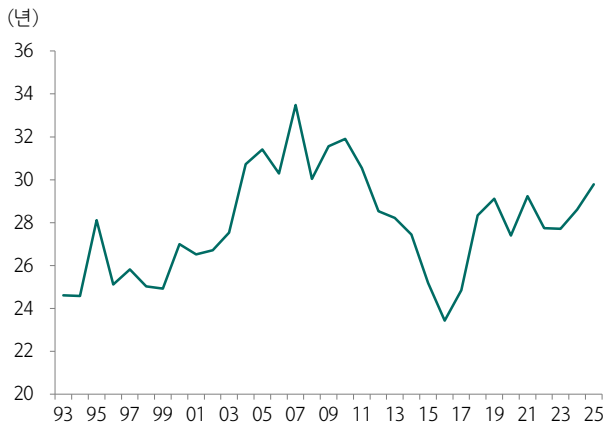
자료: Clarkson, 하나증권

도표 7. 당해의 선박 해체량 vs. 30년전의 선박 인도량



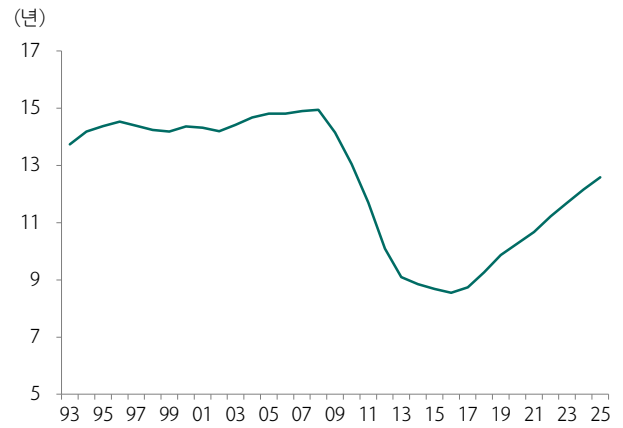
자료: Clarkson, 하나증권

도표 8. 벌크선 평균 폐선 선령



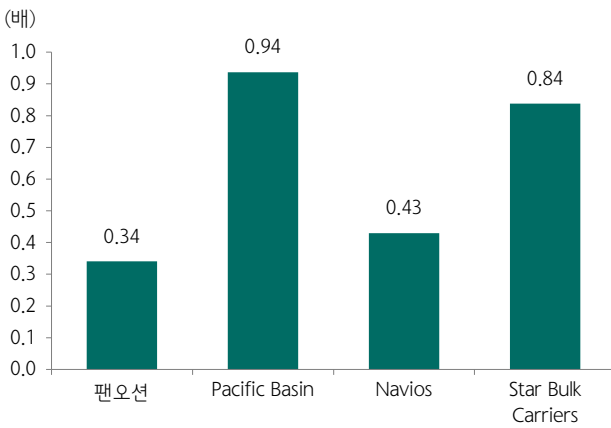
자료: Clarkson, 하나증권

도표 9. 벌크선 평균 선령 추이



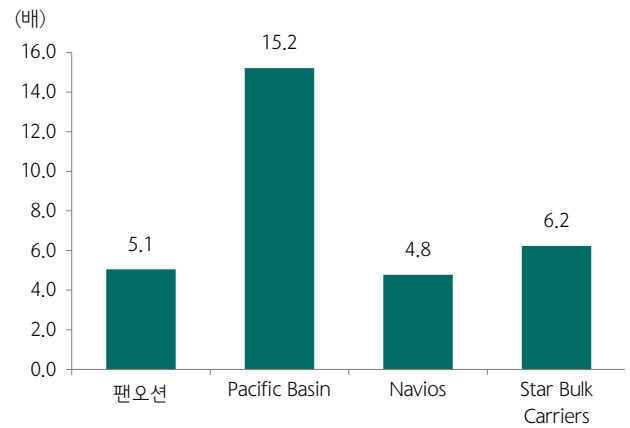
자료: Clarkson, 하나증권

도표 10. 팬오션 P/B Peer 비교



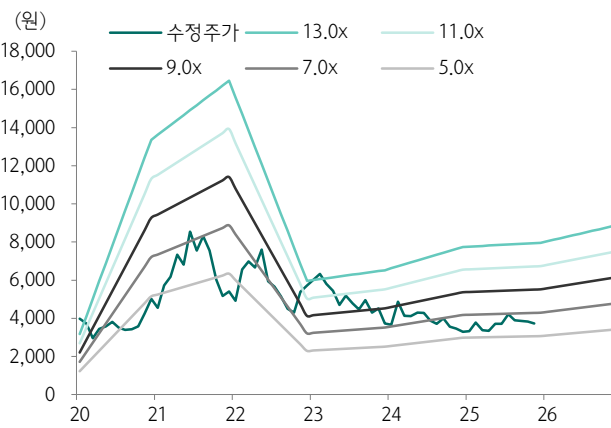
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 11. 팬오션 P/E Peer 비교



