



운송 Overweight

# 줄서는 호르무즈



2026.5.19

운송/모빌리티 안도현 dohyunahn@hanafn.com

하나증권

# 운송 Overweight

## 줄 서는 호르무즈

### Summary

- ✓ 호르무즈 개방 이후 에너지 수송 모멘텀 기대
- ✓ 동일 업종 내 기업별 실적/전망 격차 확대 중
- ✓ 투자의견 Overweight으로 상향, Top Picks인 팬오션/대한항공 위주 매수 추천

### Top Picks 및 관심종목

기업명	투자의견	목표주가(12M)	현재주가(5월18일)
팬오션 (028670)	BUY	9,000원(상향)	5,950원
대한항공 (003490)	BUY	32,000원	25,550원
진에어 (272450)	BUY	7,000원	6,080원
HMM (011200)	Neutral	21,000원	19,960원
CJ대한통운 (000120)	BUY	120,000원	89,200원

## 목차

<b>1. 해운: 호르무즈 앞에서 번호표 뽑기</b>	<b>3</b>
1) 호르무즈 통항 재개가 해운 시장에 야기할 공급 흡수 효과	3
2) 벌크선 긍정적, 컨테이너선 중립적	7
3) LNG선 추가 수주 기대감: 국내 선사 수주 가능성 높다	9
4) 팬오션을 하반기 Top Pick 으로 꼽는 이유: 에너지 Re-rating	10
<b>2. 항공: 살아남을 아이</b>	<b>12</b>
1) 항공권 가격을 높일 수 있는 노선 vs. 없는 노선	12
2) 비용도 비용이지만 수요도 걱정되는 3분기	14
3) LCC 구조조정 가능성: 큰 배가 높은 파고를 넘는 법	15
4) 그래도 대한항공을 추천하는 이유: 구조적 요인에 주목할 것	16
<b>3. 국내물류: 이제는 이익으로 보여줘!</b>	<b>17</b>
1) CJ대한통운 점유율 상승은 지속될 전망	17
2) 이제는 주가가 이익 모멘텀을 따라갈 것	18
<b>4. 투자전략: 투자 의견 사항, Top Pick 위주 접근 추천</b>	<b>20</b>
1) 투자 의견 사항의 이유	20
2) Top Pick 위주 매수 추천, Top Picks: 팬오션, 대한항공	20
<b>기업분석</b>	<b>22</b>
팬오션 (028670)	23
대한항공 (003490)	27
진에어 (272450)	31
HMM (011200)	35
CJ대한통운 (000120)	39

2026년 5월 19일 | 산업분석\_Industry In-depth

## Overweight

## Top Picks 및 관심종목

\*CP 2026년 5월 18일

## 팬오션(028670)

BUY | TP 9,000원(상향) | CP 5,950원

## 대한항공(003490)

BUY | TP 32,000원 | CP 25,550원

## 진에어(272450)

BUY | TP 7,000원 | CP 6,080원

## HMM(011200)

Neutral | TP 21,000원 | CP 19,960원

## CJ대한통운(000120)

BUY | TP 120,000원 | CP 89,200원

## 운송

## 줄 서는 호르무즈

## 호르무즈 개방 이후 에너지 수송 모멘텀 기대

호르무즈 통항 재개 이후 글로벌 탱커 수요는 단기 급증할 것으로 예상된다. 호르무즈 해협의 통항 가능 선박량이 제한적(일간 최대 140척)이기 때문에 스팟 시장 내의 가용 선박량을 호르무즈 인근에 묶어두는 효과가 나타날 가능성이 높다. 아시아권의 에너지 수송 루트가 중동에서 미주로 다변화되고 있는 점과 VLCC 내 그림자선대 제재까지 감안하면 VLCC의 수요는 3~4년간 공급을 크게 초과할 예정이고, 탱커선 운임도 2026년 말까지는 초강세일 가능성이 높다는 판단이다. 전쟁 이후 BDI/SCFI 등 해상 운임이 전반적으로 상승했는데, 재고 축적 수요가 반영되며 단기간은 운임 하락을 방어할 전망이다. 팬오션에 대해서도 에너지 수송 관점에서 재평가할 시점이다.

## 동일 업종 내 기업별 실적/전망 격차 확대 중

항공유가가 전쟁 이전 대비 2배 수준으로 급등하며 항공주 전반에 부정적으로 작용하고 있다. 발권 시점의 유류할증료와 실제 유류비 사이의 차이가 극도로 벌어진 상황이다. 일시적 감익보다는 근원적으로 유가(비용증가)를 승객에게 전가 가능한 구조인지가 핵심인데, 그런 의미에서 대한항공을 주목한다. 장거리 노선과 항공화물 사업부가 비용 증가를 상쇄해줄 예정이고, 운항안정성이 높아 단거리 노선에서의 점유율도 상승할 수 있다. CJ대한통운도 택배사 내 점유율을 높여가고 있는데, 주7일 배송과 기술경쟁력 격차를 벌려가고 있다. 하반기부터 MS 상승에 기반한 영업 레버리지 효과가 이익으로 반영될 것으로 기대한다.

## 투자의견 Overweight으로 상향, Top Picks인 팬오션/대한항공 위주 매수 추천

2026년 상반기까지는 운송 섹터가 코스피 대비 언더퍼폼 했으나, 하반기부터는 상황이 반전될 수 있다. Top Pick 위주의 접근을 추천한다. 팬오션에 대해서 Strong BUY 의견을 제시 하는데, 기존 타겟 Valuation이던 P/B 0.55배를 에너지 선사로서의 Re-rating을 감안하여 0.8배로 상향하고 목표주가도 9,000원으로 상향한다. 호르무즈 통항 재개 이후 강력한 탱커 모멘텀을 기대한다. 대한항공은 2분기 적자를 전망하나, 3분기부터는 항공권 단가 인상을 통해 턴어라운드할 전망이고, 원유 수급만 원활해진다면 아시아나항공과의 통합을 통한 2027년 이후의 증익 사이클 진입을 주가에서는 선반영할 것으로 예상된다.



Analyst 안도현 dohyunahn@hanafn.com

# 1. 해운: 호르무즈 앞에서 번호표 뽑기

## 1) 호르무즈 통항 재개가 해운 시장에 야기할 공급 흡수 효과

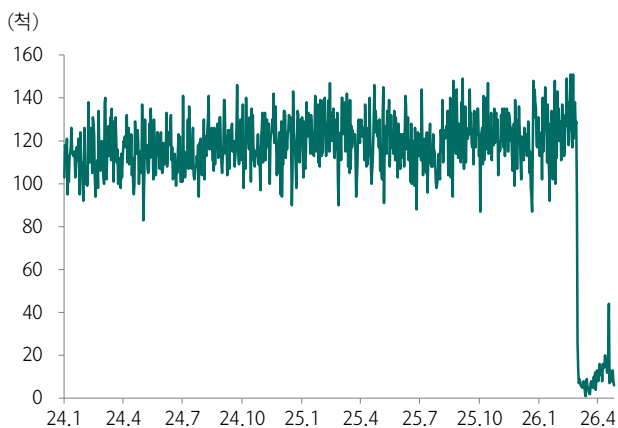
호르무즈 통항 재개 후 선박 수요는 단기간 급증할 것으로 예상된다. 호르무즈는 에너지 수송 통로로 강조되나, 벌크선/컨테이너선 통항량도 적지 않다(전체 통항량의 15%/18% 상당). 통항 재개를 가정하면 공급망 정상화까지는 수개월 이상이 소요될 것으로 예상하고, 그 과정에서 스팟 시장 내 선박의 공급 흡수 효과가 야기될 전망이다.

선박이 호르무즈 내부로 진입하기까지 소요되는 시간이 과거 대비 굉장히 오래 소요될 것으로 예상하고, 원유선 보다는 전쟁 이후 재건과 재고보충을 위한 벌크선/컨테이너선 위주로 우선적으로 투입될 것으로 예상해본다.

통항 소요 시간을 예측해보면, 호르무즈 통항량은 일간 약 140척(단방향으로는 70척)이 최대이고, 해협 폭이 협소하기 때문에 통항량을 늘릴 여력이 크지 않다. 현재 호르무즈 통항이 막힌지 2달 이상이 흘렀는데, 이 기간 내 통항했어야 하는 선박은 실제로는 9,000척 이상이다.

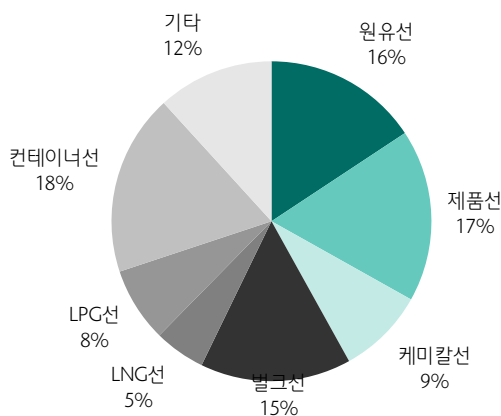
따라서 통항 혼잡도 가중이 가용 선박량을 호르무즈 인근에 묶어두는 효과가 나타날 예정이며, 이는 탱커선(원유/제품/케미칼/LNG/LPG 등)의 공급 제약 효과가 가장 클 것으로 예상하나, 벌크선/컨테이너선/PCTC 등 선종도 수혜가 있을 것으로 예상된다.

도표 1. 호르무즈 선박 통항량(일간)



자료: Clarkson, 하나증권

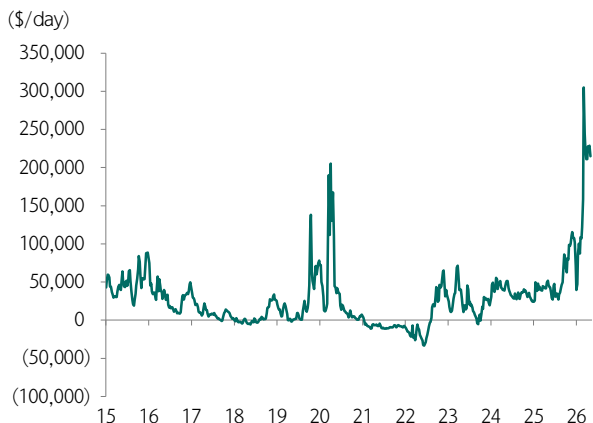
도표 2. 호르무즈 통항 선박 비중(2025년)



자료: Clarkson, 하나증권

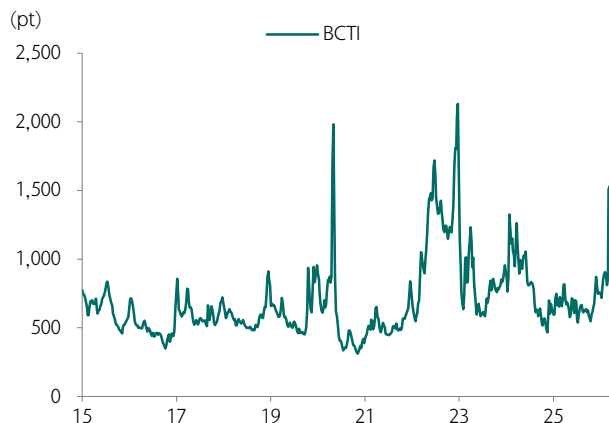
글로벌 해상 원유 교역량 중 34%가 호르무즈 해협을 통과한다. 현재 걸프만 내 묶여있는 원유선 비중은 글로벌 전체 공급의 6%로 파악되기 때문에, 현재 글로벌 VLCC의 25% 이상이 “일자리를 잃은” 상황이다. 그럼에도 불구하고 탱커선 운임은 전쟁 이전 대비 2배 이상 상승했고, 조정폭도 크지 않다.

도표 3. VLCC 운임 추이



자료: Clarkson, 하나증권

도표 4. BCTI 추이



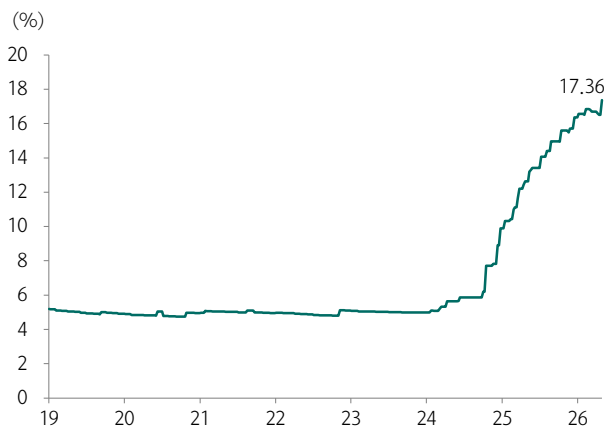
자료: Clarkson, 하나증권

비정상적인 원유선 시장의 움직임은 1)호르무즈 안쪽에 있는 원유선들이 저장고로 사용되면서 운임 급등을 주도했고, 2)원유선 20척 이상이 호르무즈 인근에 대기하면서 “사용”되고 있으며, 3)중동-아시아 노선의 VLCC들이 미국 향으로 재배치되는 등, 여러 요인이 복합적으로 작용한 결과다.

호르무즈 통항 재개 이후 원유선의 호르무즈 대기 시간이 장기화 될 것으로 예상되고, 정상화까지는 수개월이 소요될 것으로 가정하면 원유선 수요는 늘어날 수 밖에 없다. 또한 기존 중동→아시아였던 에너지 수송 루트가 미주→아시아로 다변화되면서 톤마일 증가 효과도 있다. VLCC Shortage가 본격화되는 시점은 호르무즈 개방을 기점으로 예상한다.

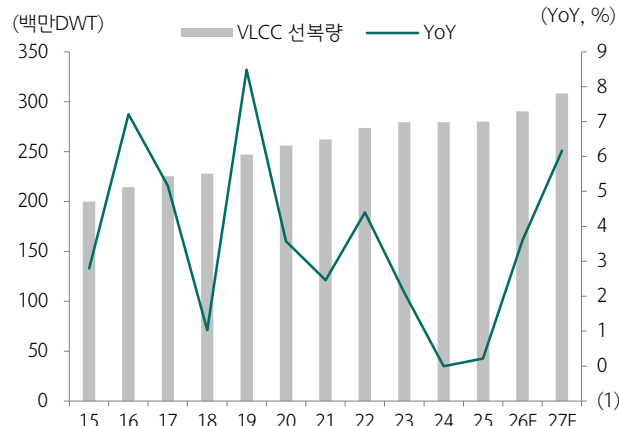
추가적으로 그림자 선단에 대한 제재가 계속되고 있고, 현재 VLCC 내 제재 대상 선박은 전체 선복량의 17% 비중에 이른다. 2027년 이후 VLCC 선복량 증가율은 매년 하이싱글(2027년 6%, 2028년 8% 이상 추정)로 증가할 것으로 예상하나, 톤마일 증가와 그림자 선단 제재로 인한 공급 축소를 감안하면 향후 3~4년간 VLCC는 수요가 공급을 크게 초과하는 국면이 이어질 것으로 전망한다.

도표 5. VLCC 중 제재 대상 선박 비중



자료: Clarkson, 하나증권

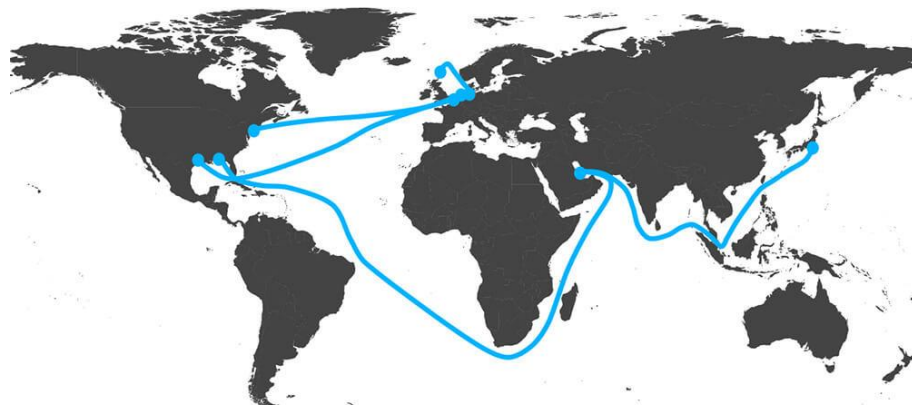
도표 6. VLCC 선복량 추이 및 전망



자료: Clarkson, 하나증권

구체적으로 톤마일 증가가 VLCC 수요를 얼마나 촉발시킬지 확인해보자. 한국을 예시로 들면 국내 원유 공급량의 14%가 페르시아만 걸프 내에서 나오고 있고, 중동->한국은 1항차당 약 20일 소요된다. 미국의 경우 주요 에너지 생산/수송이 멕시코만 위주로 이루어지고 있기 때문에 멕시코만->희망봉->한국까지는 40일 이상이 걸린다. 직관적으로 2배 이상의 선대가 필요해진다.

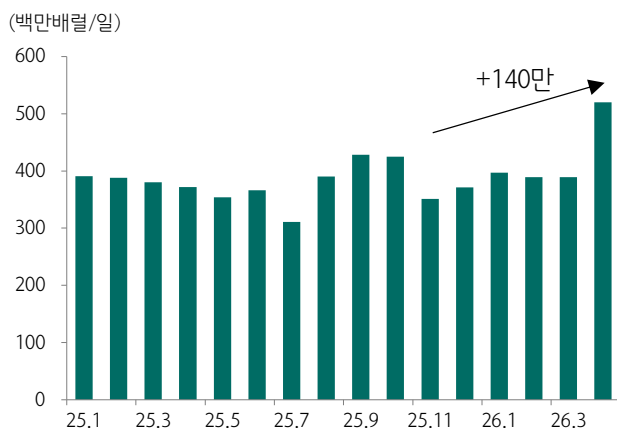
도표 7. 글로벌 원유 수송 루트



자료: 언론보도

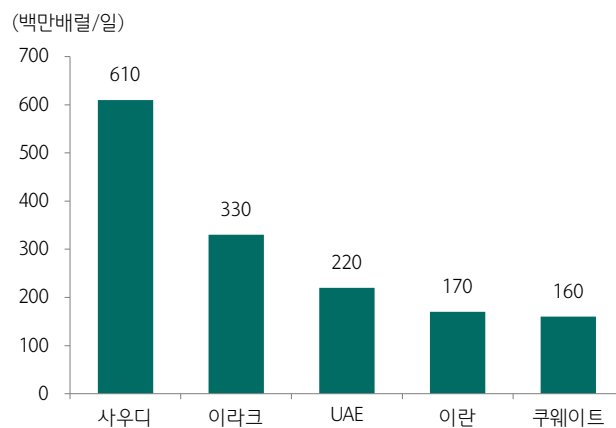
2026년 4월 미국 원유 수출량은 전쟁 이전 대비 130만 배럴/일 늘어났다. 전쟁 종료 이후 항구적으로 200만 배럴/일의 원유 해상 물동량이 중동에서 미국으로 대체된다고 가정해보면(미국 최대 수출량은 600만배럴/일로 추산됨) 글로벌 VLCC 수요는 20척 이상 증가하는 것이다. 전체 VLCC 선복량의 2%에 해당한다. 호르무즈 통항에 대기하는 선박량과 당분간 이어질 글로벌 원유 재고 보충 수요를 감안하면 2026년 연말까지는 VLCC의 운임 초강세를 예상한다.

도표 8. 미국 원유 수출량 추이



자료: CNBC(언론 재인용), 하나증권

도표 9. 페르시아만 걸프 내 주요 산유국 별 해협 경유 물량



자료: Kpler, Clarkson, 하나증권

이러한 Shortage는 VLCC 뿐만 아니라 탱커선 전반에게 모두 적용된다. 나프타/항공유/에틸렌 등을 비롯한 호르무즈 내에서 생산되는 석유제품/케미칼 생산량이 많다. 뿐만 아니라 VLCC를 대체 가능한 Panamax/LR 탱커 수요가 증가하기 때문에 원유선 뿐만 아니라 제품선 시장에도 낙수효과가 이어질 것으로 기대한다.

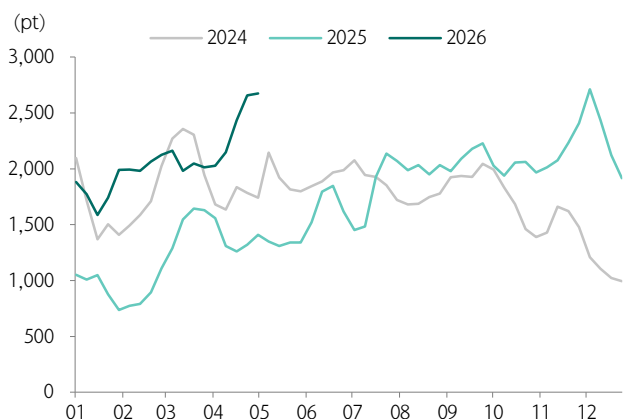
만약 호르무즈 봉쇄가 장기화된다면 탱커선 전반의 수요 환경이 약해질 가능성이 높다. 따라서 Worst Scenario는 호르무즈가 영구히 봉쇄되는 것이나 가능성은 극도로 낮다는 판단이다. 그렇지 않다고 가정하면 탱커선에게는 2026년 하반기 여러모로 우호적인 시장 환경이라는 판단이다.

## 2) 벌크선 긍정적, 컨테이너선 증립적

호르무즈 해협은 에너지 수송 측면 요충지 역할이 강하나, 벌크선/컨테이너선 통항량도 전체 통항량의 15%/18%로 적지 않다. 호르무즈를 통과하는 벌크선은 전체 벌크선 선복량의 4% 수준으로 일간 120만 DWT 수준이다. 전쟁 이후의 재건 수요가 벌크선 수요에 소폭이나마 긍정적으로 작용할 것으로 기대한다.

