

2026
RESEARCH
FORUM

하나TV
하나증권

운송 Neutral | Analyst 안도현

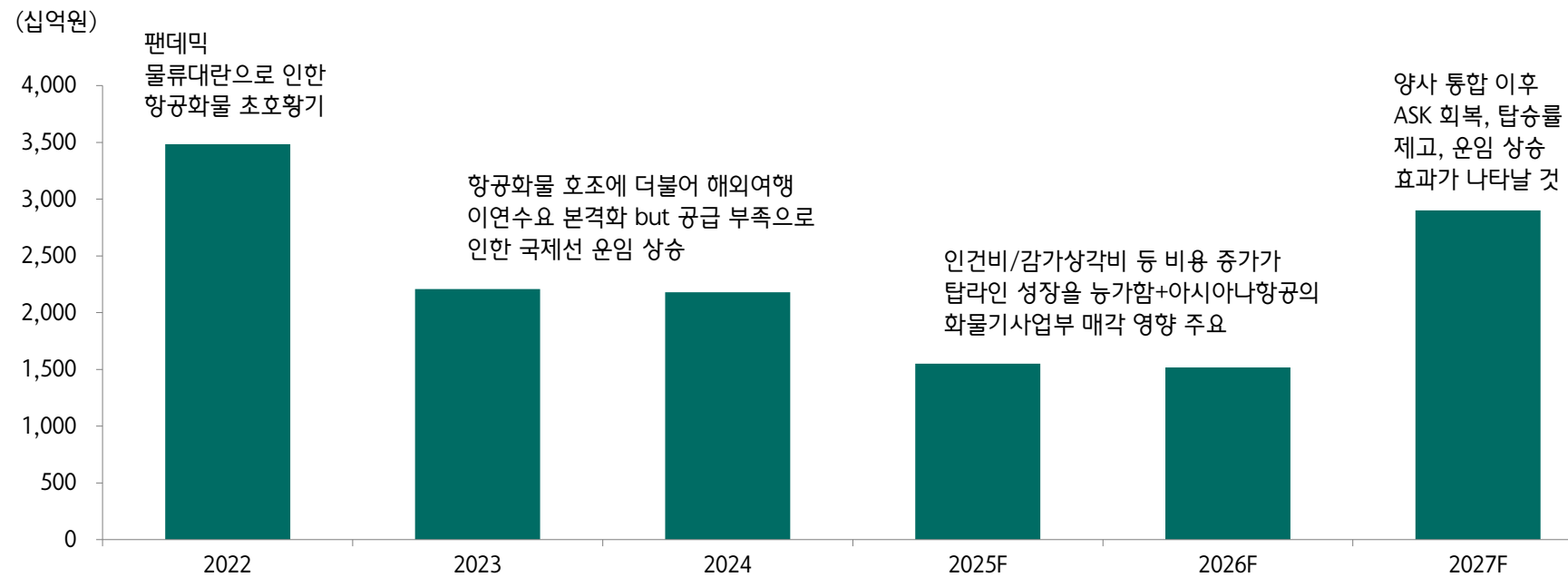


Get Ready With Me

하나증권

Get Ready With Me

- 장거리/프리미엄/중국이라는 성장축을 모두 FSC가 보유, 다만 탑라인 증가 효과는 2027년부터 본격화 될 예정
- 공급 Side의 기대감 유효. 벌크선 공급 압력 소멸 머지 않았다, 컨테이너선은 운임시황 하락세 불가피할 것
- 통합/공급 변화 시기는 2027년, 2026년은 과도기로서 실적/주가 모멘텀 크지 않다는 판단. 대한항공/팬오션 저점 매수 추천

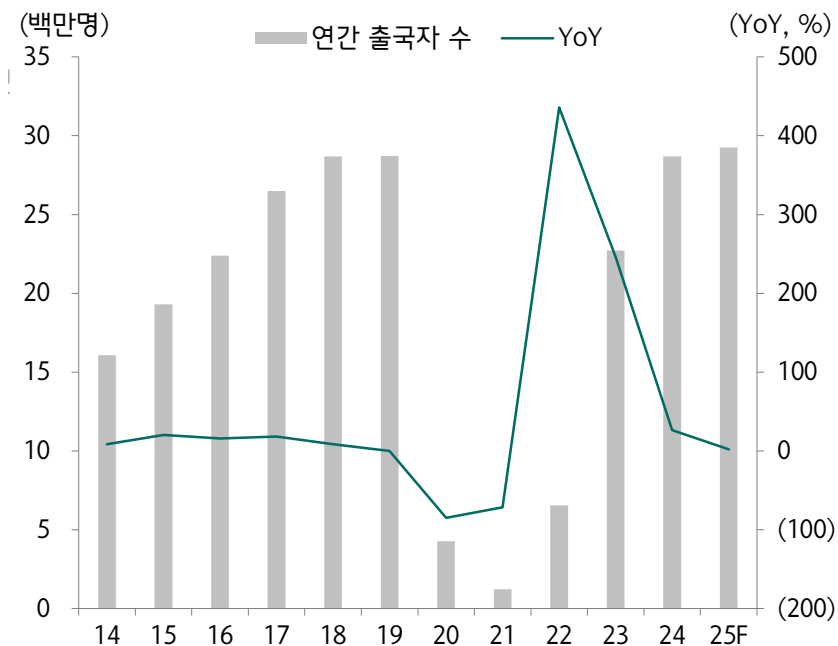


자료: 대한항공, 아시아나항공, 하나증권

여행의 경험이 중요한 시대

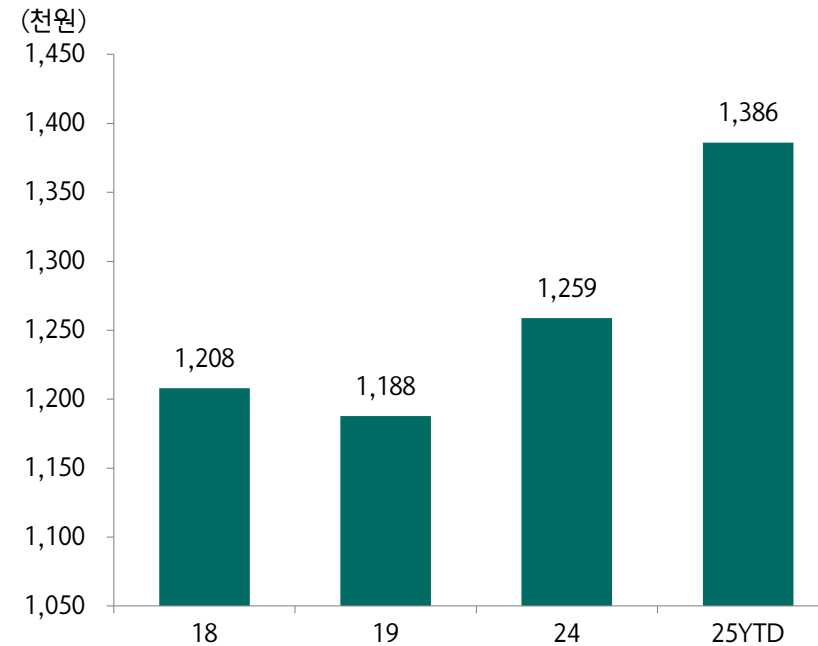
- 2019년 연간 출국자수는 2,871만명, 2025년도는 2,930만명 전망. 국내 여행인구의 Q 상단은 제약되어 있는 상황
- 2025년 해외에서의 평균 지출액은 139만원, 2018년~2019년 대비 16% 증가한 것. 여행의 횟수보다는 경험이 중요한 시대
- 여행 수요는 프리미엄 위주로 성장할 것, Q가 제약되어 있다면 어떤 노선이 운임 상승을 유도할 수 있을지가 중요