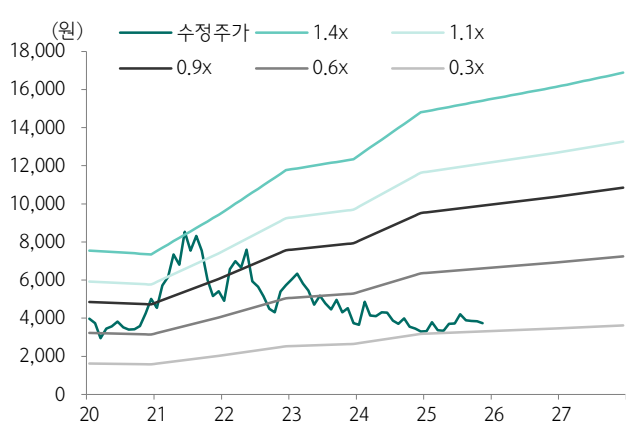
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 12. 팬오션 P/E 밴드



자료: Quantwise, 하나증권

도표 13. 팬오션 P/B 밴드



자료: Quantwise, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	4,361.0	5,161.2	5,388.2	5,932.8	6,271.3
매출원가	3,861.2	4,578.5	4,771.5	5,277.8	5,584.6
매출총이익	499.8	582.7	616.7	655.0	686.7
판매비	114.0	111.6	128.6	134.9	146.2
영업이익	385.9	471.2	488.0	520.1	540.6
금융손익	(74.0)	(162.0)	(158.0)	(166.3)	(153.6)
종속/관계기업손익	(3.5)	24.2	31.1	27.7	29.4
기타영업외손익	(59.9)	(51.3)	(29.6)	(40.5)	(35.1)
세전이익	248.5	282.1	331.6	341.0	381.4
법인세	3.4	13.9	13.3	13.6	15.3
계속사업이익	245.0	268.1	318.3	327.4	366.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	245.0	268.1	318.3	327.4	366.1
비지배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	245.0	268.1	318.3	327.4	366.1
지배주주지분포괄이익	300.9	982.3	318.3	327.4	366.1
NOPAT	380.5	447.9	468.5	499.3	519.0
EBITDA	876.1	940.2	1,008.5	1,044.4	1,066.2
성장성(%)					
매출액증가율	(32.07)	18.35	4.40	10.11	5.71
NOPAT증가율	(51.04)	17.71	4.60	6.57	3.95
EBITDA증가율	(39.82)	7.32	7.26	3.56	2.09
영업이익증가율	(51.13)	22.10	3.57	6.58	3.94
(지배주주)순이익증가율	(63.82)	9.43	18.72	2.86	11.82
EPS증가율	(63.85)	9.61	18.53	2.86	11.93
수익성(%)					
매출총이익률	11.46	11.29	11.45	11.04	10.95
EBITDA이익률	20.09	18.22	18.72	17.60	17.00
영업이익률	8.85	9.13	9.06	8.77	8.62
계속사업이익률	5.62	5.19	5.91	5.52	5.84

투자지표

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	458	502	595	612	685
BPS	8,817	10,576	11,051	11,523	12,058
CFPS	1,642	1,674	1,799	1,846	1,890
EBITDAPS	1,639	1,759	1,887	1,954	1,994
SPS	8,158	9,655	10,079	11,098	11,732
DPS	85	120	140	150	150
주가지표(배)					
PER	8.16	6.57	6.27	6.09	5.45
PBR	0.42	0.31	0.34	0.32	0.31
PCR	2.27	1.97	2.07	2.02	1.97
EV/EBITDA	3.87	4.77	4.84	4.50	4.40
PSR	0.46	0.34	0.37	0.34	0.32
재무비율(%)					
ROE	5.32	5.17	5.51	5.43	5.81
ROA	3.18	2.96	3.02	3.00	3.29
ROIC	6.60	6.41	5.60	5.74	5.86
부채비율	66.63	81.69	83.22	78.21	75.20
순부채비율	29.64	48.19	52.65	47.53	45.18
이자보상배율(배)	3.15	3.52	2.61	2.64	2.98