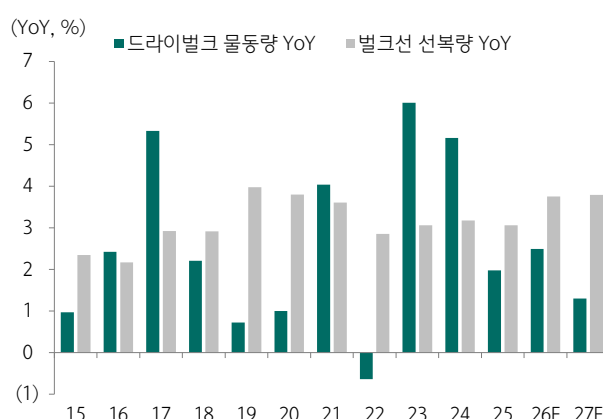
2026년 벌크선 수요는 2.5% (YoY) 증가할 전망이고, 이에 비해 공급은 3.6% 증가할 예정이기 때문에 아직까지는 공급이 수요보다 많은 환경이다. 다만 현재 유휴 선복량이 타이트하고 BDI가 2025년 하반기 이래로 높은 수준에서 유지되고 있기 때문에 재건 수요의 촉발은 중형 미만 벌크선 운임 강세를 유지하는 역할을 해줄 것으로 기대한다. 전쟁 이전 BDI는 이미 높은 수준이었다.

도표 10. BDI 계절성



자료: Clarkson, 하나증권

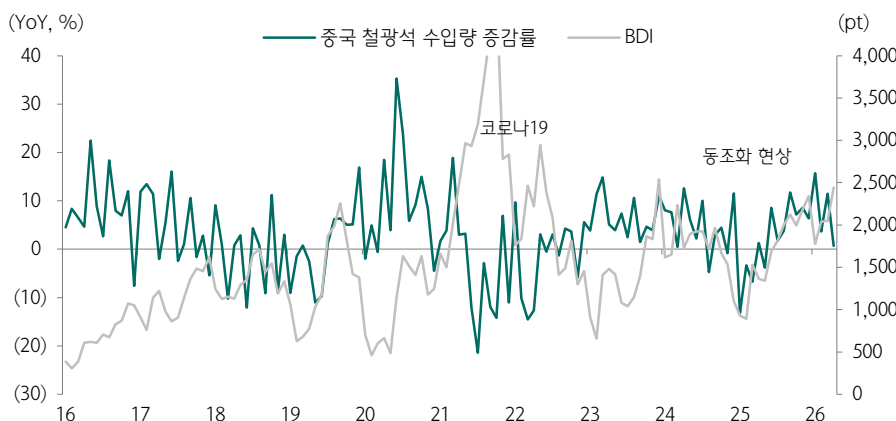
도표 11. 벌크선 수요와 공급 추이 및 전망



자료: Clarkson, 하나증권

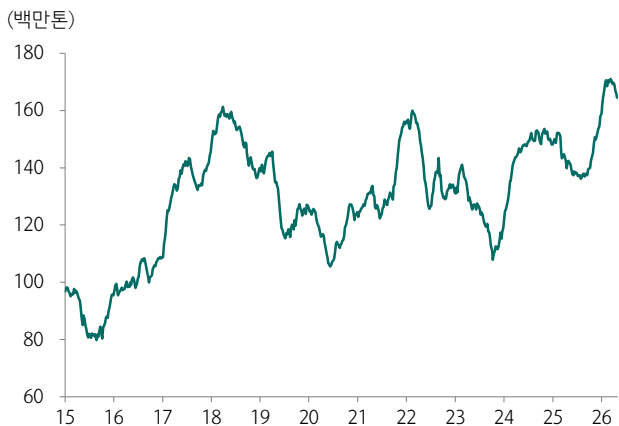
2024년 이후 BDI의 상승 드라이버는 중국 철광석 수입량의 증가였다. 중국 내 철광석의 최대 수요처는 부동산/건설이기 때문에 중국 내 철광석 수입량 재고가 높아지면 BDI에게도 부담으로 작용한다. 하지만 1)전쟁 이후 재고 축적 수요가 증가하면서 기본 재고 레벨이 올라갈 가능성이 높고, 2)전쟁 이후 재건 수요가 하방을 방어하면서 BDI는 연중 높은 수준에서 유지될 가능성이 높다는 판단이다.

도표 12. 중국 철광석 수입량 증감률과 BDI 비교



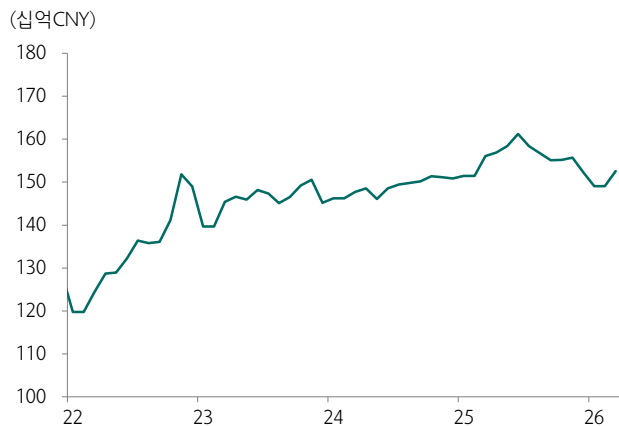
자료: Clarkson, CEIC, 하나증권

도표 13. 중국 철광석 항만 재고 추이



자료: CIBC, 하나증권

도표 14. 중국 석탄 산업 재고 추이



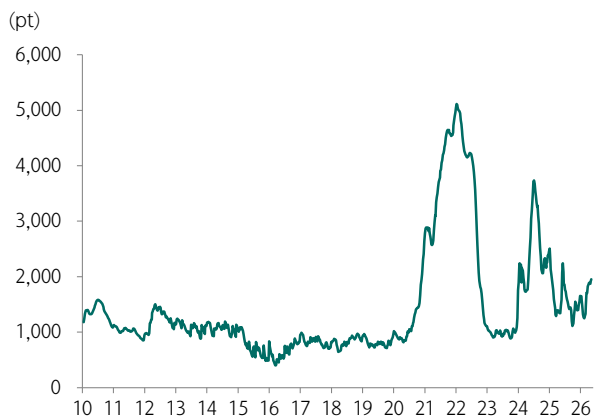
자료: CIBC, 하나증권

컨테이너선도 이와 유사한 흐름이다. 전쟁 이후 소비재/중간재 재고 보충 수요가 발생할 예정이다. 다만 호르무즈 내부를 통항하는 컨테이너선의 경우 Feeder 선 비중이 높기 때문에 원양 컨테이너선 수요보다는 소형 컨테이너선 수요에 긍정적으로 작용할 가능성이 더 높다.

컨테이너선의 경우 2026년 공급량이 5% 증가할 것으로 예상되기 때문에 중등 영향은 미세할 것으로 예상된다. 다만 3월 이후 중단된 중등 서비스가 재개되면 글로벌 컨테이너선 재배치를 유도할 것으로 예상되는 점은 긍정적이다. 전쟁 이후 미국 LNG/LPG 수요가 급증하면서 파나마 운하 병목이 일어나면서 컨테이너선 수급 상황에도 긍정적인 영향을 미치고 있다.

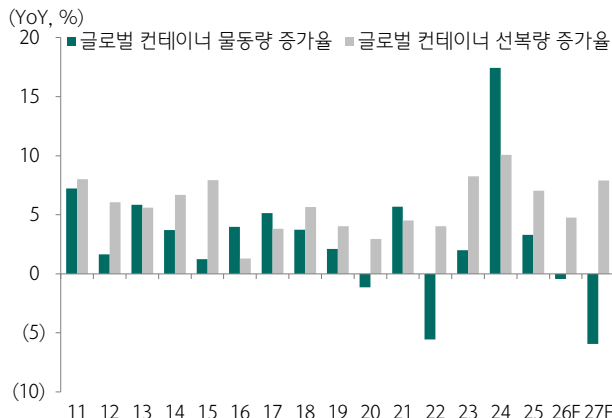
글로벌 2위 컨테이너 선사 머스크는 실적발표를 통해 2026년 컨테이너선 물동량은 2~4% 증가할 것으로 전망했다. 전쟁 이후 원재료 수급이 어려워지면서 재고 비축량이 늘어나고 있기 때문에 당분간 컨테이너선 운임은 유가 상승 이상의 상승률을 유지할 것으로 예상된다.

도표 15. SCFI 추이



자료: Clarkson, 하나증권

도표 16. 컨테이너선 수요와 공급 추이 및 전망



자료: Clarkson, 하나증권

### 3) LNG선 추가 수주 기대감: 국내 선사 수주 가능성 높다

카타르의 LNG 생산시설(라스라판) 핵심시설 손상으로 카타르 발 LNG 생산량의 17%가 영향을 받고 있다. 현재 공급 불가항력 상태도 6월 중순까지 연장된 상태이다. 카타르는 글로벌 LNG 공급량의 20%, 국내 공급량의 14%를 담당하는 핵심 지역이기 때문에, 전쟁 종료를 가정해도 새로운 LNG 수급처가 필요한 상황이다(약 3~4%의 공급 공백 발생). 국내에서는 2028년부터 미국산 LNG를 연간 330만톤 추가 도입할 예정이고, 추가로 미국산 LNG의 가격이 상대적으로 안정적이기 때문에 향후 LNG 부족분은 미국에서 도입될 가능성이 높다.

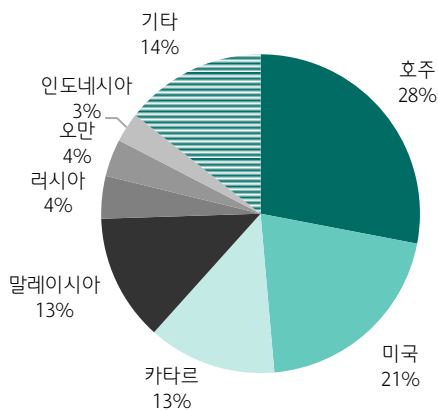
연간 330만톤의 LNG 수입량을 감안하면 5척 이상의 전용선 계약이 한국가스공사로부터 발주될 가능성이 높다. 최근 에너지 수송 측면에서 국내 선사 오퍼레이팅에 대한 중요성이 언급되면서 현재 LNG 수송하고 있는 국내선사인 SK해운/팬오션/대한해운/에이치라인해운 등이 수주할 가능성이 높다는 판단이다. 또한 기존 약속된 수입량 외에도 추가 물량이 늘어나면서 전용선 계약이 추가될 수 있을 것으로 기대한다. 또한 최근 현대LNG해운이 인도네시아 시나르마스에 매각 진행 중인 점도 긍정적이다.

도표 17. 미국산 LNG 가격 추이(Henry HUB)



자료: EA, 하나증권

도표 18. 한국 천연가스 수입국 비중(2025년)



자료: KITA, 하나증권

도표 19. 2026년~2027년 내 완공 예정인 미국 내 LNG 프로젝트

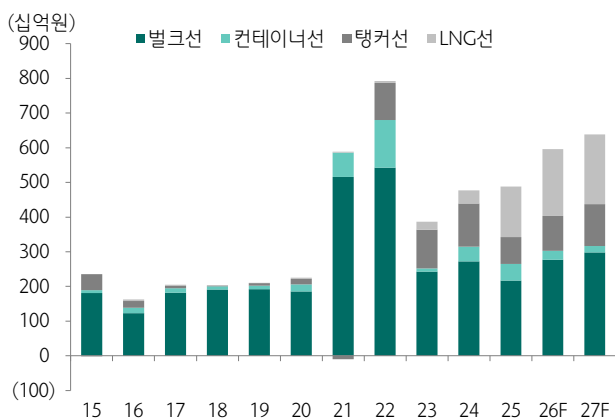
프로젝트 명	LNG생산 Capa(mtpa)	FID 시기	사업 개시 예상 시기	LNG선 용량(예상)	LNG선 대수(예상)
Golden Pass LNG Train 1	600	2019년 2월	2026년	174,000	9
Golden Pass LNG Train 2	600	2019년 2월	2026년	174,000	9
Corpus Christi LNG Stage 3 Train 6	140	2022년 6월	2026년	174,000	3
Corpus Christi LNG Stage 3 Train 7	140	2022년 6월	2026년	174,000	3
Golden Pass LNG Train 3	600	2019년 2월	2027년	174,000	8
Port Arthur LNG Train 1	650	2023년 3월	2027년	174,000	15
CP2 LNG Phase 1	1,440	2025년 7월	2027년	174,000	30
Rio Grande LNG Train 1	600	2023년 7월	2027년	174,000	12

자료: Clarkson, 하나증권

#### 4) 팬오션을 하반기 Top Pick 으로 꼽는 이유: 에너지 Re-rating

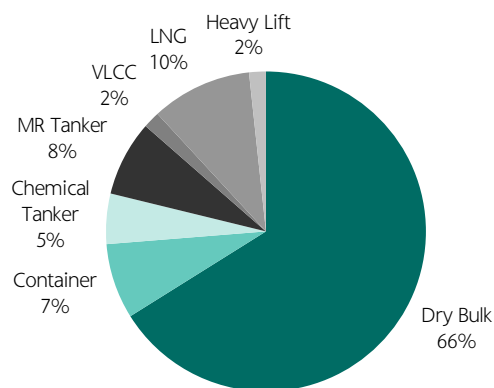
팬오션을 벌크선사로 Valuation하기 아까운 시기가 도래했다. 선대로만 보면 팬오션의 선대 260~300척 중 드라이벌크 선대(용선 포함)는 200척 이상이다. 선대 비중으로는 80% 이상이 드라이벌크 선박이다. 하지만 팬오션은 현재 이익 비중의 55%가 비벌크선 사업부에서 창출되고 있고, 구체적으로는 탱커선/LNG선 사업부의 기여도가 17%/33%(2026년 기준)에 달할 예정이다.

도표 20. 팬오션 영업이익의 구성 추이 및 전망



자료: 팬오션, 하나증권

도표 21. 팬오션 사선 비중(2025년 말)

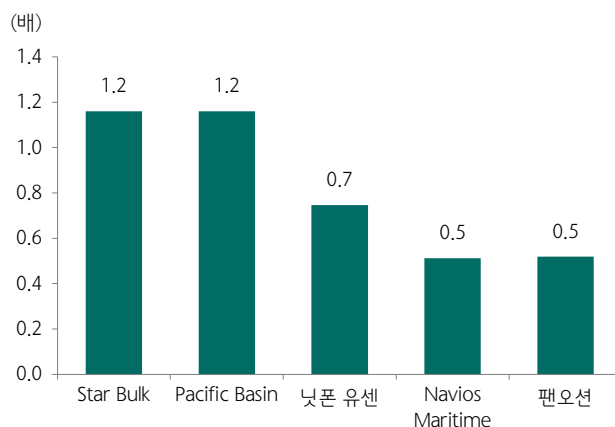


자료: 팬오션, 하나증권

벌크선은 코로나19 기간에 호황을 맞이했고, 팬오션은 벌크선 대신 탱커선/LNG선으로 포트폴리오를 다각화하며 종합선사로서 발돋움했다. 최근 SK해운으로부터의 VLCC 인수도 진행 중이다. 기존 이제는 탱커선의 호황이 도래한 만큼 팬오션의 실적 추정치 상향과 에너지 선사로서의 Re-rating이 동시에 필요하다는 판단이다.

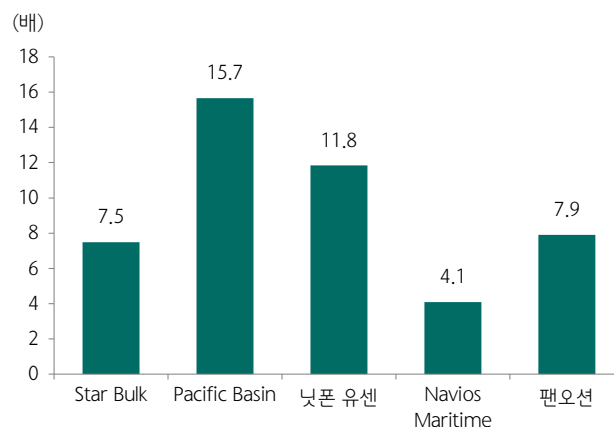
그동안 팬오션의 Peer Group은 Pacific Basin, Star Bulk Carrier 같은 벌크선 만 하는 기업이 었다. 현재 벌크선사 평균 P/B(Fwd)는 0.87배 수준이다. 팬오션은 Peer 대비 ROE도 낮고, 주주환원도 소극적인 점이 저평가 요인으로 꼽힌다.

도표 22. 글로벌 벌크선사 P/B



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 23. 글로벌 벌크선사 P/E



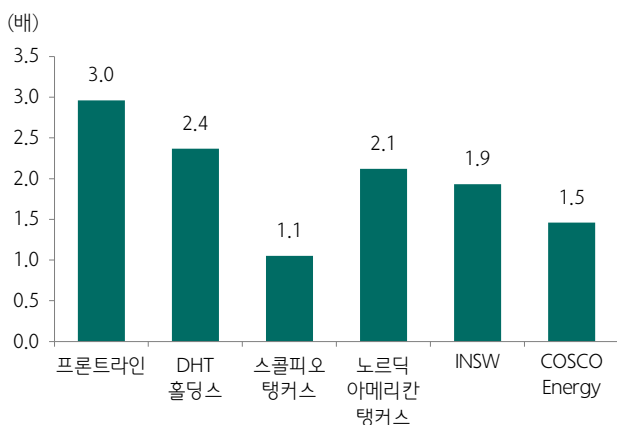
자료: Bloomberg, 하나증권

그러나 팬오션의 업사이드는 이제부터 탱커선이다. 팬오션은 SK해운과의 중고 VLCC 10척 매수 계약을 체결하는 등, 향후 탱커선 비중은 더 높아질 것으로 예상된다. 벌크선에서는 Panamax 이상 급 사선 확보를 위주로 하고 있고, 이외에는 MR탱커/VLCC 위주로 포트폴리오를 확장할 계획이다. 2030년까지의 VLCC 호황과 호르무즈 재개방 이후의 탱커선 흡수 효과를 감안하면 충분히 Re-rating의 요인이 된다는 판단이다. LNG선 추가 수주 기대감도 유효하다.

글로벌 주요 탱커선 업체들의 P/B는 최소 1배 이상이다. 물론 고 P/B를 적용받는 기업은 스팟 비중이 대부분이고, VLCC 스팟 시장 내 점유율이 높으며 수익의 대부분을 배당하는 등 여러 할증 요인을 보유하고 있으나 그래도 벌크선 대비 높은 성장성과 진입장벽을 가진 섹터이기 때문에 벌크선 대비로는 높은 Valuation이 합당하다.

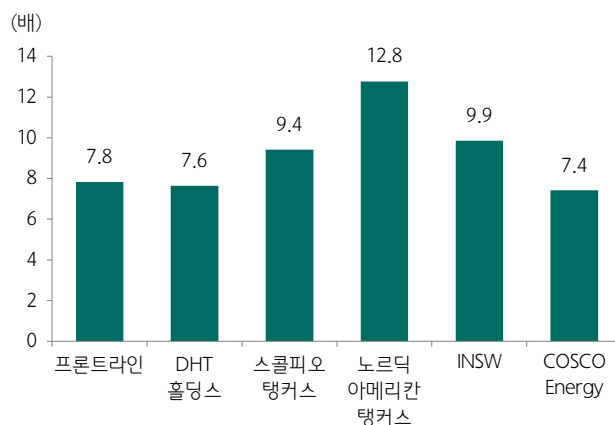
팬오션의 현재 P/B는 0.5배 수준으로 글로벌 벌크 Peer에 못 미칠 뿐만 아니라 탱커선사로서의 가치도 인정받고 있지 않은 정도로 저평가 상태다. 팬오션에 대해서 Re-rating 논리를 적용해 목표주가 상향이 필요하다는 판단이다.

도표 24. 글로벌 탱커선사 P/B



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 25. 글로벌 탱커선사 P/E



자료: Bloomberg, 하나증권

대한해운은 벌크선/LNG선 위주의 선사로, 장기 계약 비중이 80% 이상이다. 대한해운에서 주목하는 부분은 LNG선인데, KOGAS와 8척, Shell과 6척의 LNG선 전용선 계약을 맺고 있다. 추가 LNG 도입이 기대되는 만큼, 대한해운도 국내 주요 LNG선사로서 주목받을 예정이다. 대한해운은 최근 VLCC 매각을 통해 차입금을 상환하고 재무비율을 안정화시켰기 때문에 주주환원 기대감도 높아지고 있다.

KSS해운은 국내 주요 LPG 수송 선사이고, 국내 유일한 암모니아 수송 선사이기도 하다. 미국/중동이 주요 LPG의 수급처이기 때문에, 중동 전쟁 이후 미국 LPG 수송 비중이 높아지면서 추가 계약을 따올 가능성이 있다.

## 2. 항공: 살아남을 아이

### 1) 항공권 가격을 높일 수 있는 노선 vs. 없는 노선

일반적인 상황에서는 유류할증료로 유가 상승분의 절반 정도는 대응이 가능하다. 하지만 이번에는 이러한 공식이 적용되기 힘든 상황이다. 유류할증료와 기본 운임 인상분을 합쳐서 생각할 필요가 있다. 2025년 기준 FSC/LCC의 영업비용 중 유류비 비중은 1/3에 달한다. 현재 항공유 단가는 전쟁 이전 대비 2배 수준이다. 원유 공급이 재개되지 않는 한 항공유 가격의 하락폭은 제한적이라고 봐야 한다.

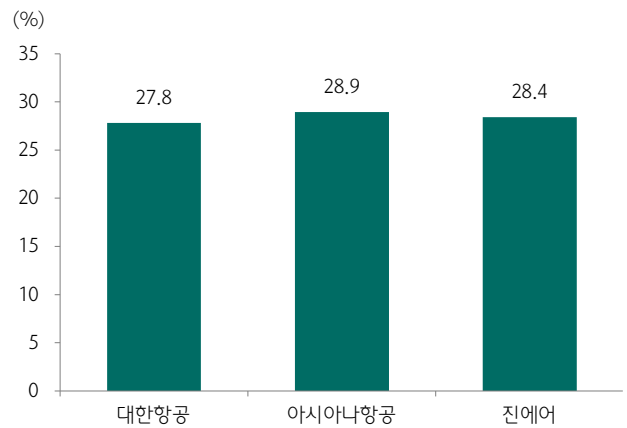
단순 계산해보면 항공유 가격의 전체 전가를 위해서는 항공권 가격은 전쟁 이전 대비 1.3배 수준으로 상승해야 한다. 하지만 일본/중국/동남아 노선에서 1.3배 수준의 가격 인상이 용인되기는 어려운 상황이다.