연간 내국인 출국자수 추이 및 전망



자료: 한국관광공사, 하나증권

내국인 1회 출국당 평균 지출액 추이

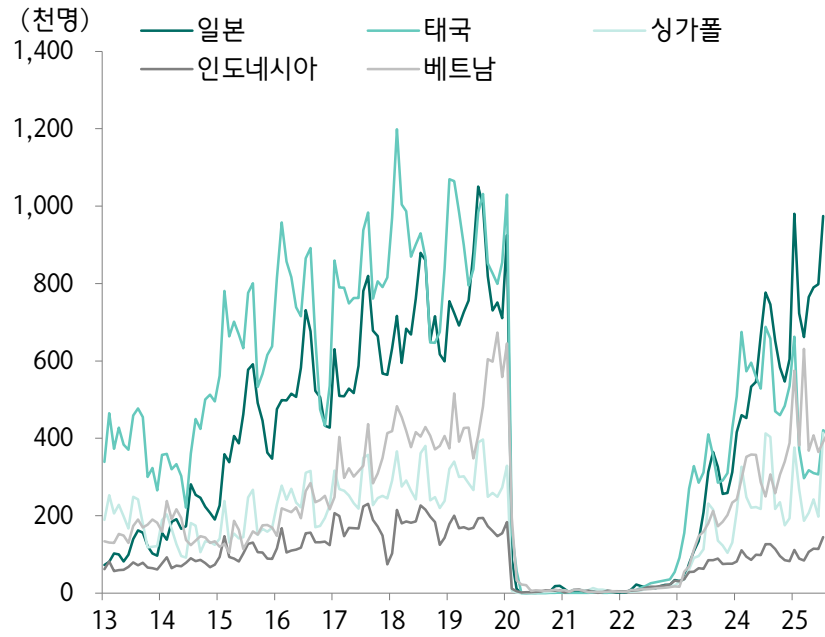


자료: 법무부, 한국은행, 하나증권

항공수요의 지역별 편차 나타나는 중

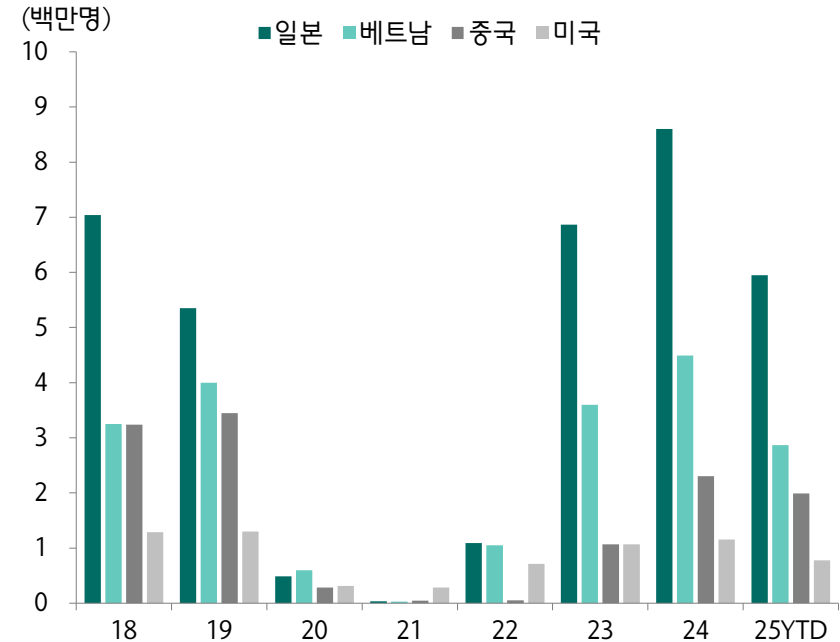
- 중국 인바운드/아웃바운드 수요는 2025년 YoY 25% 이상 성장 전망, 전례없는 양국 상호 무비자 상황. 공급은 2019년 수준
- 일본 아웃바운드 수요는 연간 +5%, 이미 2018년의 1.3배. 동남아 수요도 치안 이슈 부각되며 업사이드 크지 않은 상황
- 미주/유럽 노선 수요는 아웃바운드보다는 인바운드/환승수요가 견인, 최근 장거리 노선의 공급 증가도 나타나는 중