자료: 하나증권

대차대조표

(단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,757.3	2,021.8	1,937.8	2,030.1	2,080.6
금융자산	1,043.5	1,139.3	1,018.6	1,022.9	1,018.7
현금성자산	952.8	865.8	832.2	790.9	807.7
매출채권	224.8	288.1	300.7	331.1	350.0
재고자산	119.2	122.1	127.5	140.4	148.4
기타유동자산	369.8	472.3	491.0	535.7	563.5
비유동자산	6,096.6	8,249.7	8,886.4	8,947.7	9,213.0
투자자산	203.6	283.3	294.5	321.2	337.9
금융자산	67.6	103.2	106.5	114.3	119.1
유형자산	5,840.6	7,862.2	8,488.5	8,523.8	8,773.1
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	10,824.2	10,977.8	11,293.6
유동부채	1,294.0	1,276.9	1,335.4	1,447.6	1,526.7
금융부채	609.9	541.4	567.7	602.6	633.7
매입채무	216.1	242.8	253.5	279.1	295.1
기타유동부채	468.0	492.7	514.2	565.9	597.9
비유동부채	1,846.6	3,341.3	3,581.2	3,370.2	3,320.9
금융부채	1,830.6	3,322.1	3,561.2	3,348.2	3,297.6
기타비유동부채	16.0	19.2	20.0	22.0	23.3
부채총계	3,140.6	4,618.1	4,916.6	4,817.7	4,847.6
지배주주지분	4,713.4	5,653.4	5,907.5	6,160.1	6,446.0
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	2,113.8	2,366.3	2,652.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	4,713.4	5,653.4	5,907.5	6,160.1	6,446.0
순금융부채	1,396.9	2,724.2	3,110.3	2,927.9	2,912.6

현금흐름표

(단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	750.8	676.2	760.1	772.5	810.8
당기순이익	245.0	268.1	318.3	327.4	366.1
조정	483.1	422.6	443.5	449.1	447.2
감가상각비	490.3	469.1	520.5	524.3	525.6
외환거래손익	(5.5)	11.4	7.5	(11.1)	(8.8)
지분법손익	6.4	(25.9)	(31.1)	(27.7)	(29.4)
기타	(8.1)	(32.0)	(53.4)	(36.4)	(40.2)
영업활동 자산부채변동	22.7	(14.5)	(1.7)	(4.0)	(2.5)
투자활동 현금흐름	(84.4)	(660.4)	(1,079.8)	(511.2)	(716.4)
투자자산감소(증가)	26.0	(58.5)	20.0	0.9	12.8
자본증가(감소)	(313.4)	(385.0)	(1,146.0)	(558.9)	(774.2)
기타	203.0	(216.9)	46.2	46.8	45.0
재무활동 현금흐름	20.2	1,380.8	201.2	(253.0)	(99.6)
금융부채증가(감소)	100.3	1,423.1	265.4	(178.1)	(19.4)
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)	(74.8)	(80.2)
현금의 증감	686.5	1,396.6	(1,995.6)	(41.1)	16.6
Unlevered CFO	877.9	895.1	961.9	986.8	1,010.2
Free Cash Flow	437.4	291.2	(385.9)	213.7	36.6

2025년 11월 5일 | 기업분석_Update

Neutral

목표주가(12M) 21,000원
현재주가(11.04) 20,200원

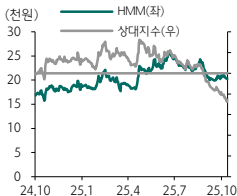
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	4,121.74
52주 최고/최저(원)	25,950/15,750
시가총액(십억원)	19,053.4
시가총액비중(%)	0.56
발행주식수(천주)	943,238.0
60일 평균 거래량(천주)	1,797.8
60일 평균 거래대금(십억원)	39.5
외국인지분율(%)	6.73
주요주주 지분율(%)	
한국산업은행	35.42
한국에너지공사	35.08

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	10,528.5	9,829.2
영업이익(십억원)	1,340.2	804.5
순이익(십억원)	1,834.9	1,156.9
EPS(원)	1,910	1,227
BPS(원)	28,778	29,686

Stock Price



Financial Data

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	8,401.0	11,700.2	10,468.5	9,629.5
영업이익	584.8	3,512.8	1,261.9	600.2
세전이익	1,054.3	3,896.6	1,963.0	1,034.1
순이익	968.6	3,782.2	1,860.1	939.3
EPS	1,829	5,055	2,111	996
증감율	(91.16)	176.38	(58.24)	(52.82)
PER	10.71	3.49	9.59	20.33
PBR	0.63	0.56	0.66	0.71
EV/EBITDA	3.29	0.95	2.85	4.53
ROE	4.59	15.35	6.86	3.56
BPS	31,115	31,615	30,540	28,435
DPS	700	600	600	600



Analyst 안도현 dohyunahn@hanafn.com

HMM (011200)