도표 26. 제트유 가격 추이(US Gulf Coast)



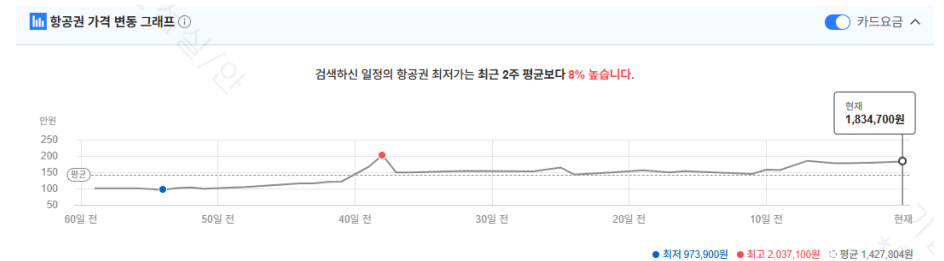
자료: EIA, 하나증권

도표 27. 항공사별 유류비의 영업비용 내 비중



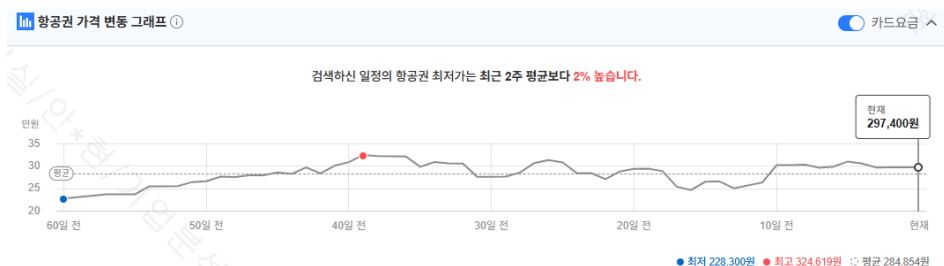
자료: 각 사, 하나증권

도표 28. 인천-LA 항공권 가격 변동 그래프



자료: 네이버항공권

도표 29. 인천-도쿄 항공권 가격 변동 그래프



자료: 네이버항공권

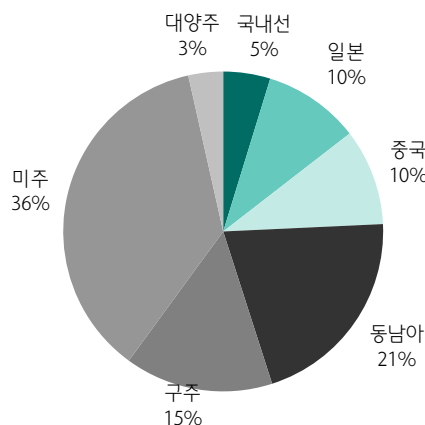
장거리와 단거리 대표 노선인 인천-LA와 인천-도쿄를 예시로 보면, 인천-도쿄 항공권 가격은 전쟁 발생 이전과 비슷하게 형성되어 있다. 반면 LA 노선은 전쟁 이전 대비 50% 이상 항공권 가격이 상승했다. 유럽 노선은 오히려 수요가 증가했는데, 기존 두바이 경유 루트가 사라지면서 아시아-유럽 직항 수요가 양호하다.

따라서 일본/중국/동남아 노선 매출비중이 80%인 국내 LCC는 손실을 감내하면서 운항할 가능성이 높다. 반면 FSC의 경우 전쟁 이전 발권된 항공권이 소진되는 시점을 기점으로 적자에서 벗어날 가능성이 높다. 유류할증료가 4월부터 인상되었으나, 3월 초부터 항공권의 실질 가격은 올라갔기 때문이다.

그렇다면 대한항공의 2월 이전 발권된 티켓 비중은 어느정도일까? 대한항공의 선수금 규모를 확인해보면 된다. 2025년 말 기준 (별도)선수금은 약 5.6조원이다. 이 중 마일리지 이연 수익을 제외한 실제 티켓 선수금은 약 2.8조원 규모로 추정되고 이는 약 1개분기의 여객매출액에 해당한다. 결론적으로 3분기에 인식되는 매출부터는 대부분 3월 이후 발권 티켓으로 추정해본다.

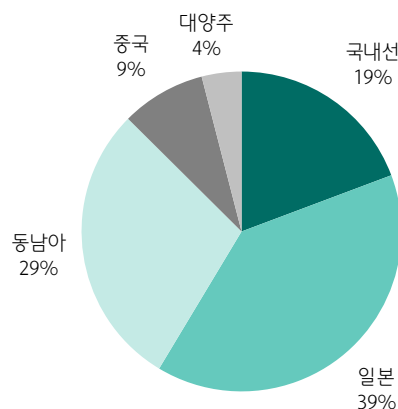
2분기는 전 항공사 적자 가능성이 높고, 3분기에는 대한항공 정도만 흑자 가능할 것으로 예상된다. 앞서 언급했듯 대한항공의 주력노선인 미주/유럽 노선에서의 운임 상승이 뚜렷하게 나타나고 있고, 항공 화물 운임이 전쟁 이전 대비 30% 이상 상승했기 때문이다. 대한항공도 국내선/일본/중국/동남아 노선 합산 매출 비중이 여객 매출 내에서 50% 이기 때문에 이익 규모는 크지 않을 것으로 전망한다.

도표 30. 대한항공 노선별 매출 비중(2025년)



자료: 대한항공, 하나증권

도표 31. 진에어 노선별 매출 비중(2025년)



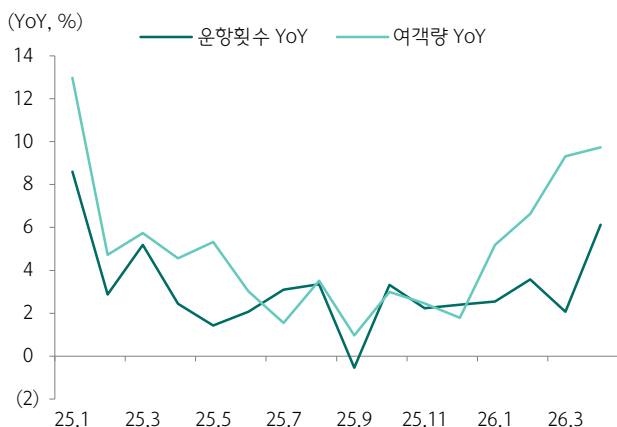
자료: 진에어, 하나증권

## 2) 비용도 비용이지만 수요도 걱정되는 3분기

전쟁 장기화를 가정하면 수요도 걱정된다. 4월 인천공항 여객량은 10% (YoY) 증가했는데, 중동/대양주/동남아를 제외한 전 지역 트래픽이 증가했다. YTD로 보면 일본/중국이 +12%/+27%로 전체 여객량을 견인하고 있고, 미주/유럽도 7%/12% 증가했다. 3~4월간에도 여객 트래픽은 견조했다. 다만 현재 전쟁이 장기화되고 항공유 Shortage가 가시화되고 있기 때문에 5월 이후 트래픽을 살펴볼 필요가 있다.

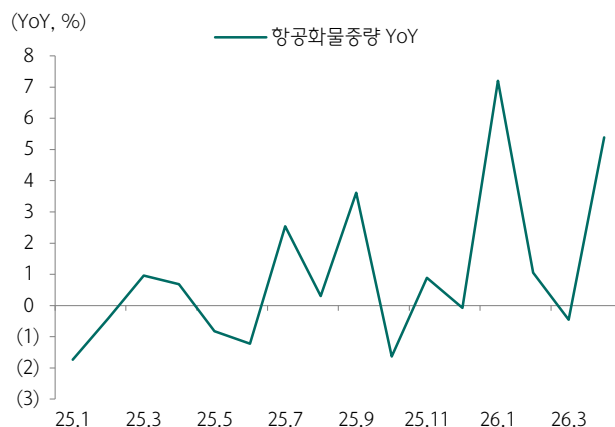
현재 감편 규모는 약 900편으로 약 3% 미만 비중으로 추정된다. 주로 수요가 약한 동남아 노선 위주로 운항을 축소하고 있고 LCC 중심 무급휴직도 확대되는 분위기이다. 현재의 감편은 수요 감소라기보다는 적자 축소 측면에서 바라볼 필요가 있다. 대한항공 계열사는 동남아 노선에 대한 공급 유지 의무가 있기 때문에 감편을 통한 적자 축소가 제한적일 것으로 예상된다.

도표 32. 인천공항 운항횟수/여객량 증감률(월별)



자료: 인천공항공사, 하나증권

도표 33. 인천공항 항공화물증량 증감률(월별)



자료: 인천공항공사, 하나증권

호르무즈 통항 재개 시점 이후 수개월간 항공유 가격이 안정화되지 않을 가능성이 높다. 글로벌 해상 항공유 물동량의 20% 이상이 호르무즈 해협을 통과한다. 현재 글로벌 항공유 재고가 위험 수준으로 떨어지고 있는 상황이다. 그나마 한국은 항공유 정제 시설이 있기 때문에 원유만 확보하면 빠르게 항공유를 정제 가능하나, 항공유 수입을 중동에서 의존하고 있는 유럽 지역과 원유 수급 불확실성이 큰 동남아 지역이 가장 취약한 상황이다. 국제선의 경우 해당 지역에서 급유가 진행되기 때문에 글로벌 항공사 모두 낙관적인 상황은 아니다.

낙관적으로 5월 내 호르무즈 통항이 재개된다면 4분기에는 항공유 가격의 하락을 기대한다. 다만 당분간은 전쟁 이전 가격은 기대하기 어렵다.

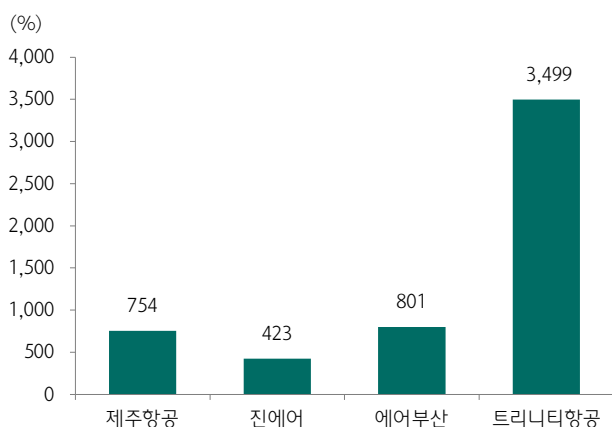
### 3) LCC 구조조정 가능성: 큰 배가 높은 파고를 넘는 법

2026년 5월, 미국 스피릿항공의 파산 절차가 최종 승인되면서 항공사 구조조정의 시기가 임박했음을 알렸다. 스피릿항공의 재무 상황은 기존에도 취약했으나, 마지막 결정타는 연료비 급등이었다.

국내 LCC도 재무상황이 취약하긴 마찬가지이다. 국내 LCC 부채비율은 현재 800%를 넘어섰고, 2,000% 이상인 곳도 있다. 코로나19를 겪으며 결손금이 누적된 상태에서 2023년에 겨우 흑자전환 했으나 2025년 항공참사와 2026년 유가 급등 사태를 맞으며 위기가 중첩되고 있다.

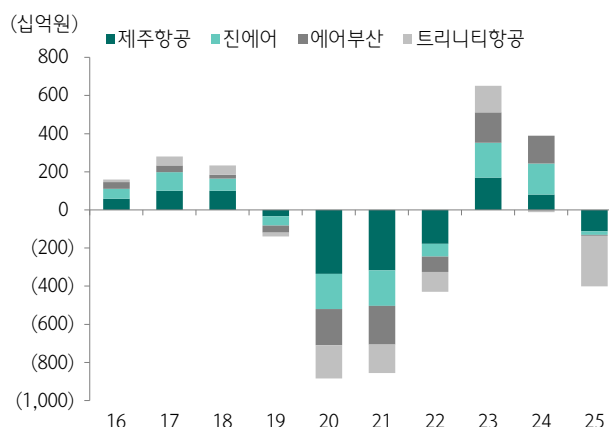
국내에는 9개의 LCC가 영업 중인데, 대부분 비슷한 여객 노선을 공급하고 있다는 점이 국내 LCC의 태생적 취약점이다. 유가 급등을 계기로 국내 LCC의 구조조정이 현실화된다면, LCC도 구조적으로 바닥에서 반등 가능하다.

도표 34. LCC 부채비율(2025년 말)



자료: 각 사, 하나증권

도표 35. LCC 영업이익의 추이(합산)



자료: 각 사, 하나증권

구조조정 시 국내 LCC Top 2인 제주항공과 진에어의 수혜가 가장 클 전망이다. 진에어는 대한항공의 자회사로 항공기 리스 원가 경쟁력을 보유하고 있고, 에어부산/에어서울과 합병하면서 노선 효율화 효과를 기대해 볼 수 있다. 제주항공의 경우 항공참사에서 완전히 회복한 모습이다. 1분기 (별도) 부채비율은 850%로 상대적으로 낮은 수준이며, 최근 구매기 비중을 늘려나가며 원가구조 개선 작업을 진행 중에 있다.

다만 실제로 LCC가 수익성을 회복하려면 유가 하락과 환율 하락이 동시에 전제되어야 하고, 일본 노선 호조 지속과 동남아 노선 회복이 필요하다. 따라서 2027년까지는 지켜봐야 한다는 판단이다.

#### 4) 그래도 대한항공을 추천하는 이유: 구조적 요인에 주목할 것

2026년 대한항공 별도 기준 영업이익을 6,847억원(-56% (YoY), 영업이익률 3.5%)으로 하향한다. 그럼에도 불구하고 유가로 인한 감익 구간을 대한항공의 매수 적기로 제시한다.

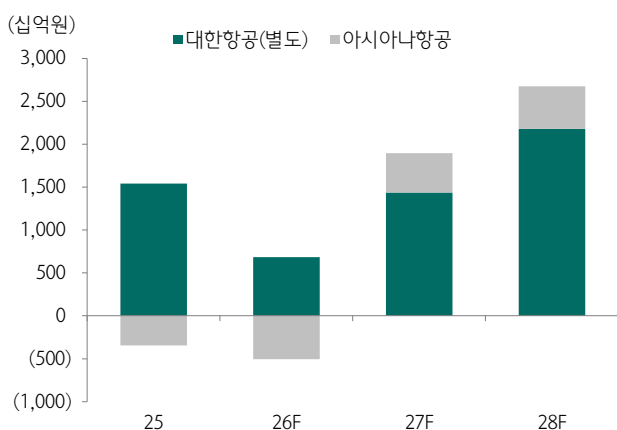
우선 아시아나항공과의 통합 이후를 전망해보면, 아시아나항공의 여객 운임을 대한항공 수준으로 상향된다면(+낮아진 유가 수준을 가정) 연간 4,500억원 수준의 영업이익을 전망한다. 따라서 통합 대한항공의 영업이익은 2027년 약 1.9조원까지 상향될 전망이다. 대한항공에게는 EPS를 약 30% 높여주는 효과가 있다.

통합 이후 대한항공의 프리미엄 전략이 본격화될 것으로 예상되기 때문에 실적 업사이드는 추가될 전망이다. 또한 국내에서 압도적 MS를 보유하고 있고, Cash Cow인 항공화물사업부와 성장성이 높은 항공우주 사업부까지 보유하고 있기 때문에 대한항공에 대해서 P/E 11배, P/B 1.2배의 Valuation은 합당하다는 판단이다.

2028년을 바라보면 통합 대한항공의 영업이익은 2.7조원까지 상향될 예정이고, 당기순이익은 1.5조원 수준이다. 적정 시총은 14조원에 달한다. 현재 시총은 9.5조원으로 50%의 업사이드가 남아있다. 여기에 항공우주 사업부와 3PL MRO 사업부(매출액 2028년 약 1.5조원 추산)를 별도로 Valuation(P/E 20배) 하면 추가 업사이드가 1.5조원이 발생한다.

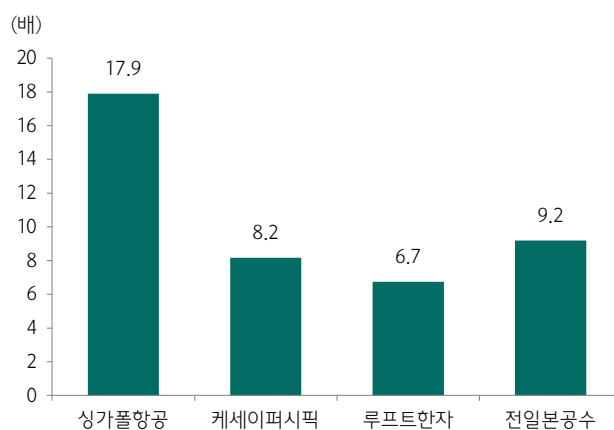
유가 전가까지의 시차는 일부 있으나, 대한항공은 대부분의 유가를 운임인상과 파생상품 손익으로 대응 가능하기 때문에 연간 실적에는 크게 문제가 없다. 코로나19 같은 항공 수요 급감 상황에서도 화물기로 여객 이상의 영업이익을 만들어냈고, 유가 급등 상황에서도 큰 우려 없음을 증명하고 있다.

도표 36. 대한항공+아시아나항공 영업이익 추이 및 전망



자료: 각 사, 하나증권

도표 37. 글로벌 항공사 P/E 비교



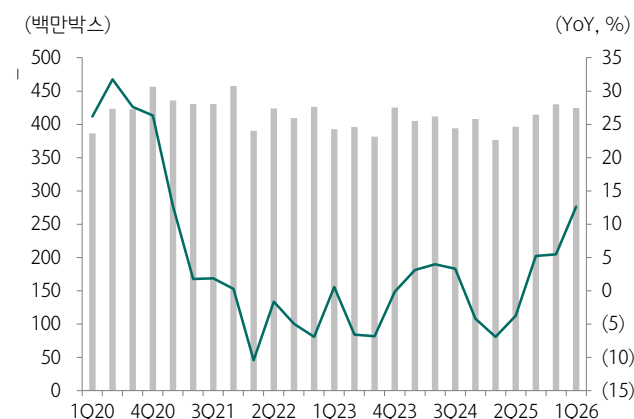
자료: Bloomberg, 하나증권

### 3. 국내물류: 이제는 이익으로 보여줘!

#### 1) CJ대한통운 점유율 상승은 지속될 전망

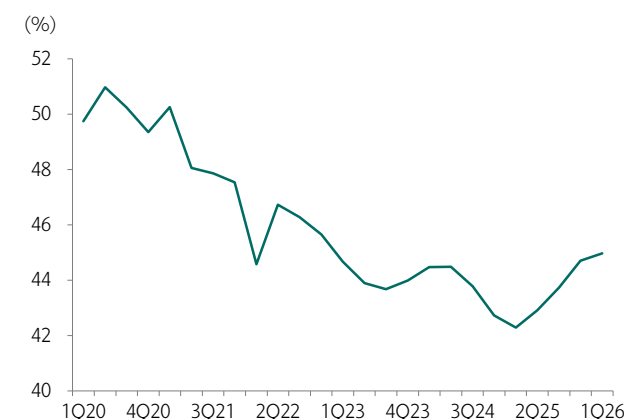
CJ대한통운의 1분기 실적에서 가장 주목할 부분은 택배 물동량과 시장 점유율 상승이다. 1분기 CJ대한통운의 택배 물동량은 14% (YoY) 증가했으며, 전통택배 내 MS는 3%p 상승했다. 결국은 주7일 배송이 시장에 안착한 결과이다. 국내에서는 주7일 배송을 전국권에서 시행할 수 있는 택배사가 추가로 없는 상황이고, 따라서 CJ대한통운의 점유율은 상승 추세를 이어갈 전망이다.

도표 38. CJ대한통운 택배 물동량 추이



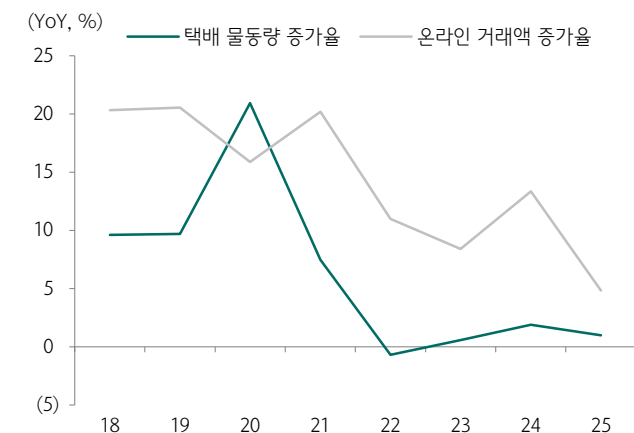
자료: CJ대한통운, 하나증권

도표 39. CJ대한통운 전통택배 내 시장점유율 추이



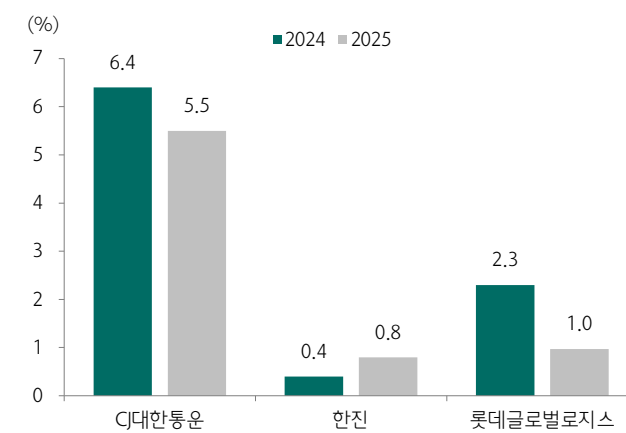
자료: CJ대한통운, 하나증권

도표 40. 택배 물동량 증가율(쿠팡 제외)과 온라인 거래액 증가율 비교



자료: 통계청, 한국통합물류협회, 하나증권

도표 41. 국내 주요 택배사 택배사업부 영업이익률



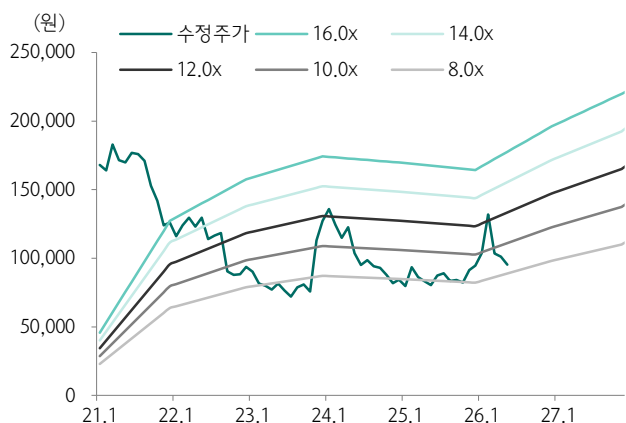
자료: 각 사, 하나증권

경쟁사의 원가 구조가 상당히 취약하고, Capex 투자 여력도 제한적이기 때문이다. 택배업은 영업 레버리지 효과가 크게 나는 산업이다. 물류센터의 가동률과 단위 운송비가 핵심이다. 주7일 배송은 기본적으로 단위원가가 상승하는데, 물량 증대 효과로 단위원가 상승을 상쇄시키는 것이 핵심이다. 경쟁사는 CJ대한통운 대비 물동량이 약 1/3 수준으로 파악되기 때문에 추가 원가 상승을 감당할 여력이 크지 않다는 판단이다.