주요 여행지별 중국인 인바운드 추이



자료: Wind, CEIC, 하나증권

주요 방문국가별 내국인 출국자 수

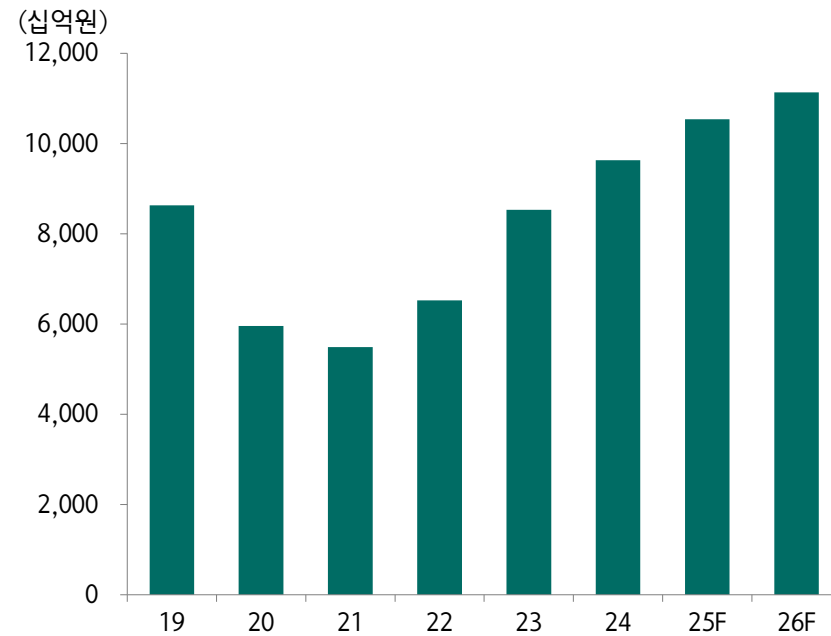


자료: 법무부, 하나증권

비용 증가가 두드러질 2026년

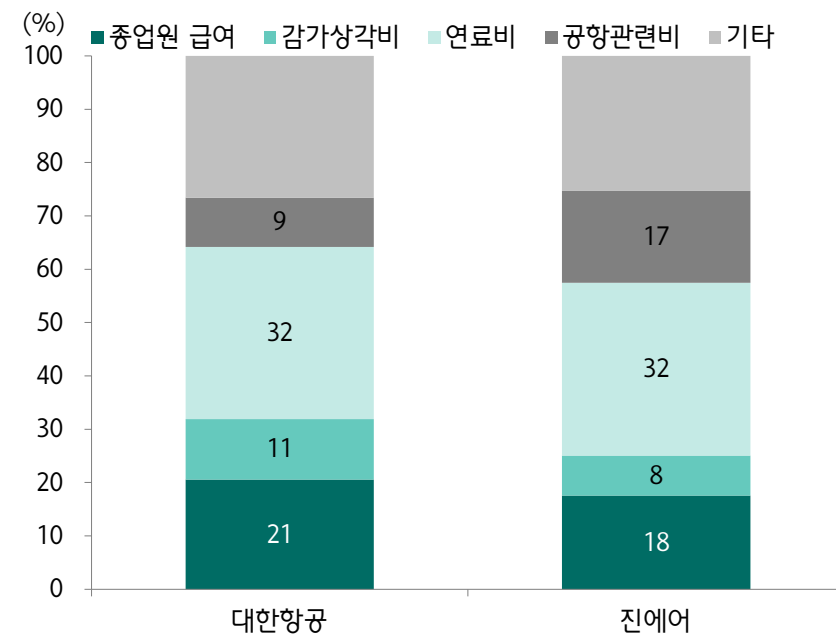
- 대한항공의 영업비용은 2019년 대비 25% 증가, 2026년은 2025년 대비 6% 증가할 전망. 감가상각비/인건비 증가가 주요
- 고환율 기조도 부담. 항공사의 비용 중 달러 노출도는 50% 이상. 고환율 시기의 기재 인도량 증가는 감가상각비 증가 요인으로 작용
- 2026년은 탑라인 증가보다는 비용 증가폭이 더 클 것으로 예상, 결국 탑라인 성장 시점이 관건

대한항공 영업비용 증가 추이 및 전망(유류비 제외)



자료: 대한항공, 하나증권

대한항공/진에어 비용 구조 비교

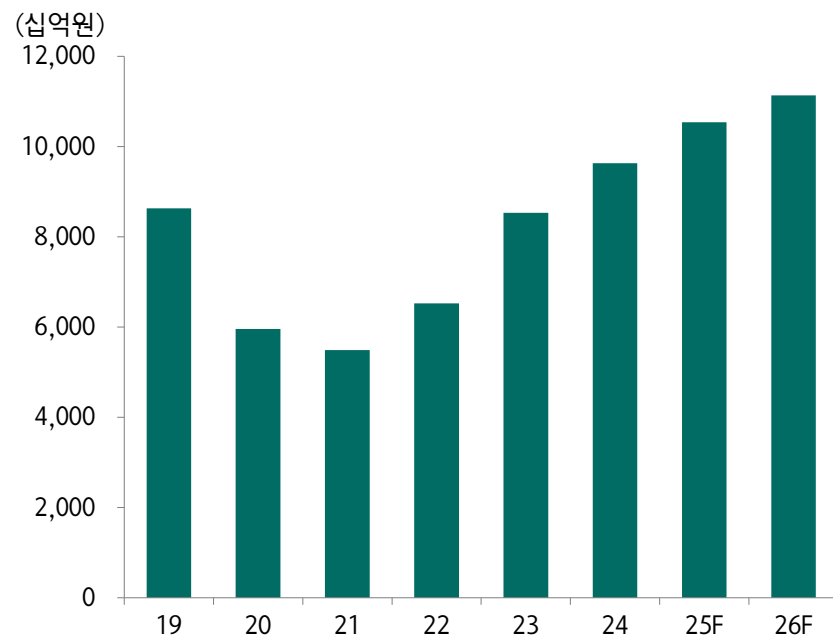


자료: 대한항공, 진에어, 하나증권

부가 매출: 방산+MRO, 또는 서비스 요금 추가

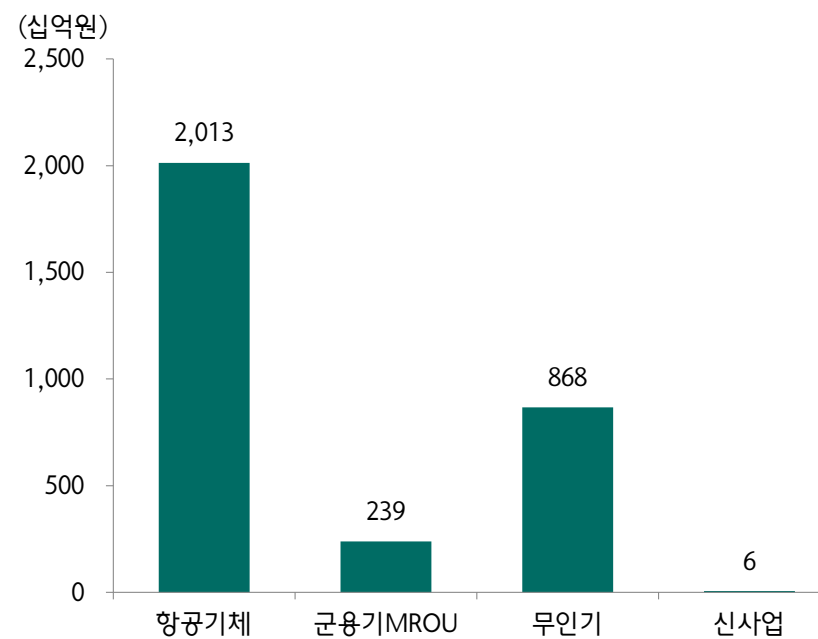
- 부가 매출이 주가 모멘텀으로 작용할 것. 대한항공의 방산 수주 돋보이는 중, 2027년 엔진 MRO 기지도 가동 예정
- 대한항공의 2024년 항공우주 사업부 매출액은 6천억원, 2027년 1조원까지 성장 가능할 것으로 예상
- LCC의 경우 부가매출 비중 확대가 시급, 해외의 경우 LCC 매출의 30% 가 부가서비스에서 발생, 국내는 10% 미만에 불과

대한항공 항공우주 사업부 매출액 추이 및 전망



자료: 대한항공, 하나증권

대한항공 항공우주 사업 내 수주 현황(2025년 6월 기준)