사상 최대 유동성 보유 시기

항만수수료 유예로 인한 공급 증가 부각

10월 마지막주 SCFI는 1,551pt로 공급 조절과 GRI 효과가 운임에서 나타나고 있는 모습이다. 2025년 컨테이너선 공급이 6% (YoY) 증가했음에도 불구하고 아직까지는 선사들의 협상력이 유지되고 있다는 반증이다. 그렇지만 현재의 선박 발주량을 감안하면 향후 2~3년간 연간 공급 증가율은 5%가 넘어간다. 공급 증가가 아직도 신경쓰인다. 미-중간 항만수수료가 1년간 유예되었는데, 이것 역시도 공급 증가 요인으로 작용할 예정이다. 기존 중국 선박들을 미주 노선에서 다른 노선으로 재배치하는 과정을 통해 공급이 조절되는 효과가 있었다면 당분간은 이러한 반사수혜를 기대하기 어렵다. 따라서 컨테이너선 운임은 단기 등락은 있겠지만, 장기적으로는 우하향하는 흐름을 이어갈 것으로 예상된다.

실적보다는 유동성에 주목

HMM은 12조원 규모의 유동성을 보유하고 있다. 컨테이너선 운임 하락에도 불구하고 HMM은 감가상각비 규모가 크지 않아 타 선사 대비 실적 안정성이 양호할 것으로 예상된다. 또한 향후 현금성 자산에 기반하여 벌크선/탱커선 매입, 터미널 투자 등을 통해 실적 안정성을 보강할 수 있는 가능성이 열려있다. 컨테이너선 운임 하락 사이클이 본격화된다면 선사 사이즈 대비 가장 유동성 규모가 큰 HMM이 상대적으로 부각받을 수 있다.

당분간은 투자 의견 중립 유지, 방향성을 명확히 할 필요 있음

HMM은 2030년까지 컨테이너 선복량을 155만 TEU까지 확장하고, 신조 컨테이너선 건조에 11조원을 투입할 예정이나 아직 구체적 시점은 미정이다. 벌크사업에도 5조원 이상의 자금을 투입 예정이나 마찬가지로 아직 구체화 된 바는 없다. 기업 가치 체고를 위해서 HMM의 현금성자산 활용 전략과 방향성을 명확히 할 필요가 있다는 판단이다. 향후의 현금 활용 가능성을 감안해도 목표 밸류에이션 P/E 15배가 적절하다. 따라서 목표주가는 21,000원을 유지하고, 투자 의견도 중립을 유지한다.

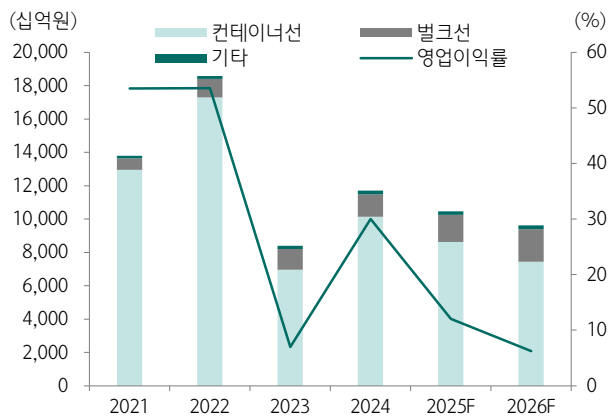
도표 1. HMM의 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	2,330	2,663	3,552	3,155	2,855	2,623	2,522	2,469	8,401	11,700	10,468	9,629
컨테이너선	1,936	2,254	3,188	2,770	2,466	2,170	2,035	1,946	6,965	10,148	8,617	7,443
벌크선	339	348	319	331	335	397	436	461	1,243	1,337	1,630	1,954
기타	55	61	45	54	53	56	50	62	193	215	222	233
영업이익	407	644	1,461	1,000	614	234	283	131	585	3,513	1,262	600
세전이익	503	698	1,759	936	753	506	427	276	1,042	3,897	1,963	1,034
지배주주순이익	485	661	1,738	898	740	471	413	236	956	3,782	1,860	939
증가율 (YoY)												
매출액	12	25	67	53	23	(2)	(29)	(22)	(39)	39	(11)	(8)
영업이익	33	302	1,828	2,261	51	(64)	(81)	(87)	(92)	500	(64)	(52)
세전이익	68	106	1,335	234	50	(27)	(76)	(71)	(80)	274	(50)	(47)
지배주주순이익	70	111	1,723	241	52	(29)	(76)	(74)	(82)	295	(51)	(49)
Margin												
영업이익률	17.5	24.2	41.1	31.7	21.5	8.9	11.2	5.3	7.0	30.0	12.1	6.2
세전이익률	21.6	26.2	49.5	29.7	26.4	19.3	16.9	11.2	12.4	33.3	18.8	10.7
지배주주순이익률	20.8	24.8	48.9	28.5	25.9	18.0	16.4	9.5	11.4	32.3	17.8	9.8