## 2) 이제는 주가가 이익 모멘텀을 따라갈 것

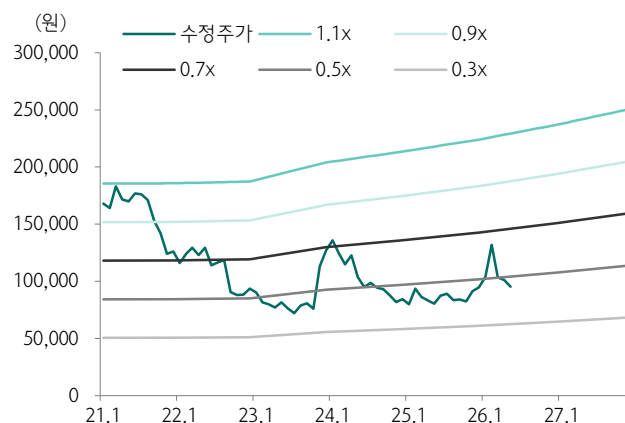
반면 주가는 택배 시장 점유율 상승을 반영하고 있지 못하다. 현재 CJ대한통운의 주가는 P/E 8배 수준으로 밴드 하단에 밀착하고 있다. 근원적으로는 과거 이커머스 침투율이 빠르게 상승하면서 택배 시장 성장 속도가 빠른 시기를 지나, 2022년 이후에는 이커머스 성장률이 둔화되는 국면에 접어들었기 때문이다. 온라인 거래액은 2022년 이후 연간 성장률이 하 이상급 수준으로 하락했다.

도표 42. CJ대한통운 P/E 밴드 차트



자료: Quantwise, 하나증권

도표 43. CJ대한통운 P/B 밴드 차트



자료: Quantwise, 하나증권

따라서 제한된 이커머스 성장을 가정하면 택배와 쿠팡 간, 택배사 간의 점유율 경쟁이 격화되고 있는 환경이다. 이러한 배경을 반영하여 Target Valuation을 11배(글로벌 Peer 대비 20% 할인)로 적용했다.

국내 택배 시장 내 쿠팡의 입지 약화를 제외하면 획기적인 택배 물동량 성장을 장기적으로 기대하기 어려운 것이 사실이다. 따라서 현 시점에서는 CJ대한통운 주가는 바닥 잡기 관점에서 접근할 필요가 있다. 1)CJ대한통운의 전통택배 시장 내에서의 점유율 상승 흐름은 이어질 것으로 예상하고, 2)물동량 증가로 영업 레버리지 효과가 발생하면서 증익 모멘텀이 발생할 것으로 전망한다. 3)CL/글로벌 사업 수익성 제고도 기대 중이다.

2026년 대한통운의 영업이익은 5,250억원(영업이익률 4.1%)으로 예상하나, 2027년/2028년의 영업이익률 증가율은 각각 11%/9%에 이를 것으로 전망한다. CL 사업 안정화 속도(안정화 이후 신규 수주 처리 예상) 글로벌 사업부 성장성에 따라 증익 폭은 더 가팔라질 수도 있다.

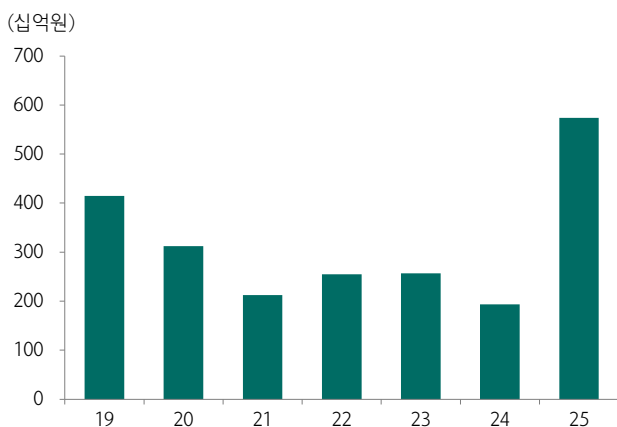
1분기 실적발표 이후 주가가 부진한 모습을 보였는데, 기존 기대했던 증익 모멘텀이 HUB 투자와 전쟁 이후 유류비 상승 등으로 시점이 밀리는 모습이었기 때문이다. 다만 탐라인 지표가 양호하기 때문에, 일시적 비용 증가보다는 하반기 증익 모멘텀 귀환에 보다 초점을 맞출 필요가 있다.

또 하나의 관전 포인트는 자사주 활용과 주주환원이다. CJ대한통운의 자사주 비율은 12.57%에 달한다. 최근 상법 개정으로 자기주식 소각이 의무화되면서 기존 보유 자사주는 18개월 안에 소각되어야 한다. 2027년 9월이 기한이다. 소각이 된다면 당연히 호재이고, 이외에도 주요 고객사(이커머스 플랫폼 등)와의 자사주 교환 등을 통해 택배/CL 대형 고객 Lock-in 효과 또한 기대해 볼수 있다.

2025년 CJ대한통운의 배당금은 800원으로 시가배당률은 1% 미만이었다. Capex 투자 집행이 많기 때문에 상대적으로 배당 여력은 적은데, 기본적으로 연간 2,000억원 이상의 Capex가 집행되고 2025년 Capex 규모는 5,700억원에 달했다. 국내뿐만 아니라 미국 물류센터 설립 등 Capex 투자가 집행되었다.

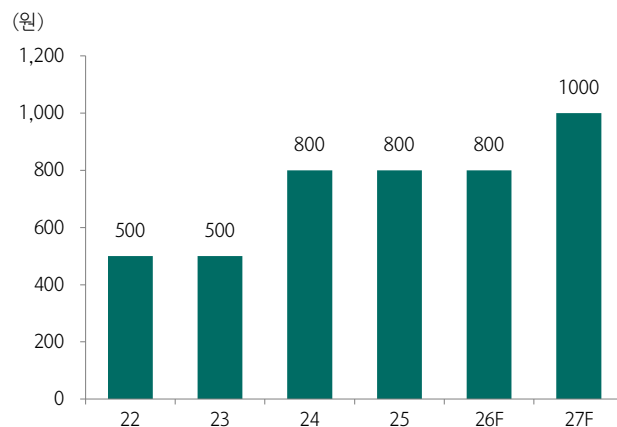
향후 이익 증가와 더불어 Capex 안정기에 접어들게 된다면 주주환원에 사용하는 자본이 증가할 것으로 기대한다.

도표 44. CJ대한통운 Capex 추이



자료: CJ대한통운, 하나증권

도표 45. CJ대한통운 주당 배당금 추이 및 전망



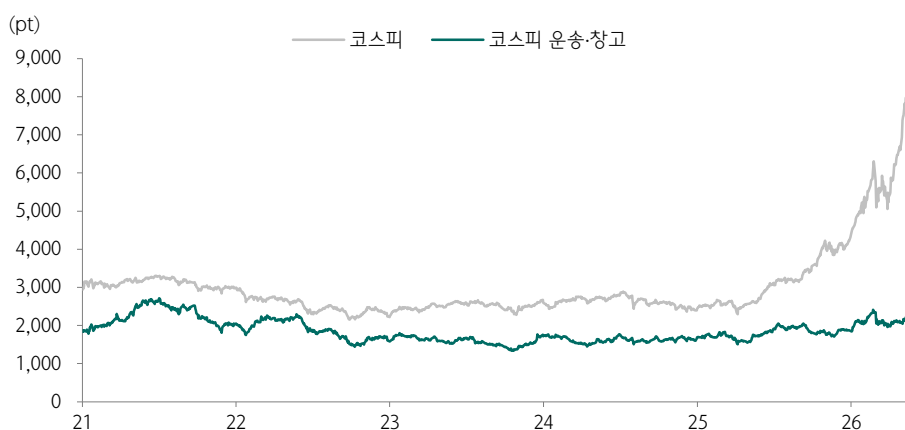
자료: CJ대한통운, 하나증권

## 4. 투자전략: 투자의견 상향, Top Pick 위주 접근 추천

### 1) 투자의견 상향의 이유

국내 증시 수급 흐름이 IT 섹터에 집중되면서 2026년 상반기 운송주는 시장 대비 크게 언더 퍼폼하고 있는 상황이다. 하지만 2026년 하반기부터는 상황이 다르다. 해운주는 에너지 운송 위주로 부각받을 예정이고, 항공유가 상승에 따라 일시적으로 주춤했던 항공주는 실적 턴어라운드 가능한 기업 위주로 주가 상승이 전망된다. 또한 Valuation이 기본적으로 P/B 1배 미만으로 저렴하다는 점도 손이 가는 포인트이다.

도표 46. 코스피 운송/항공 지수 추이



자료: Quantwise, 하나증권

### 2) Top Pick 위주 매수 추천, Top Picks: 팬오션, 대한항공

운송주에 대해서 Top Pick 위주 접근이 유효하다는 판단이다. 동일 업종 내에서도 기업별로 실적/전망 편차가 점점 커지고 있다. 예를 들면 코로나19 이전에는 항공사들은 FSC와 LCC 모두 항공여객 수요에 따라 적자와 흑자를 반복했고, FSC와 LCC의 수요/실적 차이가 크지 않았다. 2025년 이후 항공참사 이후 FSC에 대한 선호도가 상승했고, 국내 승객 외에도 인바운드 여행객/환승객 비중이 높고 항공화물 사업도 영위하고 있는 FSC의 실적 방어력이 주목받고 있다. 대한항공과 아시아나항공이라는 국내 최대 FSC의 결합은 이러한 강점을 보완하는 역할로서 작용할 전망이다.

선사도 마찬가지이다. 코로나19때 늘어난 자본을 어떻게 사용했는지가 실적 편차의 주요인이다. HMM의 경우 선대 확장 대신 현금 축적을 택했고 결과적으로 컨테이너선 다운사이클에도 상대적으로 수익성이 좋다. 팬오션은 본업인 벌크 대신 탱커/LNG선으로 확장하며 에너지 선사로서의 위치를 강화해나가고 있고, 대한해운은 축적된 자본과 선대매각대금을 더해서 차입금 축소에 집중했다. KSS해운도 본업인 LPG 수송에 더불어 MR탱커로 사업부를 다각화 중이다.

결론적으로 어떤 업종을 전부 매수하기보다는 업종 내 이익 증가율이 높은, 자본배분이 성공한 기업 위주로 접근할 필요가 있다. Top Pick으로는 팬오션과 대한항공을 제시한다. 팬오션은 현재 P/B 0.5배로 Valuation이나 BPS 모두 상승 여력이 있고 호르무즈 통항 재개 이후 강력한 탱커 모멘텀을 기대하며 매수를 추천한다. 대한항공은 2분기 이익 적자를 전망하나 호르무즈 통항을 전후해서 MS상승과 2027년 이후의 증익 사이클 진입을 주가에서는 선반영할 것으로 예상된다.

도표 47. 운송섹터 밸류에이션 테이블

단위: 십억원, 배, %

종목명	종목코드		매출액	영업이익	지배주주지분 순이익	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE
대한항공	003490	2026F	28,024	149	(533)	(18.1)	0.9	8.4	(5.0)
		2027F	28,290	1,911	606	15.9	0.9	5.3	5.7
진에어	272450	2026F	1,539	(89)	(96)	(3.3)	2.3	13.9	(54.3)
		2027F	1,592	98	64	5.0	1.6	1.4	39.6
팬오션	028670	2026F	6,437	579	365	8.8	0.5	6.3	6.2
		2027F	6,713	638	441	7.3	0.5	5.8	7.0
HMM	011200	2026F	12,025	1,068	1,327	14.1	0.7	4.8	5.0
		2027F	11,546	790	900	20.9	0.7	5.6	3.4
CJ대한통운	000120	2026F	12,757	525	234	9.0	0.5	6.9	5.5
		2027F	13,393	583	280	7.5	0.4	6.3	6.2

자료: 하나증권

## 기업분석

팬오션 (028670)	23
대한항공 (003490)	27
진에어 (272450)	31
HMM (011200)	35
CJ대한통운(000120)	39

2026년 5월 19일 | 기업분석\_Update

BUY

목표주가(12M) 9,000원(상향)  
현재주가(5.18) 5,950원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	7,516.04
52주 최고/최저(원)	6,200/3,550
시가총액(십억원)	3,180.7
시가총액비중(%)	0.05
발행주식수(천주)	534,569.5
60일 평균 거래량(천주)	6,313.2
60일 평균 거래대금(십억원)	35.1
외국인지분율(%)	16.34
주요주주 지분율(%)	
하림지주 외 10인	54.91
국민연금공단	8.61

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	5,932.5	6,064.1
영업이익(십억원)	562.3	593.8
순이익(십억원)	377.5	427.9
EPS(원)	706	800
BPS(원)	11,324	12,054

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	5,161.2	5,432.9	6,437.3	6,713.3
영업이익	471.2	491.9	579.4	638.2
세전이익	282.1	318.2	384.7	463.9
순이익	268.1	301.4	365.4	440.7
EPS	502	564	684	824
증감율	9.61	12.35	21.28	20.47
PER	6.57	6.83	8.82	7.32
PBR	0.31	0.36	0.53	0.50
EV/EBITDA	4.77	5.15	5.02	4.57
ROE	5.17	5.30	6.19	7.03
BPS	10,576	10,707	11,390	12,055
DPS	120	150	160	160



Analyst 안도현 dohyunahn@hanafn.com

# 팬오션 (028670)

기대하셔도 좋습니다, 지금도 싡니다

## 2026년은 에너지입니다

전쟁 이후 글로벌 에너지 수급이 위태로워지면서 에너지 수송 선사들에 대한 관심도 덩달아 높아지고 있다. 팬오션의 에너지 수송 선사로서의 존재감도 부각되는 중이다. 우선 LNG선(장기계약)이 2026년 온기 반영되며 연간 약 1,920억원의 영업이익(+470억원 (YoY))이 예상된다. 한국가스공사에서 추가 LNG 도입(미국 예상)을 위한 LNG선 대선 계약 발주도 연내로 기대해 볼 수 있는 아이템이다. MR탱커도 Pool(West)에 투입되면서 2분기 수익성도 높을 예정이다. 탱커선/케미칼선은 호르무즈 개방을 전후로 운임이 급등할 예정이기 때문에 팬오션의 올해 가장 큰 실적 업사이드로서 작용할 예정이다. 올해 연간 팬오션의 탱커선 사업부 영업이익은 1,000억원(+220억원 (YoY))으로 추정하는데, 호르무즈 개방 시점에 따라서 추가 업사이드가 열려있으며, 호르무즈 통항 정상화 시점(수개월 이상)까지 높은 탱커선 수요가 이어진다는 점이 가장 긍정적이다.

## 하반기부터는 VLCC도 영업개시

팬오션은 SK해운으로부터 10척의 중고 VLCC를 매입했는데, 이는 SK에너지/SK인천석화와의 장기계약 선대들이며 계약 기간이 2년~4년 남아있다. 해당 기간 종료 이후 팬오션은 본격적인 VLCC 오퍼레이션(스팟/장기계약 포함)에 돌입할 것으로 예상된다. 따라서 단기간에 높아진 VLCC 스팟운임 수혜는 제한적일 것으로 예상하나, 팬오션의 에너지 선사로서의 포트폴리오가 확장된 것에 더 큰 의미를 둔다. VLCC 시장은 2030년까지 공급자 우위 시장일 것으로 전망한다.

## 목표주가 9,000원으로 상향

전반적으로 에너지 부문(VLCC 미포함)에서 올해 팬오션의 영업이익 증익 폭은 700억원 이상으로 추정된다. 1분기에만 에너지 부문 증익이 240억원에 달했다. 현재 벌크선사의 평균 P/B는 0.9배이고, 탱커선사는 선사별 편차가 크지만 최소 1배 이상이다. 팬오션에 대해서도 에너지 수송 부문을 고려해서 Valuation을 한층 상향 조정할 필요가 있다는 판단이다. 또한 팬오션은 코로나19 이후 벌크 선박 재투자를 제한적으로 집행하며 ROE가 경쟁사 대비 낮아졌는데, 금번 VLCC 투자로 향후 ROE 제고가 기대된다. 팬오션에 대한 투자 의견 BUY를 유지하고, 기존 타겟 Valuation이던 P/B 0.6배를 0.8배까지 상향하여 목표주가를 기존 7,000원에서 9,000원으로 상향하여 제시한다.

도표 1. 팬오션의 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

구분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F	2027F
매출액	1,393	1,294	1,269	1,476	1,509	1,567	1,640	1,755	5,161	5,433	6,437	6,713
해운업	1,054	1,058	1,045	1,101	1,077	1,321	1,404	1,369	4,181	4,257	5,171	5,384
벌크선	795	803	778	824	788	1,000	1,077	1,062	3,330	3,200	3,927	4,168
컨테이너선	113	110	106	113	106	107	112	108	401	442	432	384
탱커선	78	70	76	74	78	108	107	90	348	298	382	385
LNG선	68	76	85	90	106	107	108	109	103	318	430	447
곡물사업/기타	383	263	243	399	449	290	270	408	1,200	1,289	1,418	1,488
(내부거래)	(43)	(28)	(19)	(24)	(18)	(43)	(34)	(23)	(220)	(113)	(152)	(159)
영업이익	113	123	125	130	141	141	148	148	471	492	579	638
벌크선	48	53	55	61	55	59	73	73	273	217	277	298
컨테이너선	16	15	8	10	9	7	4	5	42	48	26	19
탱커선	20	16	20	21	28	28	23	21	125	78	101	120
LNG선	32	37	37	40	47	48	48	49	38	146	192	201
세전이익	75	126	61	57	98	107	115	64	282	318	385	464
지배주주순이익	72	123	58	49	95	104	111	56	268	301	365	441
증가율 (YoY)												
매출액	43	5	(1)	(12)	8	21	29	19	18	5	18	4
영업이익	15	(9)	(2)	19	24	15	19	14	22	4	18	10
세전이익	24	13	(54)	(376)	30	(15)	90	14	14	13	21	21
지배주주순이익	19	12	(56)	(248)	31	(16)	92	16	9	12	21	21
Margin												
영업이익률	8.1	9.5	9.9	8.8	9.3	9.0	9.1	8.5	9.1	9.1	9.0	9.5
세전이익률	5.4	9.7	4.8	3.8	6.5	6.8	7.0	3.7	5.5	5.9	6.0	6.9
지배주주순이익률	5.2	9.5	4.6	3.3	6.3	6.6	6.8	3.2	5.2	5.5	5.7	6.6

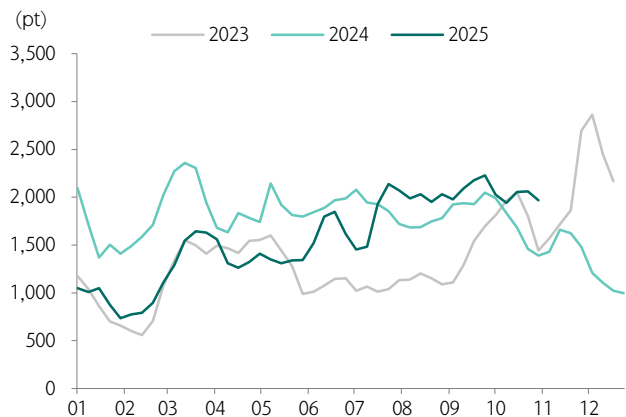
자료: 팬오션, 하나증권

도표 2. 팬오션의 Valuation

		비교
BPS (원)	11,667	12MF 값 적용
비교 P/B (x)	0.87	글로벌 벌크 선사(DS Norden, Pacific Basin, Navios Maritime, Starbulk Carrier, Nippon Yusen)의 평균 값 적용
할인율 (%)	10%	글로벌 벌크 선사 대비 낮은 ROE와 소극적인 주주환원 에너지 선사로서의 Re-rating 기대감 반영
Target P/B (x)	0.80	
목표주가 (원)	9,000	
현재주가 (원)	5,950	
상승여력 (%)	51%	

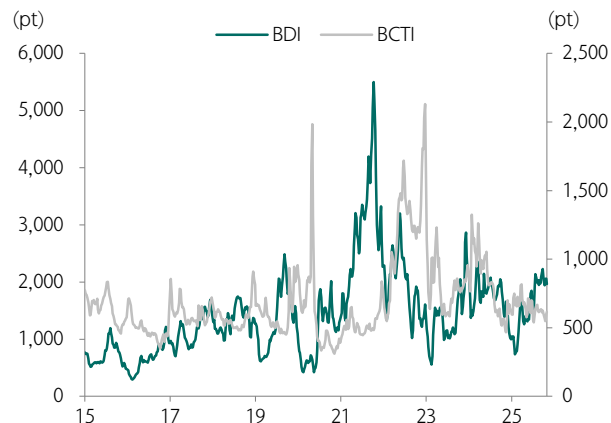
자료: 하나증권

도표 3. BDI 추이(월별)