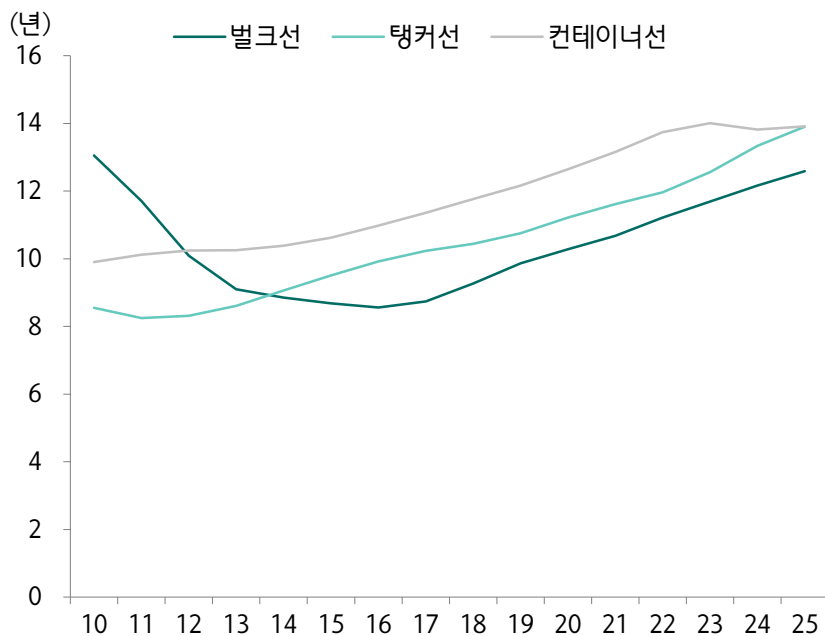


자료: 대한항공, 하나증권

트럼프와 넷제로 채택 연기

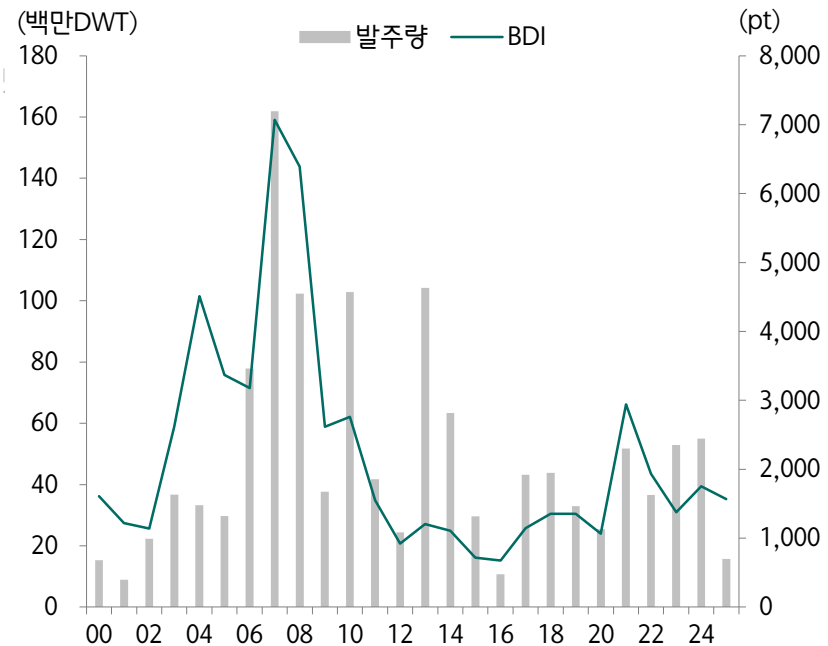
- IMO의 넷제로 프레임워크 채택 연기, 트럼프 임기 내 채택 가시성 낮다는 판단. 따라서 노후선박 시장 퇴출 압박은 완화될 것
- 특히 폐선 압박이 높은 벌크선/탱커선의 공급 감소 효과는 단기간 제한적. 그래도 벌크선 시황에 대한 우려는 크지 않음
- 2025년 YTD 벌크선 발주는 2024년의 1/3 수준에 불과, 팬데믹 이후 최저 수준 기록, 향후 공급 증가 가능성은 낮은 상황

선종별 평균 선령 추이



자료: Clarkson, 하나증권

벌크선 신규 발주량과 BDI 추이

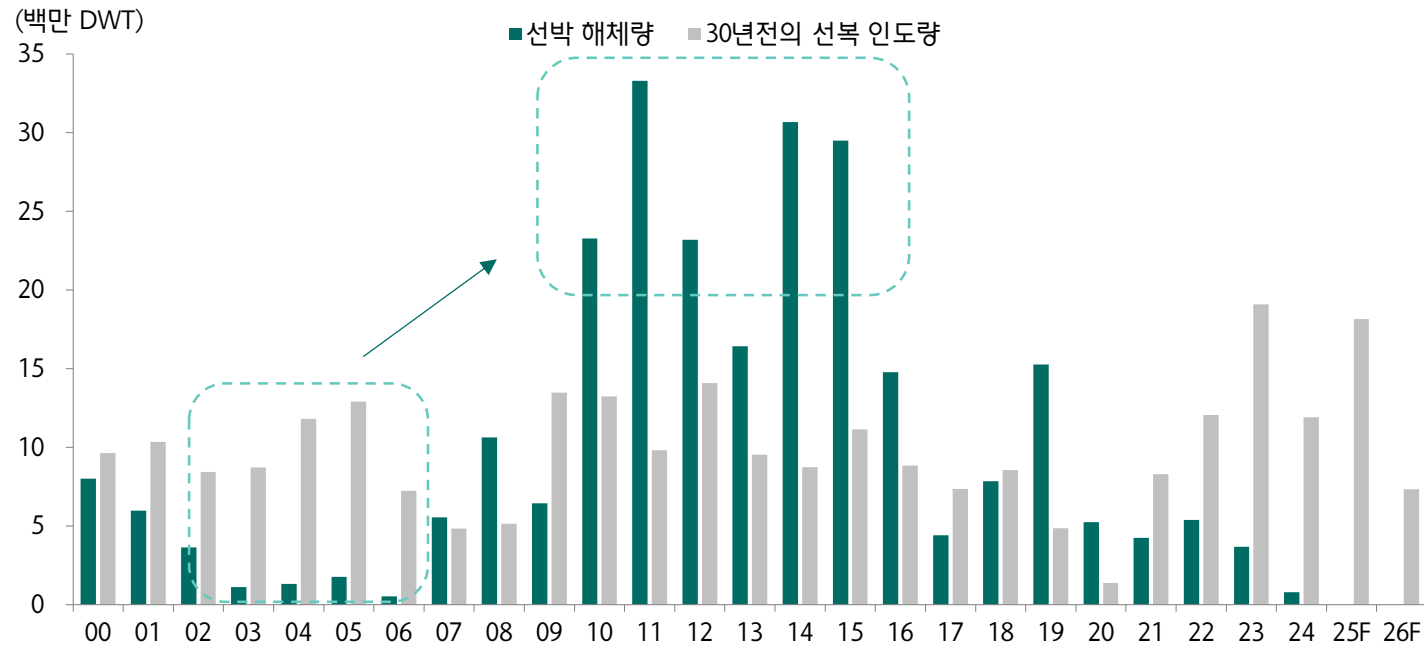


자료: Clarkson, 하나증권

벌크선들이 노후화되고 있어요

- 벌크선의 평균 폐선 선령은 30년, 환경규제와 무관하게 벌크선 선박의 평균 운용 기간은 30년 미만
- 가장 많은 벌크선이 지어진 시기는 2006년~2010년, 이후 발주 사이클은 없었음. 해당 기간에 지어진 선박 선령 15년 도달 중
- 선령 15년 이후 검사 기준 강화, 입거 기간 연장되며 공급 제한 효과. 2026년 벌크선 공급 +3%, 수요 +2%이나 실제로는 균형 가능성