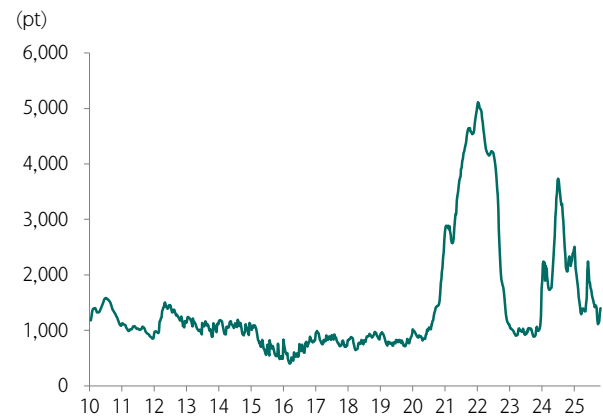
자료: HMM, 하나증권

도표 3. HMM의 사업부별 실적 추이 및 전망



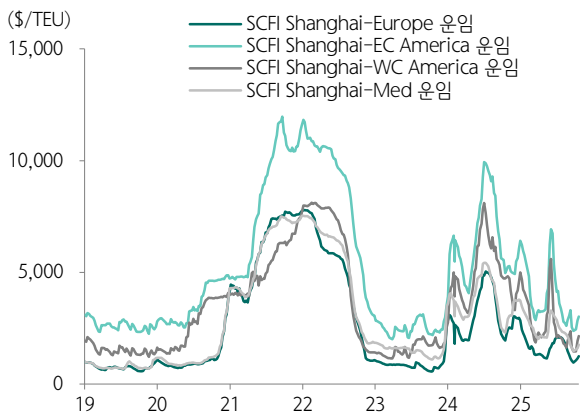
자료: HMM, 하나증권

도표 4. SCFI(상하이컨테이너운임지수)