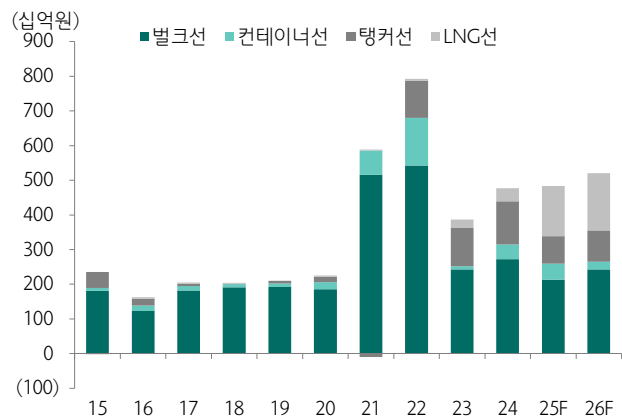
자료: Clarkson, 하나증권

도표 4. BDI/BCTI 추이



자료: Clarkson, 하나증권

도표 5. 팬오션 사업부별 영업이익 추이 및 전망



자료: 팬오션, 하나증권

도표 6. 팬오션 선대 현황(2026년 1분기말)

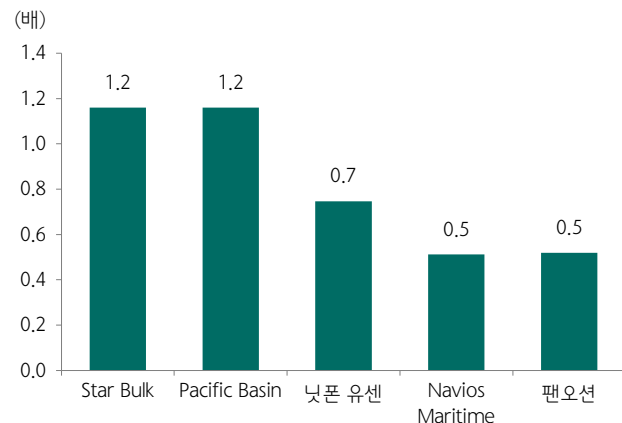
**선형별 사선/용선 척수** (단위: 척)

	사선 (장기계약)	용선 (1년 이상*)	합 계
Handy (10~40K)	6	32 (2)	38
Handymax (40~70K)	24 (10)	65 (13)	89
Panamax (70~100K)	12 (2)	32 (2)	44
Cape (100K~)	38 (29)	9	47
<b>Dry Bulk</b>	<b>80 (41)</b>	<b>138 (17)</b>	<b>218</b>
VLCC	2 (1)		2
MR Tanker	9	1 (1)	10
Chemical Tanker	6	1 (1)	7
Container	8	4	12
LNG	12 (12)	2 (1)	14
<b>Non-dry Bulk</b>	<b>37 (13)</b>	<b>8 (3)</b>	<b>45</b>
<b>Total</b>	<b>117 (54)</b>	<b>146 (20)</b>	<b>263</b>

\* 1년 이상 장기용선 총 계약기간 기준

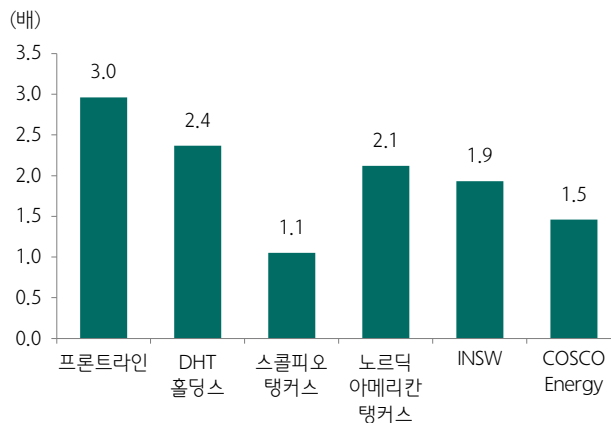
자료: 팬오션, 하나증권

도표 7. 글로벌 벌크선사 P/B



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 8. 글로벌 탱커선사 P/B



자료: Bloomberg, 하나증권

## 추정 재무제표

### 손익계산서

(단위:십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
<b>매출액</b>	<b>5,161.2</b>	<b>5,432.9</b>	<b>6,437.3</b>	<b>6,713.3</b>	<b>7,167.1</b>
매출원가	4,578.5	4,819.6	5,737.4	5,959.2	6,364.0
매출총이익	582.7	613.3	699.9	754.1	803.1
판매비	111.6	121.3	120.5	115.9	129.0
<b>영업이익</b>	<b>471.2</b>	<b>491.9</b>	<b>579.4</b>	<b>638.2</b>	<b>674.1</b>
금융손익	(162.0)	(153.3)	(180.5)	(167.0)	(168.1)
종속/관계기업손익	24.2	29.2	26.7	27.9	27.3
기타영업외손익	(51.3)	(49.6)	(40.9)	(35.3)	(38.1)
<b>세전이익</b>	<b>282.1</b>	<b>318.2</b>	<b>384.7</b>	<b>463.9</b>	<b>495.2</b>
법인세	13.9	16.8	19.2	23.2	24.8
계속사업이익	268.1	301.4	365.4	440.7	470.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>268.1</b>	<b>301.4</b>	<b>365.4</b>	<b>440.7</b>	<b>470.5</b>
비배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>268.1</b>	<b>301.4</b>	<b>365.4</b>	<b>440.7</b>	<b>470.5</b>
지배주주지분포괄이익	982.3	134.2	365.4	440.7	470.5
NOPAT	447.9	466.0	550.4	606.3	640.4
EBITDA	940.2	1,012.6	1,137.2	1,200.6	1,242.3
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	18.35	5.26	18.49	4.29	6.76
NOPAT증가율	17.71	4.04	18.11	10.16	5.62
EBITDA증가율	7.32	7.70	12.30	5.58	3.47
영업이익증가율	22.10	4.39	17.79	10.15	5.63
(지배주주)순이익증가율	9.43	12.42	21.23	20.61	6.76
EPS증가율	9.61	12.35	21.28	20.47	6.80
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	11.29	11.29	10.87	11.23	11.21
EBITDA이익률	18.22	18.64	17.67	17.88	17.33
영업이익률	9.13	9.05	9.00	9.51	9.41
계속사업이익률	5.19	5.55	5.68	6.56	6.56

### 투자지표

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	502	564	684	824	880
BPS	10,576	10,707	11,390	12,055	12,775
CFPS	1,674	1,898	2,021	2,149	2,222
EBITDAPS	1,759	1,894	2,127	2,246	2,324
SPS	9,655	10,163	12,042	12,558	13,407
DPS	120	150	160	160	160
<b>주가지표(배)</b>					
PER	6.57	6.83	8.82	7.32	6.85
PBR	0.31	0.36	0.53	0.50	0.47
PCFR	1.97	2.03	2.98	2.81	2.71
EV/EBITDA	4.77	5.15	5.02	4.57	4.19
PSR	0.34	0.38	0.50	0.48	0.45
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	5.17	5.30	6.19	7.03	7.09
ROA	2.96	2.85	3.24	3.68	3.77
ROIC	6.41	5.54	6.00	6.31	6.61
부채비율	81.69	89.63	91.74	90.65	85.61
순부채비율	48.19	60.13	64.55	57.57	50.23
이자보상배율(배)	3.52	2.29	2.29	2.73	2.86

자료: 하나증권

### 대차대조표

(단위:십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
<b>유동자산</b>	<b>2,021.8</b>	<b>1,854.1</b>	<b>1,835.4</b>	<b>2,372.2</b>	<b>2,670.6</b>
금융자산	1,139.3	1,046.7	895.3	1,372.5	1,609.4
현금성자산	865.8	839.7	650.0	1,090.4	1,308.2
매출채권	288.1	259.6	307.6	320.8	342.4
재고자산	122.1	115.1	136.4	142.3	151.9
기타유동자산	472.3	432.7	496.1	536.6	566.9
<b>비유동자산</b>	<b>8,249.7</b>	<b>8,999.6</b>	<b>9,839.5</b>	<b>9,913.4</b>	<b>10,004.6</b>
투자자산	283.3	290.6	344.4	359.1	383.4
금융자산	103.2	89.0	105.4	110.0	117.4
유형자산	7,862.2	8,652.7	9,439.6	9,499.4	9,567.0
무형자산	10.7	10.3	9.5	8.8	8.2
기타비유동자산	93.5	46.0	46.0	46.1	46.0
<b>자산총계</b>	<b>10,271.5</b>	<b>10,853.7</b>	<b>11,674.9</b>	<b>12,285.6</b>	<b>12,675.2</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,276.9</b>	<b>1,366.2</b>	<b>1,529.4</b>	<b>1,569.7</b>	<b>1,655.7</b>
금융부채	541.4	747.8	797.1	839.9	880.6
매입채무	242.8	200.0	237.0	213.3	224.0
기타유동부채	492.7	418.4	495.3	516.5	551.1
<b>비유동부채</b>	<b>3,341.3</b>	<b>3,764.0</b>	<b>4,056.6</b>	<b>4,271.8</b>	<b>4,190.4</b>
금융부채	3,322.1	3,740.4	4,028.6	4,242.6	4,159.2
기타비유동부채	19.2	23.6	28.0	29.2	31.2
<b>부채총계</b>	<b>4,618.1</b>	<b>5,130.2</b>	<b>5,586.0</b>	<b>5,841.5</b>	<b>5,846.2</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>5,653.4</b>	<b>5,723.5</b>	<b>6,088.9</b>	<b>6,444.0</b>	<b>6,829.0</b>
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	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5
기타포괄이익누계액	1,311.6	1,144.5	1,144.5	1,144.5	1,144.5
이익잉여금	1,859.6	2,096.8	2,462.2	2,817.3	3,202.3
<b>비지배주주지분</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>자본총계</b>	<b>5,653.4</b>	<b>5,723.5</b>	<b>6,088.9</b>	<b>6,444.0</b>	<b>6,829.0</b>
순금융부채	2,724.2	3,441.5	3,930.4	3,710.0	3,430.4

### 현금흐름표

(단위:십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>676.2</b>	<b>702.7</b>	<b>804.7</b>	<b>867.6</b>	<b>924.6</b>
당기순이익	268.1	301.4	365.4	440.7	470.5
조정	422.6	418.0	442.7	450.9	457.2
감가상각비	469.1	520.7	557.8	562.4	568.2
외환거래손익	11.4	(2.2)	(52.0)	(43.4)	(36.7)
지분법손익	(25.9)	(29.1)	(26.7)	(27.9)	(27.3)
기타	(32.0)	(71.4)	(36.4)	(40.2)	(47.0)
영업활동 자산부채변동	(14.5)	(16.7)	(3.4)	(24.0)	(3.1)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(660.4)</b>	<b>(263.2)</b>	<b>(1,321.0)</b>	<b>(562.3)</b>	<b>(567.8)</b>
투자자산감소(증가)	(58.3)	22.7	(27.0)	13.2	3.0
자본증가(감소)	(385.0)	(221.6)	(1,344.0)	(621.6)	(635.1)
기타	(217.1)	(64.3)	50.0	46.1	64.3
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>1,380.8</b>	<b>560.5</b>	<b>337.5</b>	<b>171.3</b>	<b>(128.3)</b>
금융부채증가(감소)	1,423.1	624.6	337.5	256.8	(42.7)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	3.1	(0.0)	0.0	0.0	(0.1)
배당지급	(45.4)	(64.1)	0.0	(85.5)	(85.5)
<b>현금의 증감</b>	<b>1,396.6</b>	<b>999.9</b>	<b>(3,177.6)</b>	<b>440.4</b>	<b>217.8</b>
Unlevered CFO	895.1	1,014.6	1,080.1	1,148.7	1,187.8
Free Cash Flow	291.2	481.1	(539.2)	246.1	289.4

2026년 5월 19일 | 기업분석\_Update

BUY

목표주가(12M) 32,000원  
 현재주가(5.18) 25,550원

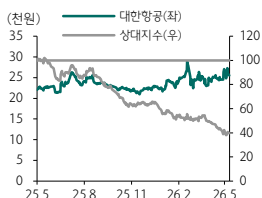
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	7,516.04
52주 최고/최저(원)	28,950/21,000
시가총액(십억원)	9,408.0
시가총액비중(%)	0.15
발행주식수(천주)	388,558.4
60일 평균 거래량(천주)	2,503.9
60일 평균 거래대금(십억원)	63.5
외국인지분율(%)	20.13
주요주주 지분율(%)	
한진칼 외 28 인	27.06
국민연금공단	7.01

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	27,140.5	27,027.3
영업이익(십억원)	740.5	2,067.5
순이익(십억원)	170.7	1,190.2
EPS(원)	515	3,044
BPS(원)	27,864	30,270

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	17,870.7	25,225.5	28,023.9	28,289.9
영업이익	2,110.2	1,113.6	149.1	1,910.8
세전이익	1,836.2	823.5	(835.8)	942.2
순이익	1,317.3	779.7	(532.7)	605.7
EPS	3,567	2,111	(1,442)	1,640
증감율	24.16	(40.82)	적전	흑전
PER	6.34	10.68	(18.07)	15.88
PBR	0.80	0.76	0.92	0.89
EV/EBITDA	5.48	6.51	8.08	5.08
ROE	13.17	7.28	(4.98)	5.72
BPS	28,356	29,659	28,217	29,109
DPS	750	750	750	750



Analyst 안도현 dohyunahn@hanafn.com

# 대한항공 (003490)

## 통합 항공사의 꿈

### 아시아나항공과의 통합 일정 공개

대한항공은 최근 공시를 통해 2026년 12월 16일을 아시아나항공과의 합병 기일로 발표하였으며, 합병비율은 1: 0.2736432이다. 아시아나항공은 별도 브랜드로 운영했을 때는 적자가 불가피하나, 대한항공과의 브랜드 통합 이후에는 EPS 기여도가 플러스로 전환될 예정이다. 통합 이후 1)중복 노선 효율화, 2)항공사 규모 확장으로 인한 협상력 제고(공항/OEM 대상 등), 3)판관비 절감 효과 등을 기대한다. Re-branding을 위한 비용(도색/유니폼 등)이 발생하겠으나, 2027년 통합 항공사의 영업이익을 1.9조원으로 예상하기 때문에 큰 영향은 아닐 전망이다.

### 유가에 대해서 너무 걱정하지 않는 이유

항공유가 급등으로 인한 일시적 감익보다는 근원적으로 유가를 승객에게 전가 가능한 구조 인지가 핵심이다. 대한항공은 국내 유일하게 유가를 대부분 전가 가능한 구조이다. 우선 1) 장거리 노선(매출 비중 50%) 내 경쟁사들이 많지 않아 가격 인상이 용이하고, 2)파생상품으로 유류비의 30%를 헤지하고 있으며, 3)운항안정성이 높아 단거리 노선에서도 선호도가 높기 때문이다. 유가 급등으로 전쟁 이전 발권 가격으로 매출이 발생할 예정인 2분기를 제외하면 3분기부터는 영업이익 흑자 기조를 이어갈 전망이다.

### 종아질 그림만 남았다, 쌀 때 매수하자

주가는 전쟁 이후 유류비 증가로 인한 우려를 반영하면서 하락했는데, 지금이 매수 적기라는 판단이다. 2028년을 바라보면 통합 대한항공의 영업이익은 2.7조원까지 상향될 예정이고, 당기순이익은 1.5조원 수준이다. 항공사 비즈니스만으로도 적정 시총은 14조원에 달한다. 여기에 항공우주 사업부와 3PL MRO 사업부(2028년 매출액 약 1.5조원 추산)를 별도로 Valuation(P/E 20배) 하면 전체 기업가치는 15.5조원에 달한다. 업사이드는 60% 이상이다. 대한항공에 대한 투자 의견 BUY와 목표주가 32,000원을 유지한다.

도표 1. 대한항공 별도 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

구분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2023	2024	2025	2026F
매출액	3,956	3,986	4,009	4,552	4,515	4,532	5,031	5,287	14,575	16,117	16,502	19,366
항공운송	3,490	3,452	3,488	3,825	3,704	3,902	4,410	4,796	13,044	14,190	14,254	16,812
여객	2,436	2,397	2,421	2,592	2,613	2,658	3,024	3,184	9,014	9,779	9,845	11,479
화물	1,054	1,055	1,067	1,233	1,091	1,244	1,386	1,613	4,030	4,412	4,409	5,333
항공우주	135	162	174	308	252	244	247	255	541	593	780	998
기타	331	372	347	419	559	386	374	236	991	1,333	1,468	1,556
영업이익	351	399	376	413	517	(265)	185	248	1,587	1,903	1,539	685
세전이익	253	551	145	331	322	(255)	173	185	1,302	1,670	1,280	425
당기순이익	193	396	92	284	243	(191)	129	138	917	1,222	965	319
증가율 (YoY)												
매출액	3	(1)	(5)	13	14	14	26	16	9	11	2	17
영업이익	(20)	(3)	(39)	(5)	47	(167)	(51)	(40)	(45)	20	(19)	(56)
세전이익	(46)	17	(62)	(5)	27	(146)	19	(44)	(50)	28	(23)	(67)
당기순이익	(44)	13	(67)	13	26	(148)	41	(51)	(48)	33	(21)	(67)
Margin												
영업이익률	8.9	10.0	9.4	9.1	11.4	(5.9)	3.7	4.7	10.9	11.8	9.3	3.5
세전이익률	6.4	13.8	3.6	7.3	7.1	(5.6)	3.4	3.5	8.9	10.4	7.8	2.2
당기순이익률	4.9	9.9	2.3	6.2	5.4	(4.2)	2.6	2.6	6.3	7.6	5.8	1.6

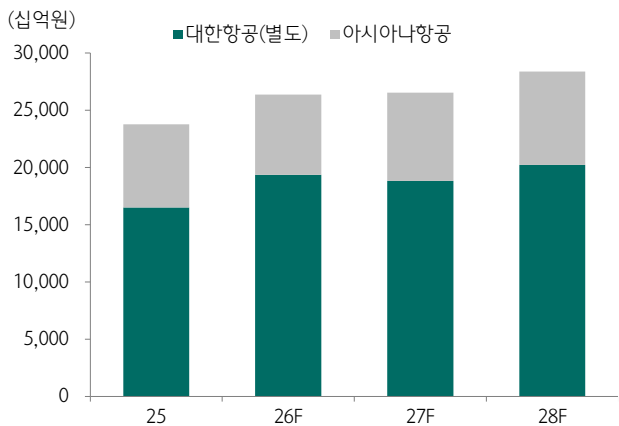
자료: 대한항공, 하나증권

도표 2. 대한항공(별도)의 수송실적 추이 및 전망

구분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2023	2024	2025	2026F
국내선												
ASK(백만km)	614	704	749	843	646	718	786	876	2,724	2,713	2,910	3,026
RPK(백만km)	517	621	637	685	546	640	682	716	2,358	2,356	2,460	2,583
여객운임(원/km)	191	195	192	187	189	234	240	212	203	201	191	220
운임증감률(YoY)	-3	-6	-6	-3	-1	20	25	13	9	-1	-5	15
국제선												
ASK(백만km)	22,174	21,584	22,615	23,135	22,110	21,800	23,067	23,426	78,053	88,343	89,508	90,403
RPK(백만km)	18,836	18,354	18,998	19,387	19,560	18,905	19,378	20,000	65,696	74,310	75,575	77,842
여객운임(원/km)	124	124	121	127	128	133	148	152	130	125	124	140
운임증감률(YoY)	0	-1	-8	7	3	7	22	19	-3	-4	-1	13
화물												
ACTK(백만톤km)	2,896	2,944	3,034	3,121	2,961	3,003	3,064	3,147	11,757	12,131	11,995	12,175
CTK(백만톤km)	2,043	2,128	2,162	2,197	2,079	2,181	2,162	2,321	8,431	8,845	8,530	8,743
화물운임(원/km)	516	496	493	561	525	570	641	695	478	499	517	610
운임증감률(YoY)	12	1	-3	4	2	15	30	24	-40	4	4	18