당해의 선박 해체량 vs. 30년전의 선박 인도량

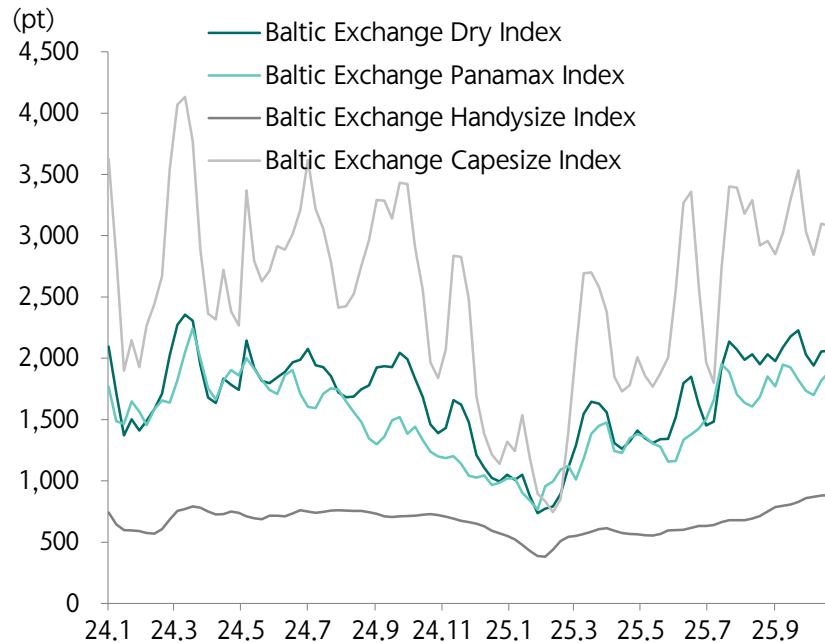


자료: Clarkson, 하나증권

이제는 지어지는 벌크선이 없다

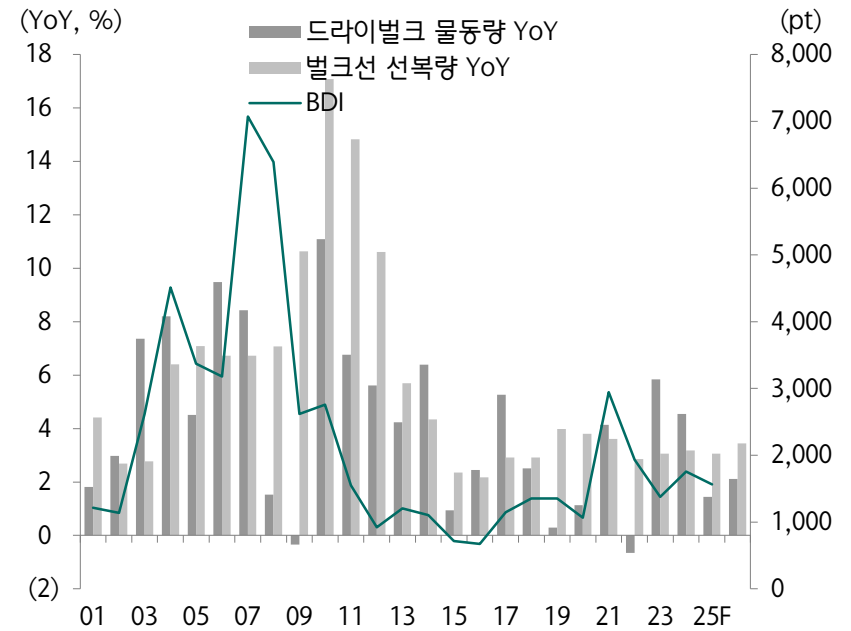
- 2026년 역시 철광석/보크사이트 수요 강세 전망, 케이프 위주의 견조한 운임 유지 예상, 곡물 물동량도 미-중 합의로 증가할 것
- 2025년 이후 벌크선 발주량이 낮은 상태로 유지된다면, 2027년 이후의 공급 증가율은 0%에 수렴할 것, 선복량 증가율 대비 실공급 낮음
- 수요 증가보다는 공급 감소 측면에서 모멘텀 기대 가능하다는 판단, 시점은 2027년 이후