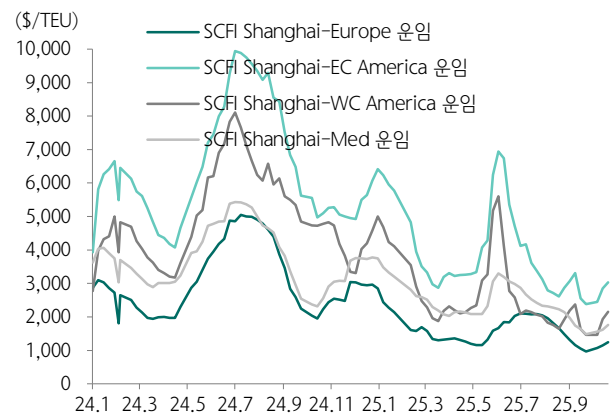
자료: Clarkson, 하나증권

도표 5. SCFI 항로별 운임 추이



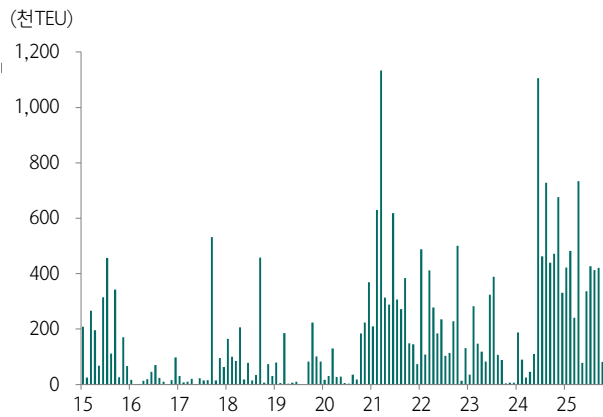
자료: Clarkson, 하나증권

도표 6. SCFI 항로별 운임 추이 - 2024년 이후



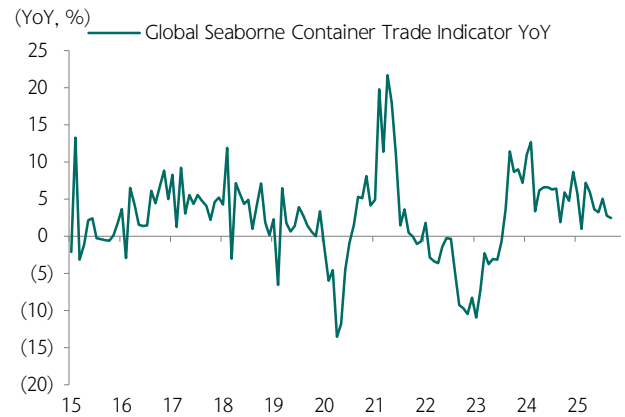
자료: Clarkson, 하나증권

도표 7. 컨테이너선 발주량 추이



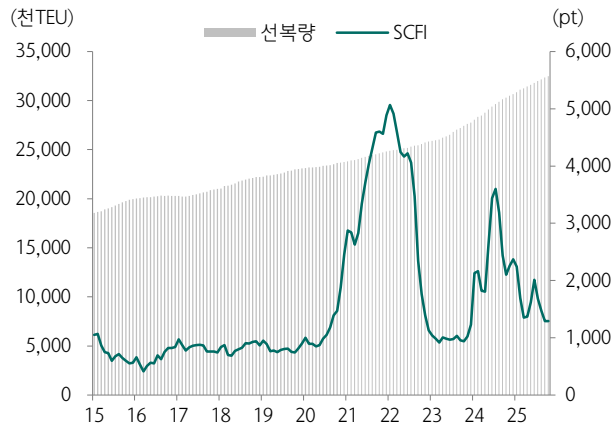
자료: Clarkson, 하나증권

도표 8. 글로벌 컨테이너 물동량 증감률



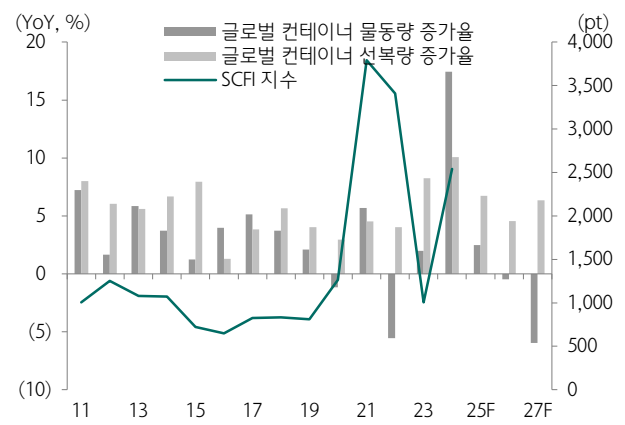
자료: Clarkson, 하나증권

도표 9. 컨테이너선 선복량 추이



자료: Clarkson, 하나증권

도표 10. 컨테이너선 수요/공급 추이 및 전망



자료: Clarkson, 하나증권

도표 11. HMM 2030 중장기 투자계획

컨테이너 사업_ 16.9조원	벌크 사업_ 5.6조원	디지털/친환경 경영_ 1조원	HMM 2030
컨테이너선 130척 155만 TEU 규모 선대 확보 터미널 개발 11건 물류사업 추진 13건	벌크선 110척 (탱커, 정기선, 부정기선) 1,256만 DWT 규모 선대 확보 전용선 사업 진출 검토 친환경에너지 수송사업 진출	업무자동화, 디지털 고객 경험 혁신 등 0.1조원 친환경 설비투자, 저/무탄소 연료 공급망 확보 등 0.9조원	글로벌 친환경 선사로 도약 Green Horizon Green Movement Green Management
친환경 선대 확장 11.0조원 박스 신조 1.7조원 통합물류사업 확대 4.2조원	친환경 관련 투자 친환경 선대 확장 1.7조원 친환경 사업 1.3조원	친환경 관련 투자 친환경 설비 0.4조원	컨테이너 글로벌 Mid-Tier 선사 진입
친환경 관련 투자 친환경 선대 확장 11.0조원			벌크 국내 리딩 벌크선사로의 도약
			재무상태 자산 43조 2천억원 (2023년 대비 +68%) 부채비율 50% 이내 관리 목표 (2023년 20%)

자료: HMM

추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	8,401.0	11,700.2	10,468.5	9,629.5	10,763.1
매출원가	7,426.1	7,736.8	8,665.7	8,473.6	9,526.4
매출총이익	974.9	3,963.4	1,802.8	1,155.9	1,236.7
판매비	390.1	450.6	540.9	555.8	589.9
영업이익	584.8	3,512.8	1,261.9	600.2	646.8
금융손익	687.0	259.0	668.2	437.6	271.5
종속/관계기업손익	(153.7)	162.3	58.3	27.7	29.9
기타영업외손익	(63.8)	(37.6)	(25.3)	(31.4)	(28.4)
세전이익	1,054.3	3,896.6	1,963.0	1,034.1	919.9
법인세	85.6	114.4	103.0	94.7	105.9
계속사업이익	968.7	3,782.1	1,860.0	939.3	814.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	968.7	3,782.1	1,860.0	939.3	814.0
비배주주지분 순이익	0.1	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
지배주주순이익	968.6	3,782.2	1,860.1	939.3	814.0
지배주주지분포괄이익	1,323.9	6,947.0	497.4	480.1	358.5
NOPAT	537.3	3,409.7	1,195.7	545.2	572.4
EBITDA	1,457.6	4,415.8	2,318.5	1,737.3	1,783.9
성장성(%)					
매출액증가율	(54.79)	39.27	(10.53)	(8.01)	11.77
NOPAT증가율	(94.55)	534.60	(64.93)	(54.40)	4.99
EBITDA증가율	(86.49)	202.95	(47.50)	(25.07)	2.68
영업이익증가율	(94.12)	500.68	(64.08)	(52.44)	7.76
(지배주주)순이익증가율	(90.43)	290.48	(50.82)	(49.50)	(13.34)
EPS증가율	(91.16)	176.38	(58.24)	(52.82)	(13.35)
수익성(%)					
매출총이익률	11.60	33.87	17.22	12.00	11.49
EBITDA이익률	17.35	37.74	22.15	18.04	16.57
영업이익률	6.96	30.02	12.05	6.23	6.01
계속사업이익률	11.53	32.33	17.77	9.75	7.56