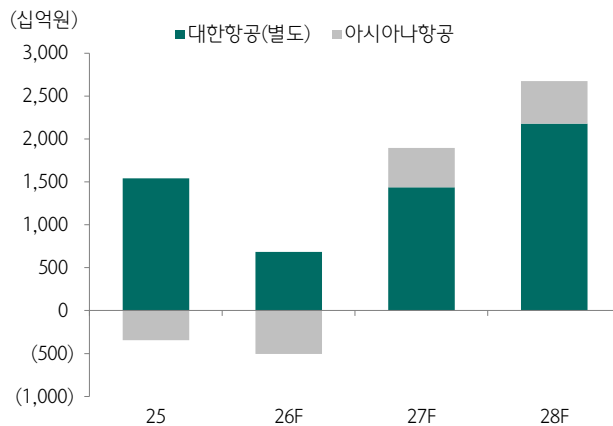
자료: 대한항공, 하나증권

도표 3. 대한항공+아시아나항공 매출액 추이 및 전망



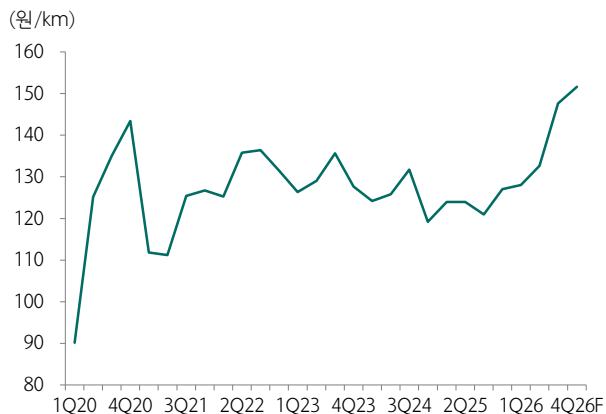
자료: 대한항공, 아시아나항공, 하나증권

도표 4. 대한항공+아시아나항공 영업이익 추이 및 전망



자료: 대한항공, 아시아나항공, 하나증권

도표 5. 대한항공 국제선 운임 추이 및 전망



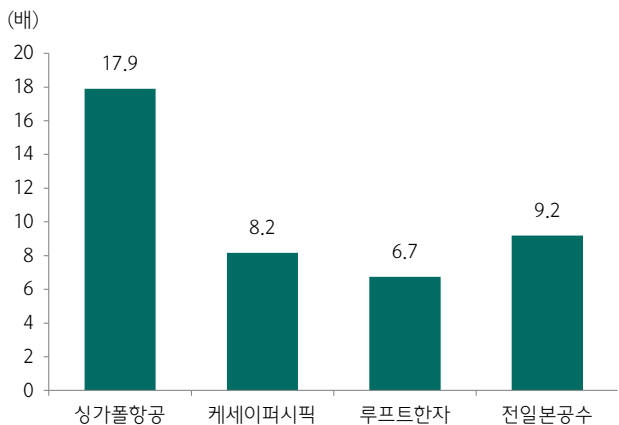
자료: 대한항공, 하나증권

도표 6. 대한항공 화물 운임 추이 및 전망



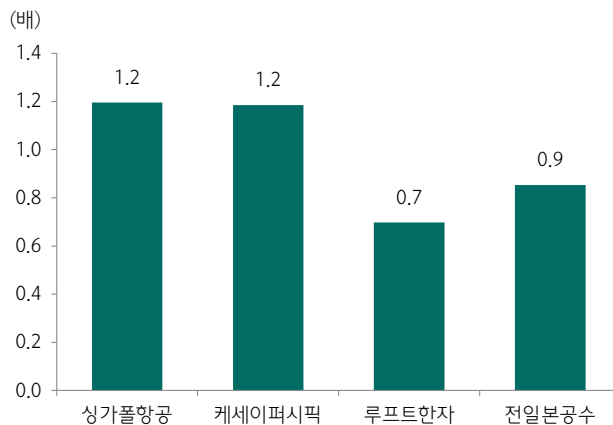
자료: 대한항공, 하나증권

도표 7. 글로벌 항공사 P/E 비교



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 8. 글로벌 항공사 P/B 비교



자료: Bloomberg, 하나증권

## 추정 재무제표

### 손익계산서

(단위:십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
<b>매출액</b>	<b>17,870.7</b>	<b>25,225.5</b>	<b>28,023.9</b>	<b>28,289.9</b>	<b>30,245.2</b>
매출원가	14,112.6	21,550.3	25,271.3	23,739.8	24,743.8
매출총이익	3,758.1	3,675.2	2,752.6	4,550.1	5,501.4
판매비	1,648.0	2,561.6	2,603.4	2,639.3	2,778.8
<b>영업이익</b>	<b>2,110.2</b>	<b>1,113.6</b>	<b>149.1</b>	<b>1,910.8</b>	<b>2,722.6</b>
금융손익	51.5	(540.7)	(919.3)	(765.5)	(659.5)
종속/관계기업손익	0.0	22.4	20.4	20.4	0.0
기타영업외손익	(325.6)	228.2	(86.0)	(223.5)	(173.0)
<b>세전이익</b>	<b>1,836.2</b>	<b>823.5</b>	<b>(835.8)</b>	<b>942.2</b>	<b>1,890.1</b>
법인세	454.3	176.2	(209.0)	229.6	424.8
계속사업이익	1,381.9	647.3	(626.7)	712.6	1,465.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>1,381.9</b>	<b>647.3</b>	<b>(626.7)</b>	<b>712.6</b>	<b>1,465.3</b>
비배주주지분 손이익	64.6	(132.4)	(94.0)	106.9	219.8
<b>지배주주순이익</b>	<b>1,317.3</b>	<b>779.7</b>	<b>(532.7)</b>	<b>605.7</b>	<b>1,245.5</b>
지배주주지분포괄이익	1,223.9	783.1	(777.7)	884.2	1,818.2
NOPAT	1,588.1	875.3	111.8	1,445.2	2,110.7
EBITDA	3,906.2	3,968.8	3,318.7	5,214.6	6,198.2
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	10.92	41.16	11.09	0.95	6.91
NOPAT증가율	23.81	(44.88)	(87.23)	1,192.67	46.05
EBITDA증가율	11.19	1.60	(16.38)	57.13	18.86
영업이익증가율	17.88	(47.23)	(86.61)	1,181.56	42.48
(지배주주)순이익증가율	24.13	(40.81)	적전	흑전	105.63
EPS증가율	24.16	(40.82)	적전	흑전	105.61
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	21.03	14.57	9.82	16.08	18.19
EBITDA이익률	21.86	15.73	11.84	18.43	20.49
영업이익률	11.81	4.41	0.53	6.75	9.00
계속사업이익률	7.73	2.57	(2.24)	2.52	4.84

### 투자지표

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	3,567	2,111	(1,442)	1,640	3,372
BPS	28,356	29,659	28,217	29,109	31,734
CFPS	11,295	13,226	9,001	13,591	16,576
EBITDAPS	10,576	10,746	8,986	14,119	16,782
SPS	48,387	68,301	75,877	76,598	81,892
DPS	750	0	750	750	750
<b>주가지표(배)</b>					
PER	6.34	10.68	(18.07)	15.88	7.73
PBR	0.80	0.76	0.92	0.89	0.82
PCFR	2.00	1.70	2.89	1.92	1.57
EV/EBITDA	5.48	6.51	8.08	5.08	4.12
PSR	0.47	0.33	0.34	0.34	0.32
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	13.17	7.28	(4.98)	5.72	11.09
ROA	3.40	1.60	(1.05)	1.18	2.36
ROIC	7.51	3.04	0.35	4.44	6.42
부채비율	328.82	339.88	370.48	356.59	335.28
순부채비율	114.60	147.85	166.46	156.55	132.09
이자보상배율(배)	4.10	1.38	0.12	1.77	2.52

자료: 하나증권

### 대차대조표

(단위:십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
<b>유동자산</b>	<b>11,616.9</b>	<b>9,709.0</b>	<b>9,668.6</b>	<b>9,861.6</b>	<b>11,751.4</b>
금융자산	6,904.7	5,586.7	5,091.1	5,241.1	6,812.3
현금성자산	2,215.6	1,870.0	2,114.1	1,672.4	1,823.2
매출채권	1,256.5	1,086.9	1,207.5	1,218.9	1,303.2
재고자산	1,170.7	1,448.9	1,609.7	1,624.9	1,737.2
기타유동자산	2,285.0	1,586.5	1,760.3	1,776.7	1,898.7
<b>비유동자산</b>	<b>35,395.2</b>	<b>40,697.0</b>	<b>41,238.7</b>	<b>41,479.9</b>	<b>42,317.9</b>
투자자산	1,166.0	1,419.8	1,451.4	1,458.3	1,509.6
금융자산	1,011.4	1,246.8	1,259.2	1,264.3	1,302.1
유형자산	28,374.5	32,943.6	33,239.0	33,569.9	34,444.3
무형자산	<b>3,077.4</b>	<b>2,986.3</b>	<b>2,879.8</b>	<b>2,783.2</b>	<b>2,695.5</b>
기타비유동자산	<b>2,777.3</b>	<b>3,347.3</b>	<b>3,668.5</b>	<b>3,668.5</b>	<b>3,668.5</b>
<b>자산총계</b>	<b>47,012.1</b>	<b>50,406.1</b>	<b>50,907.3</b>	<b>51,341.6</b>	<b>54,069.3</b>
<b>유동부채</b>	<b>16,973.5</b>	<b>15,081.5</b>	<b>15,230.3</b>	<b>15,681.8</b>	<b>16,679.6</b>
금융부채	7,276.1	5,688.5	6,049.0	6,339.5	6,708.2
매입채무	351.9	334.9	372.0	375.5	401.5
기타유동부채	9,345.5	9,058.1	8,809.3	8,966.8	9,569.9
<b>비유동부채</b>	<b>19,075.4</b>	<b>23,865.5</b>	<b>24,856.8</b>	<b>24,415.2</b>	<b>24,968.1</b>
금융부채	<b>12,192.5</b>	<b>16,841.0</b>	<b>17,053.0</b>	<b>16,505.2</b>	<b>16,511.4</b>
기타비유동부채	6,882.9	7,024.5	7,803.8	7,910.0	8,456.7
<b>부채총계</b>	<b>36,048.9</b>	<b>38,947.0</b>	<b>40,087.1</b>	<b>40,097.0</b>	<b>41,647.7</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>10,472.9</b>	<b>10,954.0</b>	<b>10,421.3</b>	<b>10,750.9</b>	<b>11,720.2</b>
자본금	<b>1,846.7</b>	<b>1,846.7</b>	<b>1,846.7</b>	<b>1,846.7</b>	<b>1,846.7</b>
자본잉여금	4,145.3	4,144.7	4,144.7	4,144.7	4,144.7
자본조정	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
기타포괄이익누계액	995.3	1,013.3	1,013.3	1,013.3	1,013.3
이익잉여금	3,485.6	3,949.4	3,416.7	3,746.2	4,715.6
<b>비배주주지분</b>	<b>490.3</b>	<b>505.1</b>	<b>398.9</b>	<b>493.7</b>	<b>701.4</b>
<b>자본총계</b>	<b>10,963.2</b>	<b>11,459.1</b>	<b>10,820.2</b>	<b>11,244.6</b>	<b>12,421.6</b>
순금융부채	12,563.9	16,942.8	18,010.8	17,603.5	16,407.3

### 현금흐름표

(단위:십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>4,558.9</b>	<b>4,075.2</b>	<b>3,963.8</b>	<b>5,333.1</b>	<b>6,949.8</b>
당기순이익	1,381.9	647.3	(626.7)	712.6	1,465.3
조정	2,765.5	4,073.9	4,395.4	4,388.7	4,569.0
감가상각비	1,796.0	2,855.2	3,169.5	3,303.9	3,475.6
외환거래손익	455.7	49.4	33.8	30.6	32.1
지분법손익	0.0	(12.6)	0.0	0.0	0.0
기타	513.8	1,181.9	1,192.1	1,054.2	1,061.3
영업활동 자산부채변동	411.5	(646.0)	195.1	231.8	915.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(870.7)</b>	<b>(2,340.2)</b>	<b>(3,017.4)</b>	<b>(4,179.6)</b>	<b>(5,778.1)</b>
투자자산감소(증가)	26.5	425.2	(43.7)	(19.1)	(63.4)
자본증가(감소)	(2,894.1)	(4,289.1)	(3,358.4)	(3,538.1)	(4,262.3)
기타	1,996.9	1,523.7	384.7	(622.4)	(1,452.4)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>7,703.1</b>	<b>1,976.3</b>	<b>(637.8)</b>	<b>(1,610.9)</b>	<b>(983.3)</b>
금융부채증가(감소)	8,494.3	3,060.9	572.5	(257.3)	374.9
자본증가(감소)	0.0	(0.7)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(514.1)	(806.8)	(1,210.3)	(1,077.4)	(1,082.0)
배당지급	(277.1)	(277.1)	0.0	(276.2)	(276.2)
<b>현금의 증감</b>	<b>11,391.4</b>	<b>3,711.3</b>	<b>(14,748.2)</b>	<b>(441.8)</b>	<b>150.9</b>
Unlevered CFO	4,171.5	4,884.9	3,324.2	5,019.5	6,121.9
Free Cash Flow	1,664.8	(213.9)	388.5	1,578.0	2,472.6

2026년 5월 19일 | 기업분석\_Update

BUY

목표주가(12M) 7,000원  
현재주가(5.18) 6,080원

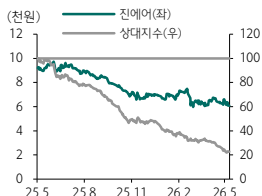
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	7,516.04
52주 최고/최저(원)	9,740/5,970
시가총액(십억원)	317.4
시가총액비중(%)	0.01
발행주식수(천주)	52,200.0
60일 평균 거래량(천주)	176.6
60일 평균 거래대금(십억원)	1.2
외국인지분율(%)	1.09
주요주주 지분율(%)	
대한항공 외 6인	54.93

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	1,536.2	1,581.1
영업이익(십억원)	(36.8)	90.4
순이익(십억원)	(41.3)	64.8
EPS(원)	(792)	1,241
BPS(원)	3,569	4,757

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	1,461.3	1,381.1	1,539.1	1,592.1
영업이익	163.1	(19.2)	(89.3)	98.0
세전이익	122.7	(19.8)	(121.4)	80.4
순이익	95.7	(9.8)	(95.9)	63.5
EPS	1,834	(187)	(1,837)	1,217
증감율	(28.47)	적전	적지	흑전
PER	5.25	(37.06)	(3.33)	5.02
PBR	2.08	1.55	2.31	1.58
EV/EBITDA	1.30	2.66	14.02	1.36
ROE	51.15	(4.28)	(54.34)	39.62
BPS	4,614	4,483	2,646	3,863
DPS	0	0	0	0



Analyst 안도현 dohyunahn@hanafn.com

# 진에어 (272450)

## 버틸 수 있는 자가 승자

### 2025년~2026년 2년간 비정상적 영업환경

2025년~2026년간 LCC에게는 비정상적 영업환경이 이어졌다. 2025년 연간으로 항공참사 및 소비경기 위축, 동남아 노선 수요 감소 등이 부정적으로 작용했고, 2026년 들어서는 항공유가 급등이 실적을 내리누르고 있는 모양세이다. 코로나19 이후 LCC의 재정상태는 크게 악화되었으나, 리오프닝을 기대하면서 영업을 지속해왔던 상황이다. 2026년 유가 급등을 겪으면서 LCC도 재무적/영업적 한계에 부딪혔다는 판단이다. 이럴 때는 가장 규모가 크고 재정 상황이 건전한 진에어가 안심이 된다. 진에어는 대한항공을 모회사로 두고 있기 때문에 상대적으로 기재 원가가 낮은 장점이 있고, 모회사의 지원 여력도 충분하다는 판단이다.

### 2027년을 기다리며

대한항공-아시아나항공 통합 법인이 12월 16일부로 출범 예정이고, 진에어-에어부산-에어서울은 2027년 1분기 통합이 예정되어 있다. 항공사간 통합이기 때문에 Capex 추가 투자는 제한적이고, 관광객 위주 수요가 늘어나고 있는 서울-부산 연결 수요도 긍정적이다. 2027년에는 본격적인 이익 턴어라운드도 도래할 것으로 기대한다. 에어부산의 2025년 영업손실은 45억원이었으나, 2023년~2024년 연간 영업이익이 1,500억원 수준으로 높기 때문에 업황 회복 시 이익 회복 탄력성이 높을 것으로 기대된다. 진에어 단독으로만 2027년 영업이익은 980억원 수준으로 전망하고, 에어부산의 기여도 이에 준할 것으로 예상한다.

### 호르무즈 개방을 기대하며 접근 가능

LCC가 모두 어려운 상황에 있는 것은 맞으나, 오히려 지금은 버티는 자가 승자가 될 수 있는 국면이다. 단거리 노선 위주인 항공사들의 유가 전가는 어렵기 때문에 지금은 유가 하락 기까지 버틸 수 밖에 없다. 최소 3분기까지는 유가 요인으로 어려운 업황 이어질 것으로 예상하나, 진에어 존속에 대한 우려는 제한적이기 때문에 그래도 호르무즈 개방 시점 이후로는 긍정적인 접근이 유효하다는 판단이다. 진에어에 대해서 투자의견 BUY와 목표주가 7,000원을 유지한다.

도표 1. 진에어의 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

구분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F	2027F
매출액	418	306	304	353	423	348	358	409	1,461	1,381	1,539	1,592
여객	389	285	280	317	393	326	333	370	1,355	1,271	1,423	1,470
국내	46	63	64	62	51	74	79	78	266	235	282	275
국제	343	222	216	255	343	251	254	293	1,089	1,036	1,142	1,195
기타	29	21	24	35	30	22	26	38	107	110	116	122
영업이익	58	(42)	(23)	(10)	58	(71)	(55)	(23)	163	(16)	(89)	98
세전이익	58	(20)	(35)	(23)	35	(82)	(69)	(6)	123	(17)	(121)	80
당기순이익	46	(16)	(28)	(12)	22	(65)	(55)	1	96	(9)	(96)	64
증가율 (YoY)												
매출액	(3)	(1)	(17)	(2)	1	14	18	16	14	(5)	11	3
영업이익	(41)	적전	적전	적전	(1)	적지	적지	적지	(10)	적전	적지	흑전
세전이익	(33)	적지	적전	적지	(39)	적지	적지	적지	(29)	적전	적지	흑전
당기순이익	(33)	적지	적전	적지	(53)	적지	적지	적지	(28)	적전	적지	흑전
Margin												
영업이익률	13.9	(13.8)	(7.4)	(2.8)	13.6	(20.3)	(15.3)	(5.5)	11.2	(1.2)	(5.8)	6.2
세전이익률	13.8	(6.6)	(11.3)	(6.5)	8.3	(23.6)	(19.3)	(1.4)	8.4	(1.2)	(7.9)	5.0
당기순이익률	10.9	(5.1)	(9.0)	(3.5)	5.1	(18.7)	(15.2)	0.3	6.5	(0.6)	(6.2)	4.0

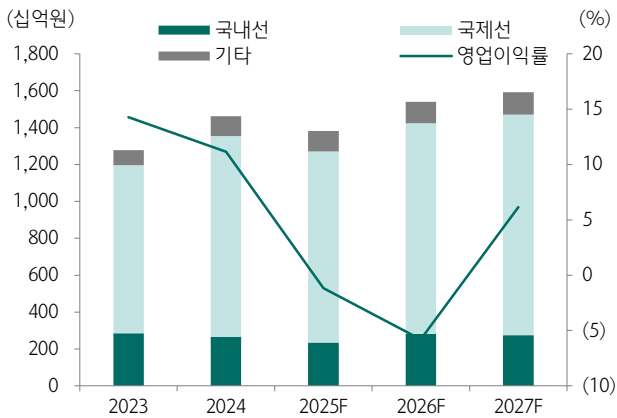
자료: 진에어, 하나증권

도표 2. 진에어의 수송실적 추이 및 전망

구분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F	2027F
국내선												
ASK(백만km)	378	459	520	543	395	487	546	567	1,793	1,900	1,995	2,075
RPK(백만km)	304	389	439	463	328	424	483	504	1,544	1,595	1,739	1,791
여객운임(원/km)	148	158	148	142	153	175	163	156	172	147	162	154
국제선												
ASK(백만km)	3,602	2,878	3,120	3,004	3,421	2,964	3,214	3,131	12,708	12,604	12,730	13,494
RPK(백만km)	3,231	2,524	2,674	2,542	3,014	2,650	2,834	2,801	11,363	10,971	11,300	12,069
여객운임(원/km)	106	87	80	102	114	95	90	106	96	94	101	99

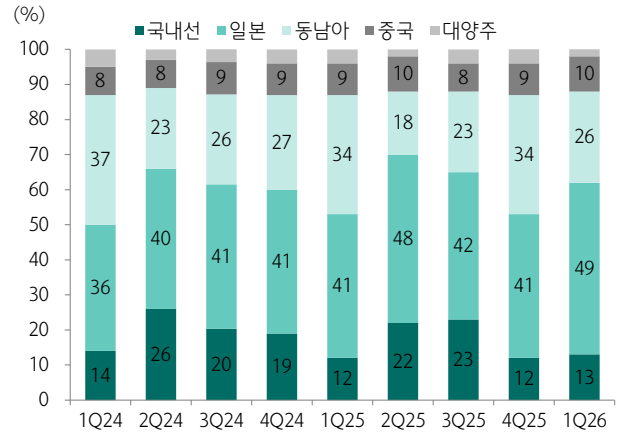
자료: 진에어, 하나증권

도표 3. 진에어의 사업부별 실적 추이 및 전망



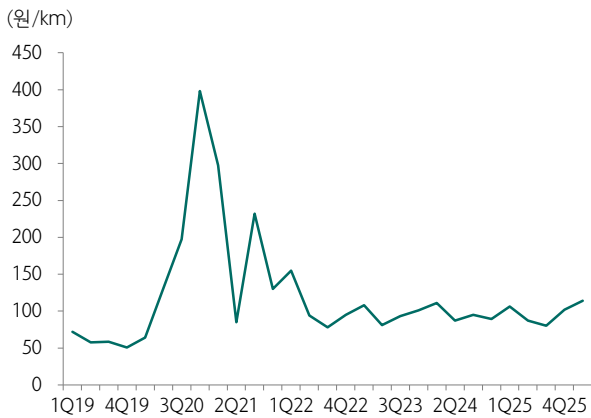
자료: 진에어, 하나증권

도표 4. 진에어 노선별 매출 비중



자료: 진에어, 하나증권

도표 5. 국제선 운임 추이



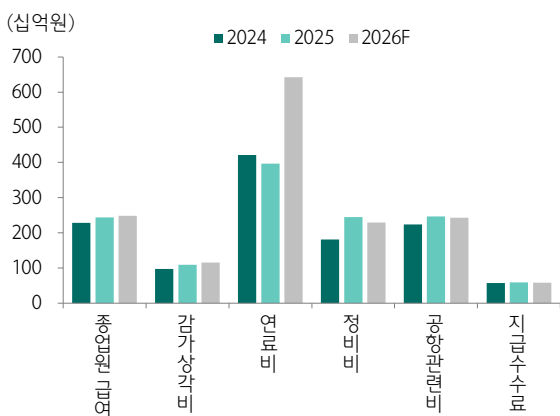
자료: 진에어, 하나증권

도표 6. 국내선 운임 추이



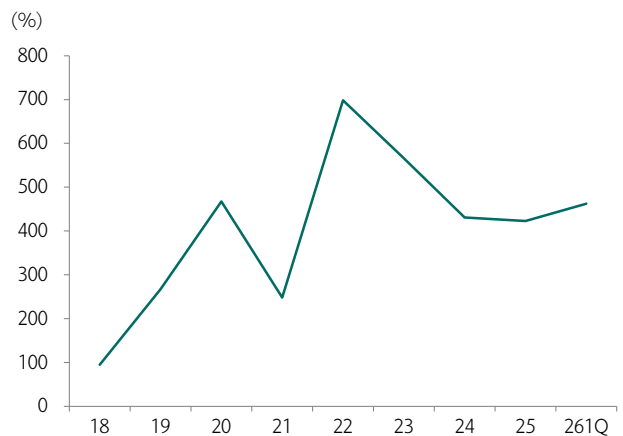
자료: 진에어, 하나증권

도표 7. 영업비용 추이 및 전망



자료: 진에어, 하나증권

도표 8. 진에어 부채비율 추이



자료: 진에어, 하나증권

## 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
<b>매출액</b>	<b>1,461.3</b>	<b>1,381.1</b>	<b>1,539.1</b>	<b>1,592.1</b>	<b>1,684.4</b>
매출원가	1,179.1	1,278.1	1,506.3	1,368.6	1,418.4
매출총이익	282.2	103.0	32.8	223.5	266.0
판매비	119.0	122.1	122.2	125.4	127.9
<b>영업이익</b>	<b>163.1</b>	<b>(19.2)</b>	<b>(89.3)</b>	<b>98.0</b>	<b>138.0</b>
금융손익	(1.1)	(8.0)	(7.8)	(7.5)	(7.8)
중속/관계기업손익	0.4	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
기타영업외손익	(39.6)	7.4	(24.2)	(10.1)	(16.6)
<b>세전이익</b>	<b>122.7</b>	<b>(19.8)</b>	<b>(121.4)</b>	<b>80.4</b>	<b>113.6</b>
법인세	27.0	(10.1)	(25.5)	16.9	23.9
계속사업이익	95.7	(9.8)	(95.9)	63.5	89.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>95.7</b>	<b>(9.8)</b>	<b>(95.9)</b>	<b>63.5</b>	<b>89.7</b>
비배주주지분 손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>95.7</b>	<b>(9.8)</b>	<b>(95.9)</b>	<b>63.5</b>	<b>89.7</b>
지배주주지분포괄이익	88.3	(6.8)	(95.9)	63.5	89.7
NOPAT	127.2	(9.4)	(70.6)	77.5	109.1
EBITDA	260.5	89.7	23.6	214.2	261.0
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	14.41	(5.49)	11.44	3.44	5.80
NOPAT증가율	(9.34)	적전	적지	흑전	40.77
EBITDA증가율	(4.54)	(65.57)	(73.69)	807.63	21.85
영업이익증가율	(10.48)	적전	적지	흑전	40.82
(지배주주)순이익증가율	(28.53)	적전	적지	흑전	41.26
EPS증가율	(28.47)	적전	적지	흑전	41.25
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	19.31	7.46	2.13	14.04	15.79
EBITDA이익률	17.83	6.49	1.53	13.45	15.50
영업이익률	11.16	(1.39)	(5.80)	6.16	8.19
계속사업이익률	6.55	(0.71)	(6.23)	3.99	5.33