벌크선 선형별 운임 추이



자료: Clarkson, 하나증권

벌크선 물동량/선복량 추이

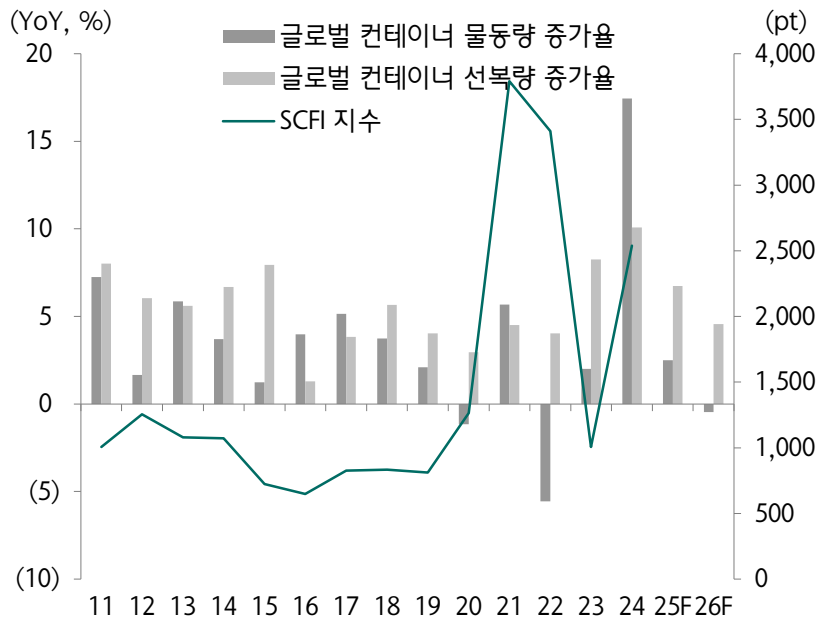


자료: Clarkson, 하나증권

컨테이너선 본격 감익 시기의 도래

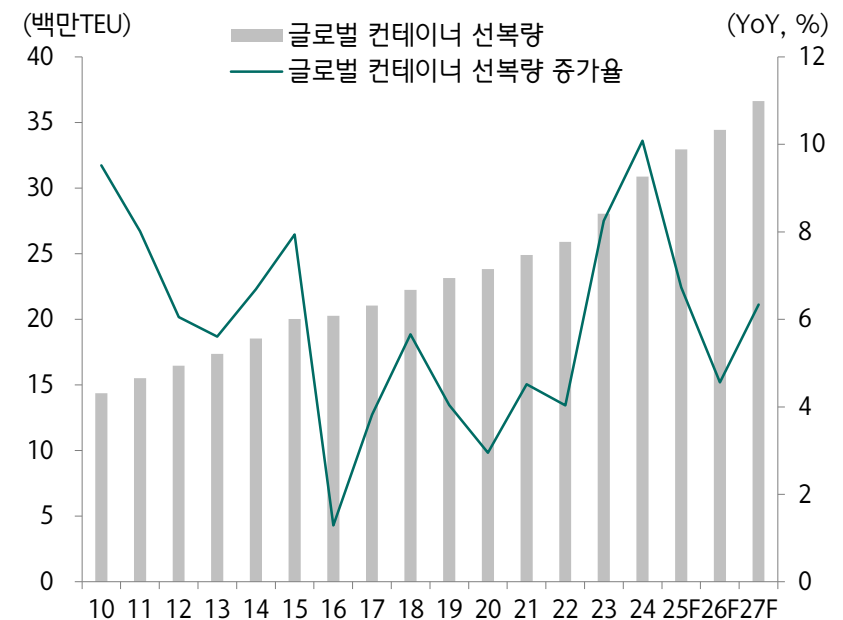
- 가장 공급 증가 압력이 큰 선종은 컨테이너선, 2025년 연간 선복량 증가율은 6%로 추정, 2026년/2027년도 5%/6% 전망
- 넷제로 프레임워크에 가장 민감한 선종도 원양 컨테이너선, 중기 조치 채택 연기로 공급 압박 우려. 그래도 EU-ETS는 시행 중
- 미-중 입항료 유예로 미주 노선의 공급 조절 효과도 소멸될 예정, 단기 등락 있으나 시황 우하향 전망

컨테이너선 수요/공급 추이 및 전망



자료: Clarkson, 하나증권

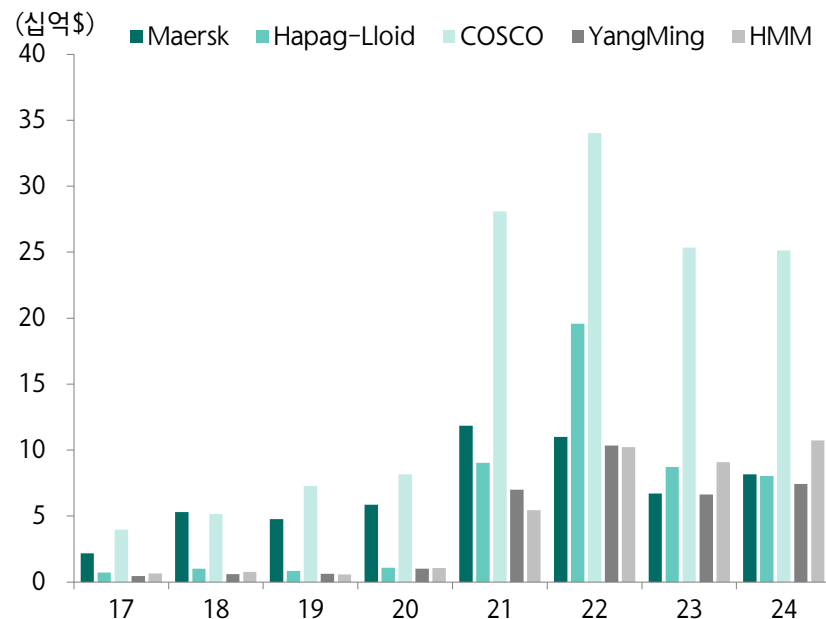
컨테이너선 선복량 추이



자료: Clarkson, 하나증권

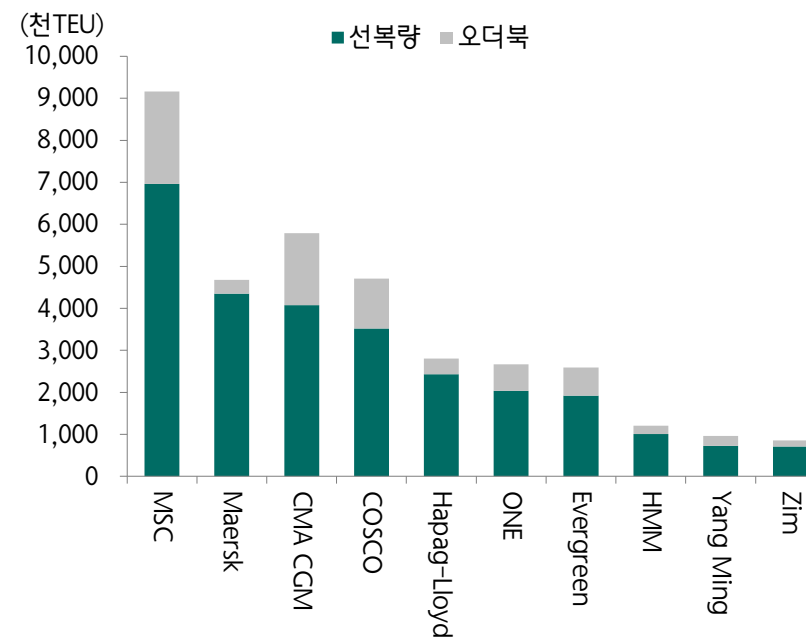
- 팬데믹 이후 컨테이너선사 보유 현금 급증, 선사의 평균 현금성 자산 보유액은 2019년 대비 4배 규모로 성장
- 특히 미드티어 미만 선사의 유동성 증가가 두드러짐, HMM은 2019년 대비 보유 현금량 18배 규모, 선박 발주 없었기 때문
- 현재 HMM은 선사 규모 대비 유동성 가장 많은 선사, 기타 선사 대비 포트폴리오 재조정의 기회가 있다는 판단