투자지표

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	1,829	5,055	2,111	996	863
BPS	31,115	31,615	30,540	28,435	28,267
CFPS	2,630	5,948	3,853	2,862	2,922
EBITDAPS	2,752	5,902	2,632	1,842	1,891
SPS	15,863	15,638	11,882	10,209	11,411
DPS	700	600	600	600	600
주가지표(배)					
PER	10.71	3.49	9.59	20.33	23.46
PBR	0.63	0.56	0.66	0.71	0.72
PCFR	7.44	2.97	5.26	7.08	6.93
EV/EBITDA	3.29	0.95	2.85	4.53	5.61
PSR	1.23	1.13	1.70	1.98	1.77
재무비율(%)					
ROE	4.59	15.35	6.86	3.56	3.10
ROA	3.74	12.70	5.64	2.92	2.57
ROIC	5.34	26.08	7.71	3.30	3.16
부채비율	19.93	21.51	21.63	22.05	19.07
순부채비율	(40.53)	(40.78)	(34.98)	(30.30)	(22.34)
이자보상배율(배)	3.69	26.28	9.04	4.52	4.98

자료: 하나증권

대차대조표

(단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	13,179.7	17,996.8	15,523.8	14,314.5	11,425.1
금융자산	11,806.4	15,872.8	13,618.1	12,557.6	9,467.2
현금성자산	3,249.8	1,471.8	1,377.5	1,297.9	1,286.8
매출채권	756.7	1,130.1	1,011.2	930.1	1,039.6
재고자산	362.4	401.8	359.5	330.7	369.7
기타유동자산	254.2	592.1	535.0	496.1	548.6
비유동자산	12,533.7	15,851.7	16,587.2	17,804.6	19,719.5
투자자산	1,507.7	872.4	815.8	777.3	829.3
금융자산	1,175.0	366.1	362.9	360.6	363.6
유형자산	7,715.9	9,846.4	10,788.4	11,844.3	13,707.2
무형자산	40.8	42.7	42.7	42.7	42.7
기타비유동자산	3,269.3	5,090.2	4,940.3	5,140.3	5,140.3
자산총계	25,713.4	33,848.6	32,111.0	32,119.1	31,144.7
유동부채	2,001.4	2,357.2	2,211.2	2,111.7	1,288.5
금융부채	898.3	957.6	957.6	957.6	0.0
매입채무	473.8	577.5	516.7	475.3	531.2
기타유동부채	629.3	822.1	736.9	678.8	757.3
비유동부채	2,271.2	3,635.8	3,498.7	3,692.0	3,699.2
금융부채	2,217.6	3,555.2	3,426.5	3,625.6	3,625.0
기타비유동부채	53.6	80.6	72.2	66.4	74.2
부채총계	4,272.6	5,993.0	5,709.9	5,803.8	4,987.7
지배주주지분	21,439.2	27,853.9	26,399.5	26,313.7	26,155.4
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	129.3	129.3	129.3
기타포괄이익누계액	1,072.6	4,244.6	2,882.0	2,422.8	1,967.3
이익잉여금	10,889.1	14,114.8	13,810.2	14,183.5	14,480.7
비지배주주지분	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
자본총계	21,440.8	27,855.5	26,401.1	26,315.3	26,157.0
순금융부채	(8,690.5)	(11,360.0)	(9,234.0)	(7,974.3)	(5,842.2)