투자지표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,834	(187)	(1,837)	1,217	1,719
BPS	4,614	4,483	2,646	3,863	5,581
CFPS	7,189	4,110	(2)	3,890	4,676
EBITDAPS	4,991	1,719	453	4,104	5,001
SPS	27,994	26,457	29,484	30,499	32,268
DPS	0	0	0	0	0
<b>주가지표(배)</b>					
PER	5.25	(37.06)	(3.33)	5.02	3.55
PBR	2.08	1.55	2.31	1.58	1.09
PCFR	1.34	1.69	(3,055.00)	1.57	1.31
EV/EBITDA	1.30	2.66	14.02	1.36	0.78
PSR	0.34	0.26	0.21	0.20	0.19
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	51.15	(4.28)	(54.34)	39.62	37.88
ROA	8.78	(0.81)	(8.27)	5.36	6.90
ROIC	305.42	(10.51)	(54.62)	49.13	66.26
부채비율	430.65	423.17	790.30	538.66	387.45
순부채비율	(71.25)	(54.93)	7.87	(15.05)	(41.78)
이자보상배율(배)	7.18	(0.62)	(2.97)	3.38	4.60

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
<b>유동자산</b>	<b>680.7</b>	<b>625.6</b>	<b>503.1</b>	<b>559.1</b>	<b>675.8</b>
금융자산	592.0	525.6	400.6	453.2	563.9
현금성자산	134.6	42.5	57.1	116.1	99.2
매출채권	42.1	34.4	38.3	39.6	41.9
채고자산	0.9	0.6	0.6	0.6	0.7
기타유동자산	45.7	65.0	63.6	65.7	69.3
<b>비유동자산</b>	<b>546.4</b>	<b>548.5</b>	<b>641.2</b>	<b>667.3</b>	<b>697.6</b>
투자자산	61.3	42.9	47.1	48.6	51.0
금융자산	57.5	39.3	43.1	44.4	46.6
유형자산	0.8	23.7	24.6	26.4	30.1
무형자산	3.2	3.6	2.9	2.3	1.8
기타비유동자산	481.1	478.3	566.6	590.0	614.7
<b>자산총계</b>	<b>1,227.1</b>	<b>1,174.2</b>	<b>1,144.3</b>	<b>1,226.5</b>	<b>1,373.4</b>
<b>유동부채</b>	<b>582.6</b>	<b>555.8</b>	<b>609.0</b>	<b>608.6</b>	<b>643.9</b>
금융부채	106.0	83.0	87.1	84.5	89.4
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	476.6	472.8	521.9	524.1	554.5
<b>비유동부채</b>	<b>413.3</b>	<b>393.9</b>	<b>406.7</b>	<b>425.8</b>	<b>447.8</b>
금융부채	321.2	319.3	323.6	339.8	356.8
기타비유동부채	92.1	74.6	83.1	86.0	91.0
<b>부채총계</b>	<b>995.9</b>	<b>949.7</b>	<b>1,015.8</b>	<b>1,034.4</b>	<b>1,091.7</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>231.3</b>	<b>224.4</b>	<b>128.5</b>	<b>192.0</b>	<b>281.8</b>
자본금	52.2	52.2	52.2	52.2	52.2
자본잉여금	296.1	96.1	96.1	96.1	96.1
자본조정	(9.6)	(9.6)	(9.6)	(9.6)	(9.6)
기타포괄이익누계액	(0.9)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
이익잉여금	(106.6)	86.1	(9.8)	53.7	143.4
<b>비지배주주지분</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>자본총계</b>	<b>231.3</b>	<b>224.4</b>	<b>128.5</b>	<b>192.0</b>	<b>281.8</b>
순금융부채	(164.8)	(123.3)	10.1	(28.9)	(117.7)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>329.0</b>	<b>79.8</b>	<b>106.8</b>	<b>210.6</b>	<b>274.2</b>
당기순이익	95.7	(9.8)	(95.9)	63.5	89.7
조정	286.0	234.9	143.6	144.2	152.8
감가상각비	97.4	108.9	113.0	116.2	123.0
외환거래손익	35.5	(3.4)	0.6	(1.0)	(0.2)
지분법손익	(0.4)	0.1	0.0	0.0	0.0
기타	153.5	129.3	30.0	29.0	30.0
영업활동 자산부채변동	(52.7)	(145.3)	59.1	2.9	31.7
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(113.5)</b>	<b>(28.3)</b>	<b>(66.6)</b>	<b>(134.8)</b>	<b>(280.7)</b>
투자자산감소(증가)	(30.5)	18.4	(4.2)	(1.4)	(2.5)
자본증가(감소)	(0.2)	(18.7)	(113.1)	(117.4)	(126.2)
기타	(82.8)	(28.0)	50.7	(16.0)	(152.0)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>71.3</b>	<b>(255.9)</b>	<b>(21.7)</b>	<b>(15.4)</b>	<b>(8.1)</b>
금융부채증가(감소)	94.0	(24.9)	8.4	13.6	21.9
자본증가(감소)	0.0	(200.0)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(22.7)	(31.0)	(30.1)	(29.0)	(30.0)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증감</b>	<b>286.9</b>	<b>(204.4)</b>	<b>(158.5)</b>	<b>59.1</b>	<b>(16.9)</b>
Unlevered CFO	375.3	214.5	(0.1)	203.0	244.1
Free Cash Flow	328.8	61.1	(6.3)	93.2	148.0

2026년 5월 19일 | 기업분석\_Update

## Neutral

목표주가(12M) 21,000원  
현재주가(5.18) 19,960원

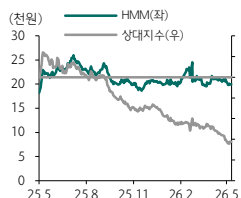
### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	7,516.04
52주 최고/최저(원)	25,950/18,660
시가총액(십억원)	18,827.0
시가총액비중(%)	0.31
발행주식수(천주)	943,238.0
60일 평균 거래량(천주)	2,079.8
60일 평균 거래대금(십억원)	44.6
외국인지분율(%)	7.39
주요주주 지분율(%)	
한국산업은행	35.42
한국에어인천항공사	35.08

### Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	11,308.0	10,799.0
영업이익(십억원)	1,005.0	840.0
순이익(십억원)	1,305.1	1,148.9
EPS(원)	1,384	1,255
BPS(원)	29,871	30,738

### Stock Price



### Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	11,700.2	10,891.4	12,025.4	11,545.6
영업이익	3,512.8	1,461.2	1,067.9	789.8
세전이익	3,896.6	2,000.7	1,415.9	985.3
순이익	3,782.2	1,878.4	1,326.7	899.7
EPS	5,055	1,955	1,406	954
증감율	176.38	(61.33)	(28.08)	(32.15)
PER	3.49	10.49	14.15	20.85
PBR	0.56	0.73	0.70	0.70
EV/EBITDA	0.95	4.38	5.31	6.20
ROE	15.35	6.90	4.97	3.36
BPS	31,615	28,168	28,388	28,333
DPS	600	700	700	700



Analyst 안도현 dohyunahn@hanafn.com

# HMM (011200)

## 혼란 속에 기회도 있는 법

### SCFI 2,141pt로 전쟁 효과 본격화되는 중

5월 중순 SCFI는 2,141pt로 2025년 하반기 이후 처음으로 2,000pt를 돌파했다. 전쟁 이후 물류 혼란기가 본격화되는 모습이다. 비록 컨테이너선은 공급 증가가 빠르게 나타나고 있으나, 전쟁 이후 유류할증료 부과와 재고 축적 수요가 빠르게 운임을 밀어올리고 있다. 글로벌 컨테이너선 물동량이 연간 2~4% (YoY) 증가할 것으로 예상되고, 선복량이 5% 증가할 것으로 계획되어 물동량 증가세가 강하게 나타난다면 당분간은 고운임이 지속될 가능성이 높다. 수에즈 운하로의 통항 재개는 금번 중동 분쟁 여파로 한층 가시성이 떨어진 것으로 파악된다.

### HMM의 상대적 수익력에 주목할 것

머스크의 1분기 해운 부문 영업이익률은 -2.3%였고, 하팍로이드는 -3.6%였던것에 비해 HMM은 9.9%의 높은 수익성을 기록하고 있다. 2023년 운임이 낮았던 시기에도 HMM은 연간 5,850억원의 영업이익을 벌어들였다. 2026년의 경우 탭티어 컨테이너 선사들의 영업 적자가 예상되나, HMM의 경우 연간 1조원 이상의 영업이익이 기대된다. 또한 컨테이너 선사들이 적자로 돌아선 만큼, 공급 조절을 적극적으로 시행할 가능성이 높아 HMM에게는 또 하나의 안심 요인이다.

### 컨테이너선이 버티고, 벌크가 끌고

컨테이너선의 감익은 이어질 전망이다, HMM은 용선 비중이 적고 선박 원가도 낮기 때문에 상대적으로 이익 구간이 길 것으로 예상된다. 또한 벌크선, 특히 VLCC로의 확장이 눈에 띈다. HMM은 현재 19척의 유조선과 23척의 건화물선을 오퍼레이션하고 있는데 1분기 벌크 부문 영업이익은 830억원으로 전체 영업이익의 31% 비중까지 상승했다. 벌크선/유조선 운임이 추가로 상향된 만큼 2분기에도 1분기 이상의 벌크 부문 영업이익이 기대된다. 2027년에는 VLCC 2척이 추가 인도될 예정이다. 다만 본업 감익 구간에서 타겟 Valuation을 높이는 것은 무리가 있기 때문에 HMM에 대해 투자의견 Neutral과 목표주가 21,000원을 유지한다.

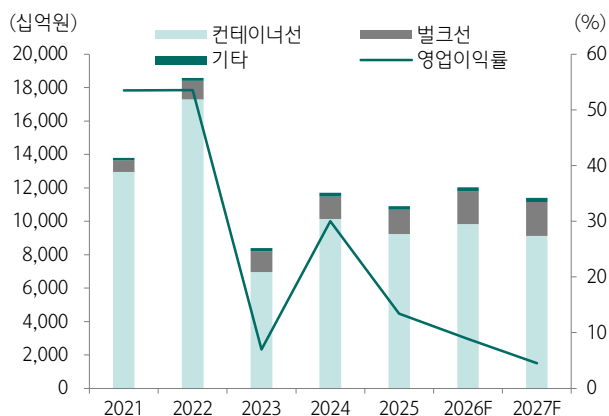
도표 1. HMM의 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

구분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F	2027F
매출액	2,855	2,623	2,706	2,708	2,719	3,079	3,244	2,984	11,700	10,912	12,025	11,546
컨테이너선	2,466	2,170	2,341	2,267	2,271	2,506	2,663	2,387	10,148	9,243	9,828	9,264
벌크선	335	397	316	399	403	514	527	522	1,337	1,447	1,965	2,037
기타	53	56	49	42	45	59	54	75	215	222	233	244
영업이익	614	233	297	317	269	302	378	123	3,513	1,467	1,068	790
세전이익	753	506	381	360	376	389	475	179	3,897	2,001	1,416	985
지배주주순이익	740	471	303	364	354	360	444	173	3,782	1,878	1,327	900
증가율 (YoY)												
매출액	23	(2)	(24)	(14)	(5)	17	20	10	39	(7)	10	(4)
영업이익	51	(64)	(80)	(68)	(56)	29	27	(61)	500	(58)	(27)	(26)
세전이익	50	(27)	(78)	(61)	(50)	(23)	25	(50)	274	(49)	(29)	(30)
지배주주순이익	52	(29)	(83)	(59)	(52)	(24)	46	(52)	295	(50)	(29)	(32)
Margin												
영업이익률	21.5	8.9	11.0	11.7	9.9	9.8	11.7	4.1	30.0	13.4	8.9	6.8
세전이익률	26.4	19.3	14.1	13.3	13.8	12.6	14.6	6.0	33.3	18.3	11.8	8.5
지배주주순이익률	25.9	18.0	11.2	13.4	13.0	11.7	13.7	5.8	32.3	17.2	11.0	7.8

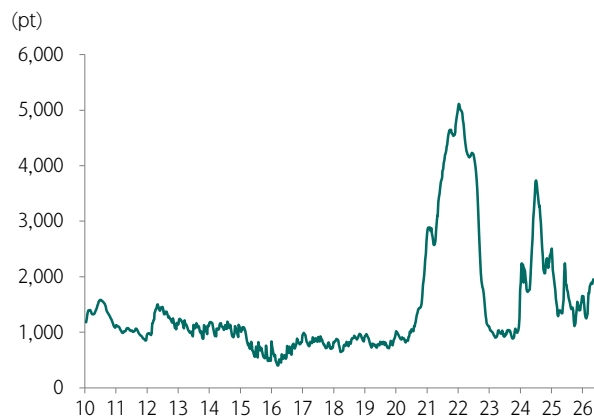
자료: HMM, 하나증권

도표 2. HMM의 사업부별 실적 추이 및 전망



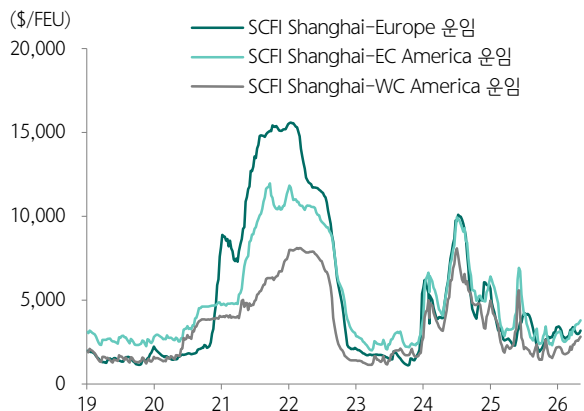
자료: HMM, 하나증권

도표 3. SCFI(상하이컨테이너운임지수)



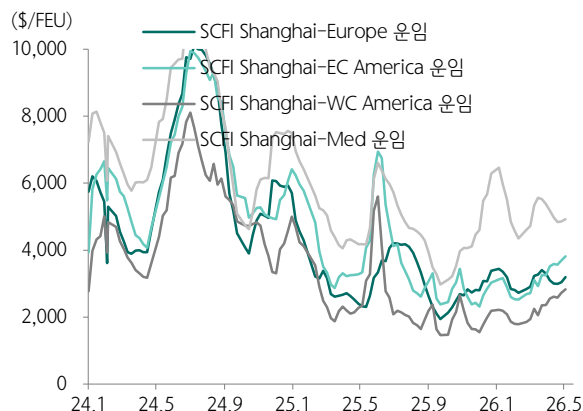
자료: Clarkson, 하나증권

도표 4. SCFI 항로별 운임 추이



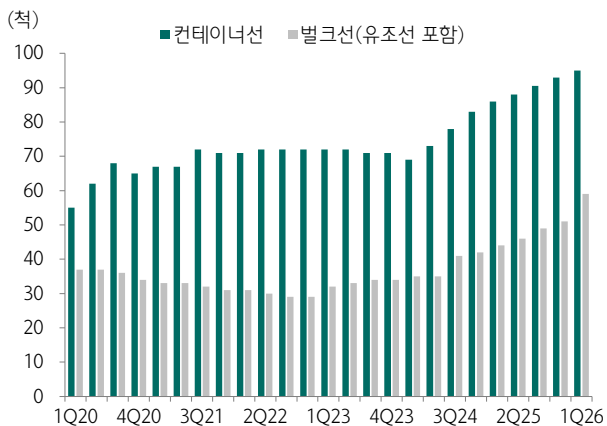
자료: Clarkson, 하나증권

도표 5. SCFI 항로별 운임 추이 - 2024년 이후



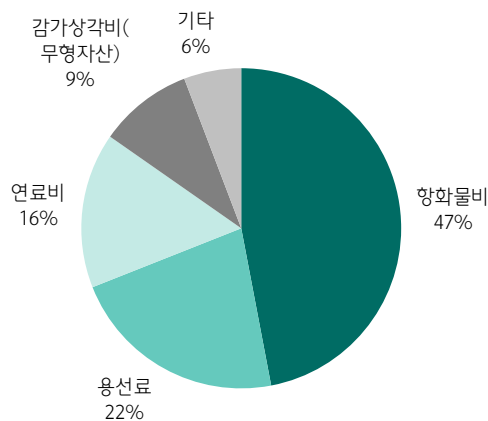
자료: Clarkson, 하나증권

도표 6. HMM 운용 선박 추이



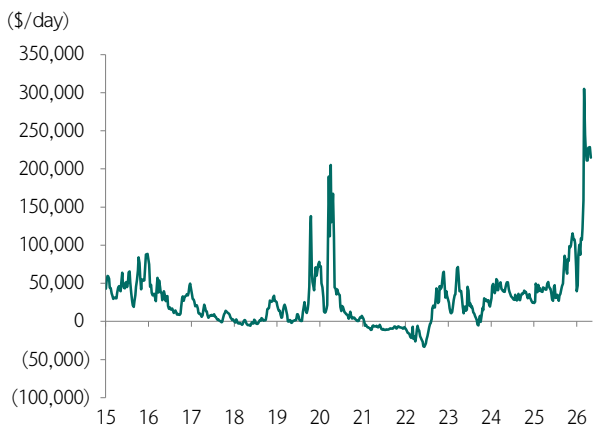
자료: HMM, 하나증권

도표 7. HMM 매출원가 내 비중(2025년)



자료: HMM, 하나증권

도표 8. VLCC 스팟 운임 추이



자료: Clarkson, 하나증권

도표 9. BDI 추이



자료: Clarkson, 하나증권

## 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
<b>매출액</b>	<b>11,700.2</b>	<b>10,891.4</b>	<b>12,025.4</b>	<b>11,545.6</b>	<b>11,553.5</b>
매출원가	7,736.8	8,856.4	10,318.3	10,139.7	10,158.6
매출총이익	3,963.4	2,035.0	1,707.1	1,405.9	1,394.9
판매비	450.6	573.9	639.2	616.1	642.8
<b>영업이익</b>	<b>3,512.8</b>	<b>1,461.2</b>	<b>1,067.9</b>	<b>789.8</b>	<b>752.1</b>
금융손익	259.0	537.5	350.8	217.4	146.2
중속/관계기업손익	162.3	66.0	48.0	35.5	33.8
기타영업외손익	(37.6)	(64.0)	(50.8)	(57.4)	(54.1)
<b>세전이익</b>	<b>3,896.6</b>	<b>2,000.7</b>	<b>1,415.9</b>	<b>985.3</b>	<b>878.1</b>
법인세	114.4	122.0	89.1	85.5	85.6
계속사업이익	3,782.1	1,878.7	1,326.9	899.8	792.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>3,782.1</b>	<b>1,878.7</b>	<b>1,326.9</b>	<b>899.8</b>	<b>792.5</b>
비배주주지분 손이익	(0.0)	0.3	0.2	0.1	0.1
<b>지배주주순이익</b>	<b>3,782.2</b>	<b>1,878.4</b>	<b>1,326.7</b>	<b>899.7</b>	<b>792.4</b>
지배주주지분포괄이익	6,947.0	1,402.0	867.5	608.9	792.3
NOPAT	3,409.7	1,372.1	1,000.7	721.2	678.8
EBITDA	4,415.8	2,577.2	2,335.1	2,057.0	2,019.4
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	39.27	(6.91)	10.41	(3.99)	0.07
NOPAT증가율	534.60	(59.76)	(27.07)	(27.93)	(5.88)
EBITDA증가율	202.95	(41.64)	(9.39)	(11.91)	(1.83)
영업이익증가율	500.68	(58.40)	(26.92)	(26.04)	(4.77)
(지배주주)순이익증가율	290.48	(50.34)	(29.37)	(32.19)	(11.93)
EPS증가율	176.38	(61.33)	(28.08)	(32.15)	(11.95)
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	33.87	18.68	14.20	12.18	12.07
EBITDA이익률	37.74	23.66	19.42	17.82	17.48
영업이익률	30.02	13.42	8.88	6.84	6.51
계속사업이익률	32.33	17.25	11.03	7.79	6.86