글로벌 컨테이너선사 보유 현금 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

글로벌 컨테이너선사 선박량 및 오더북 추이

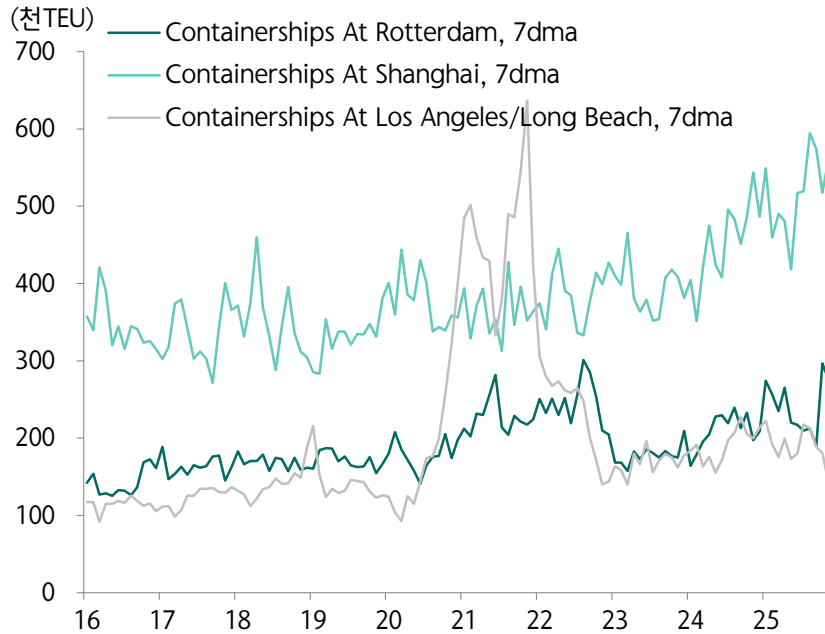


자료: 알파라이너, 하나증권

시황 하락 시 HMM이 상대적으로 아웃퍼폼 할 수 있는 이유

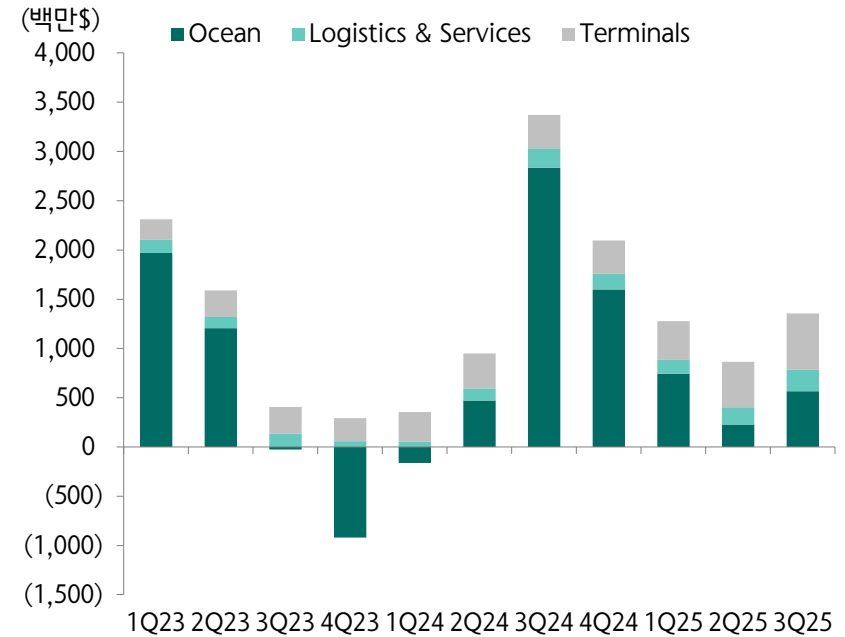
- HMM의 현금성 자산은 12조원 규모. 제한적인 선박 발주로 MS 하락했으나 시황 저조시 비용 부담은 상대적으로 덜할 것
- 최근 컨테이너 터미널 비용 증가 중, 항만 혼잡도 증가. 근원적 이유는 선박량 증가 대비 항만 Capa 확장이 더디기 때문
- 터미널 사업부 보유한 선사(Maersk, Hapag-Lloyd)의 실적 안정성 보강될 것. 본업보다 부업 확장이 중요한 시점

주요 항만별 정박 선박량 추이



자료: Clarkson, 하나증권

Maersk 부문별 영업이익 추이

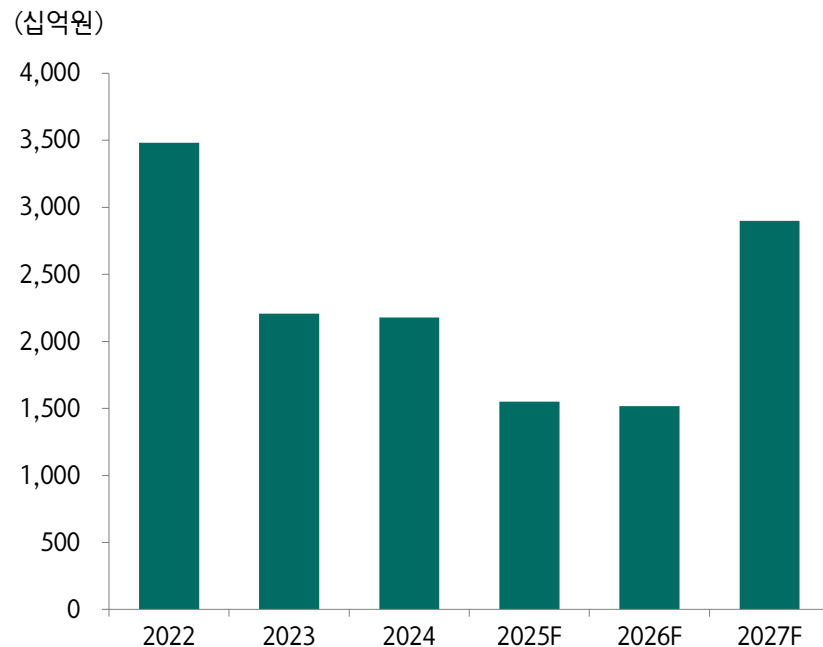


자료: Maersk, 하나증권

2026년은 과도기적 구간

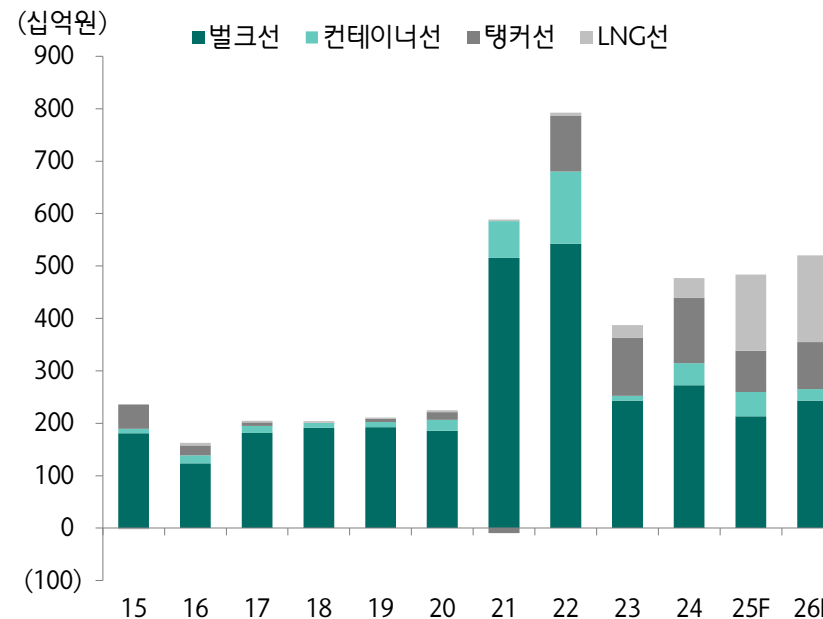
- FSC의 통합이 전개되고 있고, 벌크선도 공급 증가 기조 유지되는 중. 2026년 모멘텀은 제한적, 투자의견 Neutral 하향
- 대한항공의 경우 아직은 비용 증가 구간, 아시아나항공과의 합병 이후 본격 프리미엄 전략 전환과 시너지 효과 나타날 것
- 팬오션은 LNG선 추가수주 가능성이 주가 모멘텀으로 작용할 것, HMM은 현금 보유량 많으나 적정 P/E 15배 수준