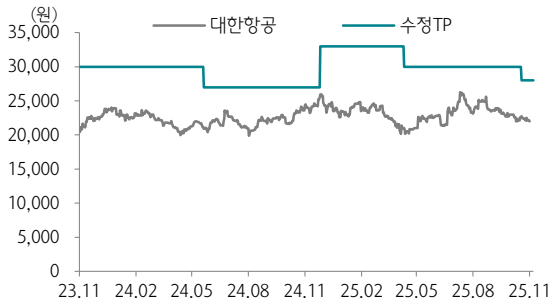
현금흐름표

(단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,979.7	4,874.6	3,666.2	2,934.9	2,886.5
당기순이익	968.7	3,782.1	1,860.0	939.3	814.0
조정	825.4	1,100.7	1,800.5	1,991.7	2,077.7
감가상각비	872.9	903.0	1,056.6	1,137.1	1,137.1
외환거래손익	(45.3)	(5.7)	802.1	882.3	970.5
지분법손익	153.7	(162.3)	(58.3)	(27.7)	(29.9)
기타	(155.9)	365.7	0.1	0.0	(0.0)
영업활동 자산부채변동	185.6	(8.2)	5.7	3.9	(5.2)
투자활동 현금흐름	(1,487.1)	(6,232.2)	(1,738.2)	(2,687.2)	(1,368.9)
투자자산감소(증가)	1,053.8	662.6	114.9	66.3	(22.2)
자본증가(감소)	(2,037.1)	(2,537.0)	(1,998.7)	(2,193.0)	(3,000.0)
기타	(503.8)	(4,357.8)	145.6	(560.5)	1,653.3
재무활동 현금흐름	(1,557.3)	931.5	(2,080.4)	(366.8)	(1,475.1)
금융부채증가(감소)	(981.0)	1,396.9	(128.6)	199.1	(958.3)
자본증가(감소)	1,010.9	976.7	720.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1,000.4)	(959.8)	(2,143.2)	0.0	0.1
배당지급	(586.8)	(482.3)	(528.6)	(565.9)	(516.9)
현금의 증감	(1,064.7)	(426.1)	(2,111.9)	(79.6)	(11.1)
Unlevered CFO	1,392.6	4,450.3	3,394.9	2,699.4	2,756.3
Free Cash Flow	(57.4)	2,337.6	1,667.5	741.9	(113.5)

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

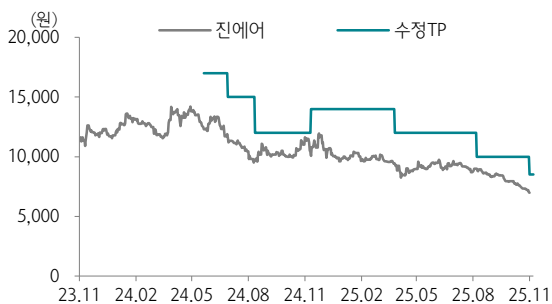
대한항공



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.10.22	BUY	28,000		
25.4.14	BUY	30,000	-22.93%	-12.50%
24.11.29	BUY	33,000	-29.18%	-22.27%
24.5.24	BUY	27,000	-17.14%	-5.74%
24.5.20	담당자 변경		-	-
24.5.4	1년 경과		-	-
23.5.4	BUY	30,000	-24.66%	-12.50%

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

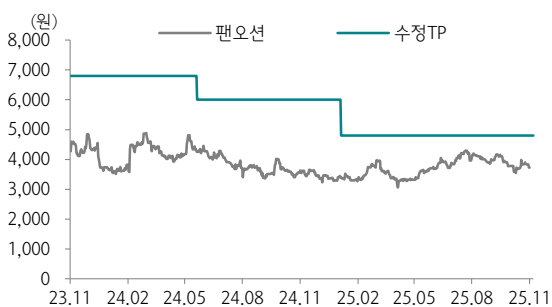
진에어



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.11.5	BUY	8,500		
25.8.10	BUY	10,000	-18.69%	-10.50%
25.3.30	BUY	12,000	-24.12%	-18.83%
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

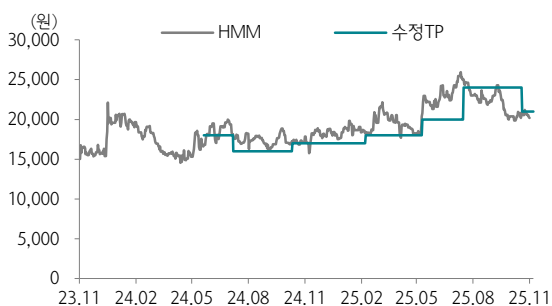
팬오션



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.1.8	BUY	4,800		
24.5.24	BUY	6,000	-38.07%	-25.67%
24.5.22	담당자 변경		-	-
23.10.19	BUY	6,800	-38.25%	-28.09%

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

HMM



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.10.23	Neutral	21,000		
25.7.20	Neutral	24,000	-6.72%	-17.21%
25.5.14	Neutral	20,000	15.98%	6.50%
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

- 당사는 2025년 11월 5일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(안도현)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(안도현)는 2025년 11월 5일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 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 투자 의견 비율공시

- **투자 의견의 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	95.41%	4.59%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 11월 01일