대한항공 연결 영업이익 추이 및 전망



자료: 대한항공, 하나증권

팬오션 부문별 영업이익 추이 및 전망



자료: 팬오션, 하나증권

대한항공(003490) | BUY | TP 28,000원 | CP(11월13일) 22,300원

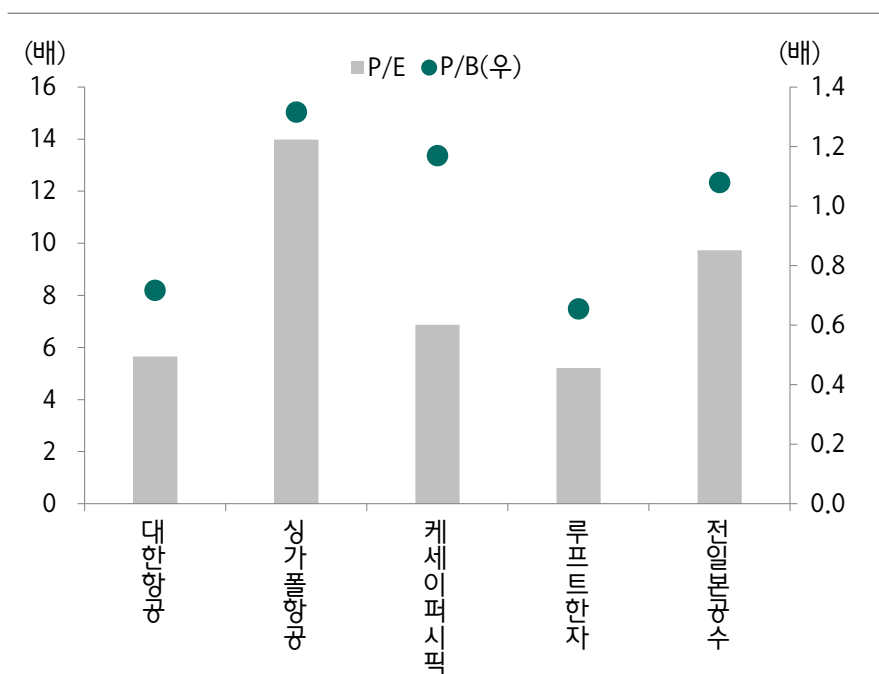
- 탑라인 성장이 비용 증가를 만회할 수 있는 시점은 2027년, 기업 결합 이후 ASK의 회복과 탑승률 제고, 운임 상승이 동시에 이루어질 것
- 항공우주 사업부도 신규 성장축, 2024년 매출액 6천억원->2027년 1조원까지 성장 가능할 전망
- 주요 경쟁력인 미주/유럽/중국 노선의 수요와 경쟁 상황에 대해서 점검할 필요, 2027년 통합 대한항공으로서의 독보적 지위 기대

Financial Data (단위: 십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	17,870.7	25,093.1	25,424.9	28,400.9
영업이익	2,110.2	1,551.6	1,516.9	2,900.4
순이익	1,381.9	1,203.4	897.5	1,930.5
증감률	24.1	(22.3)	(25.4)	115.0
PER	6.34	8.05	10.79	5.02
PBR	0.80	0.73	0.70	0.63
ROE	13.17	9.43	6.66	13.25
DPS	750	750	750	750

자료: 하나증권

Peer 항공사 P/E, P/B



자료: Bloomberg, 하나증권

팬오션(028670) | BUY | TP 4,800원 | CP(11월13일) 3,775원

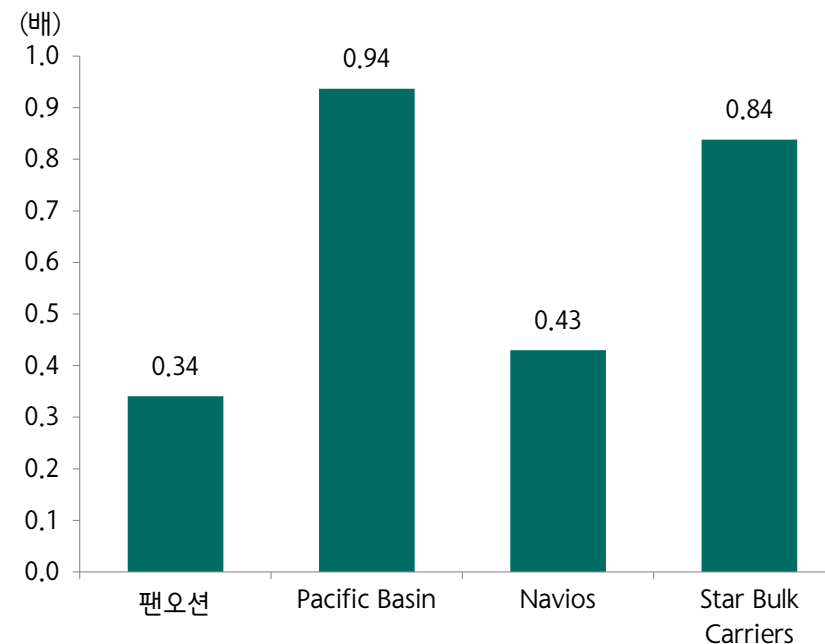
- 2026년의 벌크선 시황에 대해서도 걱정하지 않음. 2026년 연간 영업이익 5,200억원(+7%)로 안정적 실적 흐름 전망
- 한국가스공사의 LNG운송을 국내 선사에게 할당하는 방향성 논의 중, LNG선 추가 수주 가능성 높다는 판단
- 벌크선 메인이거나, LNG선/제품선 영역에서도 국내 주요 선사 위치. 12MF P/E 5배, P/B 0.3배로 절대적으로 낮은 주가 수준

Financial Data (단위: 십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	5,161.2	5,388.2	5,932.8	6,271.3
영업이익	471.2	488.0	520.1	540.6
순이익	268.1	318.3	327.4	366.1
증감률	9.6	18.5	2.8	11.9
PER	6.57	6.39	6.21	5.55
PBR	0.31	0.34	0.33	0.32
ROE	5.17	5.51	5.43	5.81
DPS	120	140	150	150

자료: 하나증권

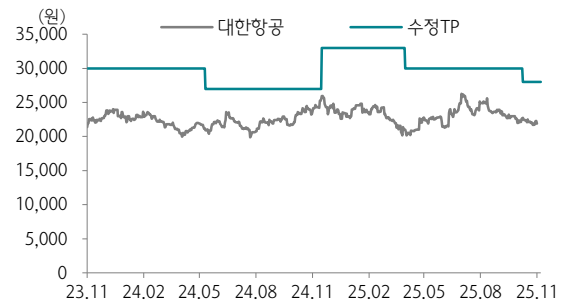
Peer 선사 P/B 비교



자료: Bloomberg, 하나증권

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

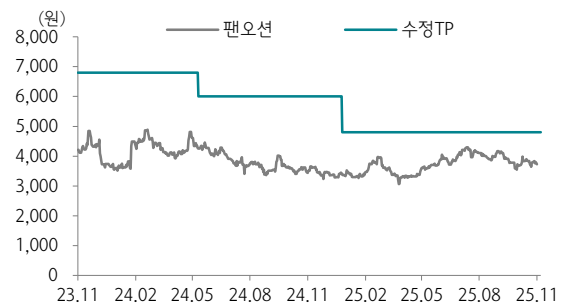
대한항공



날짜	투자의견	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%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

팬오션



날짜	투자의견	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%

Compliance Notice

- 당사는 2025년 11월 17일 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 17일 현재 해당회사의 유가 증권을 보유하고 있지 않습니다

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

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	95.41%	4.59%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 11월 11일