투자지표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	5,055	1,955	1,406	954	840
BPS	31,615	28,168	28,388	28,333	28,473
CFPS	5,948	2,772	2,738	2,374	2,313
EBITDAPS	5,902	2,682	2,476	2,181	2,141
SPS	15,638	11,333	12,749	12,240	12,249
DPS	600	700	700	700	700
<b>주가지표(배)</b>					
PER	3.49	10.49	14.15	20.85	23.68
PBR	0.56	0.73	0.70	0.70	0.70
PCFR	2.97	7.40	7.26	8.38	8.60
EV/EBITDA	0.95	4.38	5.31	6.20	7.61
PSR	1.13	1.81	1.56	1.63	1.62
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	15.35	6.90	4.97	3.36	2.96
ROA	12.70	5.57	3.91	2.61	2.27
ROIC	26.08	8.53	5.76	4.03	3.50
부채비율	21.51	26.31	28.07	29.29	31.51
순부채비율	(40.78)	(30.31)	(28.01)	(26.72)	(16.87)
이자보상배율(배)	25.86	7.03	4.79	3.53	3.18

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
<b>유동자산</b>	<b>17,996.8</b>	<b>15,117.5</b>	<b>15,099.0</b>	<b>15,047.6</b>	<b>13,071.1</b>
금융자산	15,872.8	13,378.2	13,179.6	13,204.4	11,226.7
현금성자산	1,471.8	1,760.8	2,026.9	1,940.2	1,990.0
매출채권	1,130.1	1,042.8	1,151.4	1,105.5	1,106.2
재고자산	401.8	371.7	410.4	394.0	394.3
기타유동자산	592.1	324.8	357.6	343.7	343.9
<b>비유동자산</b>	<b>15,851.7</b>	<b>18,445.6</b>	<b>19,197.1</b>	<b>19,506.7</b>	<b>22,250.7</b>
투자자산	872.4	1,259.8	1,327.1	1,298.6	1,299.1
금융자산	366.1	647.7	651.2	649.7	649.8
유형자산	9,846.4	11,522.8	11,846.9	12,185.1	14,928.7
무형자산	<b>42.7</b>	<b>47.4</b>	<b>47.4</b>	<b>47.4</b>	<b>47.4</b>
기타비유동자산	<b>5,090.2</b>	<b>5,615.6</b>	<b>5,975.7</b>	<b>5,975.6</b>	<b>5,975.5</b>
<b>자산총계</b>	<b>33,848.6</b>	<b>33,563.1</b>	<b>34,296.1</b>	<b>34,554.4</b>	<b>35,321.9</b>
<b>유동부채</b>	<b>2,357.2</b>	<b>2,602.0</b>	<b>2,798.3</b>	<b>2,845.0</b>	<b>2,970.3</b>
금융부채	957.6	1,088.9	1,128.9	1,241.8	1,366.0
매입채무	577.5	653.9	722.0	693.2	693.7
기타유동부채	822.1	859.2	947.4	910.0	910.6
<b>비유동부채</b>	<b>3,635.8</b>	<b>4,389.9</b>	<b>4,719.2</b>	<b>4,982.0</b>	<b>5,492.2</b>
금융부채	<b>3,555.2</b>	<b>4,236.8</b>	<b>4,550.2</b>	<b>4,819.7</b>	<b>5,329.7</b>
기타비유동부채	80.6	153.1	169.0	162.3	162.5
<b>부채총계</b>	<b>5,993.0</b>	<b>6,991.9</b>	<b>7,517.5</b>	<b>7,827.1</b>	<b>8,462.5</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>27,853.9</b>	<b>26,569.3</b>	<b>26,776.5</b>	<b>26,725.1</b>	<b>26,857.2</b>
자본금	<b>4,405.2</b>	<b>5,125.2</b>	<b>5,125.2</b>	<b>5,125.2</b>	<b>5,125.2</b>
자본잉여금	4,452.8	4,481.9	4,481.9	4,481.9	4,481.9
자본조정	636.5	(83.4)	(83.4)	(83.4)	(83.4)
기타포괄이익누계액	4,244.6	3,765.4	3,306.2	3,015.5	3,015.5
이익잉여금	14,114.8	13,280.1	13,946.5	14,185.9	14,318.0
<b>비지배주주지분</b>	<b>1.6</b>	<b>2.0</b>	<b>2.1</b>	<b>2.2</b>	<b>2.2</b>
<b>자본총계</b>	<b>27,855.5</b>	<b>26,571.3</b>	<b>26,778.6</b>	<b>26,727.3</b>	<b>26,859.4</b>
순금융부채	(11,360.0)	(8,052.5)	(7,500.5)	(7,142.9)	(4,530.9)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>4,874.6</b>	<b>3,305.1</b>	<b>2,656.9</b>	<b>2,203.7</b>	<b>2,120.7</b>
당기순이익	3,782.1	1,878.7	1,326.9	899.8	792.5
조정	1,100.7	1,176.0	1,297.3	1,317.7	1,328.0
감가상각비	903.0	1,116.0	1,267.2	1,267.2	1,267.2
외환거래손익	(5.7)	26.0	78.1	86.0	94.6
지분법손익	(162.3)	(66.0)	(48.0)	(35.5)	(33.8)
기타	365.7	100.0	(0.0)	0.0	(0.0)
영업활동 자산부채변동	(8.2)	250.4	32.7	(13.8)	0.2
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(6,232.2)</b>	<b>1,070.5</b>	<b>(2,043.4)</b>	<b>(2,029.7)</b>	<b>(2,044.5)</b>
투자자산감소(증가)	662.6	(371.8)	(19.4)	63.9	33.2
자본증가(감소)	(2,537.0)	(1,593.6)	(1,591.4)	(1,605.4)	(4,010.8)
기타	(4,357.8)	3,035.9	(432.6)	(488.2)	1,933.1
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>931.5</b>	<b>313.5</b>	<b>(306.9)</b>	<b>(277.8)</b>	<b>(26.1)</b>
금융부채증가(감소)	1,396.9	813.0	353.4	382.5	634.2
자본증가(감소)	976.7	749.1	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(959.8)	(720.0)	0.0	0.0	(0.0)
배당지급	(482.3)	(528.6)	(660.3)	(660.3)	(660.3)
<b>현금의 증감</b>	<b>(426.1)</b>	<b>4,689.2</b>	<b>(6,151.7)</b>	<b>(86.7)</b>	<b>49.9</b>
Unlevered CFO	4,450.3	2,663.7	2,582.8	2,239.4	2,181.9
Free Cash Flow	2,337.6	1,711.6	1,065.5	598.3	(1,890.1)

2026년 5월 19일 | 기업분석\_Update

BUY

목표주가(12M) 120,000원  
현재주가(5.18) 89,200원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	7,516.04
52주 최고/최저(원)	145,700/77,600
시가총액(십억원)	2,034.9
시가총액비중(%)	0.03
발행주식수(천주)	22,812.3
60일 평균 거래량(천주)	75.7
60일 평균 거래대금(십억원)	8.3
외국인지분율(%)	17.71
주요주주 지분율(%)	
C제일제당 외 2인	40.19
국민연금공단	10.15

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	12,939.2	13,442.7
영업이익(십억원)	522.6	574.6
순이익(십억원)	278.5	325.7
EPS(원)	11,461	13,358
BPS(원)	219,284	233,289

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	12,116.8	12,284.7	12,756.7	13,393.1
영업이익	530.7	508.1	525.3	583.4
세전이익	378.3	329.7	334.1	398.7
순이익	248.5	242.1	234.4	279.7
EPS	10,893	10,612	10,277	12,263
종감율	10.54	(2.58)	(3.16)	19.32
PER	7.75	8.91	8.99	7.53
PBR	0.46	0.49	0.45	0.43
EV/EBITDA	4.50	5.00	7.25	6.65
ROE	6.58	5.98	5.51	6.22
BPS	185,424	194,059	203,636	215,199
DPS	800	800	800	1,000



Analyst 안도현 dohyunahn@hanafn.com

# CJ대한통운 (000120)

## 지나친 저평가 구간, 하반기를 기다리며

### 하반기 확인할 것들: 택배 물동량과 증익 강도

상반기의 택배 물동량 증가율은 12% (YoY)로 코로나19 이후 가장 높은 성장률을 기록하고 있다. 이는 기저효과와 MS 성장이 동시에 작용한 것으로 해석한다. 2025년 상반기 CJ대한통운의 택배 물동량은 소비심리 위축과 주7일 배송 개시 이후 중소형 셀러들이 이탈하면서 5% (YoY) 감소했었고, 2025년 하반기 들어 +5% (YoY)로 성장 전환한 바 있다. 따라서 상반기 기보다는 하반기의 택배 물동량 증가율에 보다 초점이 맞춰지고 있다. 하반기 성장세가 유지된다면 CJ대한통운의 시장지배력이 강화될 뿐만 아니라 높은 가동률에 기반한 영업 레버리지 효과도 기대된다. 상반기에 HUB투자자와 전쟁으로 인한 원부자재 확보를 위한 비용 집행이 중첩되면서 이러한 레버리지 효과가 부각받지 못했는데, 이 또한 하반기를 기다려 볼 필요 있다는 판단이다.

### W&D가 Cash Cow로 자리잡는 중

W&D 사업부는 3PL 물류 외주화 흐름과 CJ대한통운의 업계 내 1위 포지션을 기반으로 Cash Cow 사업부로 자리잡는 중이다. 다만 작년 초대형 물류자산 이관 및 안정화 과정에서 다소간의 시간이 소요되고 있다. CJ대한통운은 2026년 1분기 신규수주액은 전년 대비 34%나 늘어났고, 수주건수도 9% 늘었다고 밝혔다. 안정화 작업이 끝나면 CL 사업부의 성장성과 마진률이 한층 가팔라질 것으로 기대한다. 1분기 CL사업부의 영업이익률은 4.2% (-0.7%p (YoY))로 낮아졌으나, 하반기에는 6% 이상 수준으로 전망한다.

### 저평가 구간 진입, 자사주 활용도 기대

CJ대한통운의 현재 주가는 12MF P/E 8배 수준에 불과하다. 글로벌 Peer의 14배 대비해서 크게 편차가 나는 상황이다. CJ대한통운의 택배 부문 점유율 제고와 CL 사업부의 증익 기초, 그리고 미국/인도 물류에서의 성장 기회를 감안하면 절대적/상대적으로 모두 저평가되어있다는 판단이다. 또한 CJ대한통운은 자사주를 12.6% 보유하고 있는데, 2027년 9월 이전까지는 자사주 활용 방안을 확정해야 하기 때문에 이 또한 유념할 필요가 있다. CJ대한통운에 대해서 투자 의견 BUY와 목표주가 12만원을 유지한다.

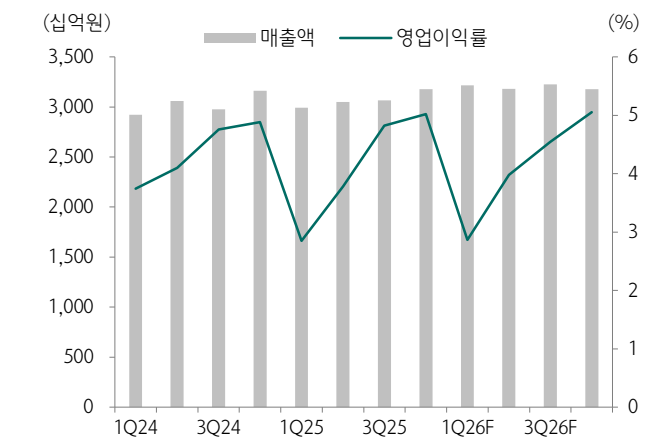
도표 1. CJ대한통운의 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

구분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F	2027F
매출액	2,993	3,048	3,067	3,177	3,215	3,181	3,225	3,176	12,117	12,285	12,757	13,393
택배/이커머스	876	908	965	997	968	1,014	1,036	993	3,729	3,746	4,011	4,295
CL	814	833	861	865	853	865	882	940	2,986	3,374	3,499	3,631
글로벌	1,143	1,103	1,033	1,081	1,169	1,087	1,090	1,014	4,433	4,360	4,361	4,527
건설	160	205	207	234	224	215	218	229	969	805	886	939
영업이익	85	115	148	160	92	127	147	160	531	508	525	583
택배/이커머스	34	46	63	62	34	60	62	64	239	205	220	241
CL	40	45	55	48	36	39	56	69	185	188	199	218
글로벌	12	21	20	38	17	22	23	21	86	91	83	100
건설	(0)	4	10	12	4	6	6	7	21	25	23	25
세전이익	53	73	107	97	55	83	100	97	378	330	334	399
당기순이익	41	58	73	86	38	62	75	76	268	259	251	299
증가율 (YoY)												
매출액	2	(0)	3	1	7	4	5	(0)	3	1	4	5
택배/이커머스	(6)	(4)	7	5	10	12	7	(0)	0	0	7	7
CL	17	13	12	10	5	4	2	9	5	13	4	4
글로벌	6	(2)	(6)	(5)	2	(1)	6	(6)	5	(2)	0	4
건설	(24)	(20)	(2)	(20)	40	5	5	(2)	(2)	(17)	10	6
영업이익	(22)	(8)	4	3	8	10	(1)	1	11	(4)	3	11
택배/이커머스	(36)	(26)	16	(11)	(0)	31	(1)	3	(3)	(14)	7	9
CL	(4)	5	8	(4)	(9)	(13)	0	45	28	1	6	9
글로벌	0	12	(29)	37	50	5	14	(46)	11	5	(9)	20
건설	적전	46	18	66	흑전	58	(39)	(41)	69	20	(8)	10
세전이익	(30)	(14)	28	(28)	5	13	(7)	(0)	16	(13)	1	19
당기순이익	(26)	(5)	22	(6)	(8)	7	2	(11)	10	(4)	(3)	19
Margin												
영업이익률	2.9	3.8	4.8	5.0	2.9	4.0	4.5	5.1	4.4	4.1	4.1	4.4
택배/이커머스	3.9	5.0	6.5	6.2	3.5	5.9	6.0	6.4	6.4	5.5	5.5	5.6
CL	4.9	5.4	6.4	5.5	4.2	4.5	6.3	7.3	6.2	5.6	5.7	6.0
글로벌	1.0	1.9	1.9	3.5	1.5	2.0	2.1	2.1	1.9	2.1	1.9	2.2
건설	(0.1)	1.9	4.7	5.1	1.9	2.8	2.7	3.0	2.2	3.1	2.6	2.7
세전이익률	1.8	2.4	3.5	3.1	1.7	2.6	3.1	3.0	3.1	2.7	2.6	3.0
당기순이익률	1.4	1.9	2.4	2.7	1.2	1.9	2.3	2.4	2.2	2.1	2.0	2.2

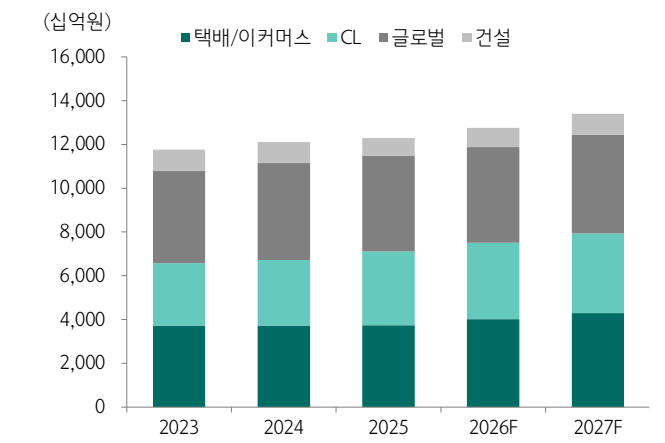
자료: CJ대한통운, 하나증권

도표 2. CJ대한통운의 매출액/수익성 추이 및 전망



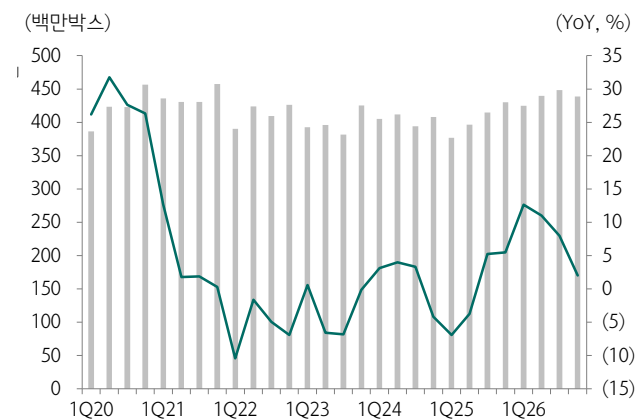
자료: CJ대한통운, 하나증권

도표 3. CJ대한통운의 사업부별 매출액 추이 및 전망



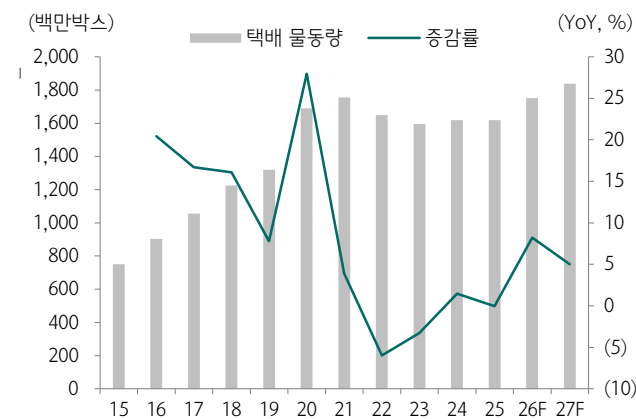
자료: CJ대한통운, 하나증권

도표 4. CJ대한통운의 택배 물동량 추이 및 전망



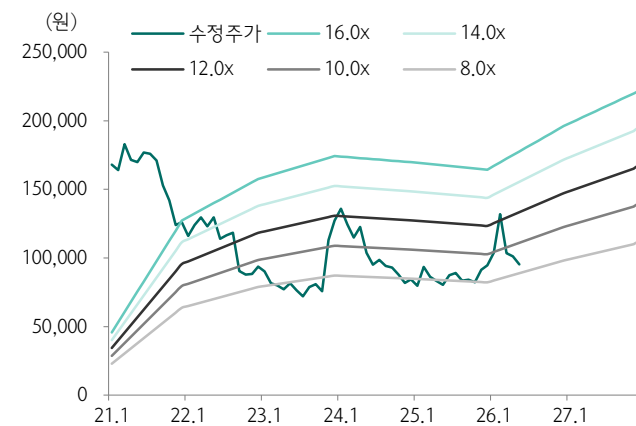
자료: CJ대한통운, 하나증권

도표 5. CJ대한통운의 택배 물동량 추이 및 전망(연간)



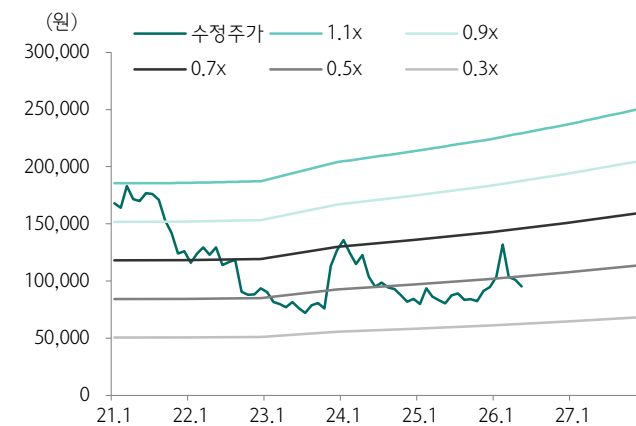
자료: CJ대한통운, 하나증권

도표 6. CJ대한통운 P/E 밴드 차트



자료: Quantwise, 하나증권

도표 7. CJ대한통운 P/B 밴드 차트



자료: Quantwise, 하나증권

## 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
<b>매출액</b>	<b>12,116.8</b>	<b>12,284.7</b>	<b>12,756.7</b>	<b>13,393.1</b>	<b>14,171.9</b>
매출원가	10,730.1	10,933.0	11,368.8	11,921.7	12,629.7
매출총이익	1,386.7	1,351.7	1,387.9	1,471.4	1,542.2
판매비	856.0	843.5	862.6	888.0	907.4
<b>영업이익</b>	<b>530.7</b>	<b>508.1</b>	<b>525.3</b>	<b>583.4</b>	<b>634.8</b>
금융손익	(95.1)	(161.1)	(158.1)	(155.3)	(152.0)
중속/관계기업손익	8.5	16.8	8.5	8.5	8.5
기타영업외손익	(65.6)	(34.1)	(41.6)	(37.8)	(39.7)
<b>세전이익</b>	<b>378.3</b>	<b>329.7</b>	<b>334.1</b>	<b>398.7</b>	<b>451.5</b>
법인세	110.0	70.9	83.5	99.7	112.9
계속사업이익	268.3	258.7	250.6	299.0	338.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>268.3</b>	<b>258.7</b>	<b>250.6</b>	<b>299.0</b>	<b>338.6</b>
비배주주지분 손이익	19.8	16.7	16.1	19.3	21.8
<b>지배주주순이익</b>	<b>248.5</b>	<b>242.1</b>	<b>234.4</b>	<b>279.7</b>	<b>316.8</b>
지배주주지분포괄이익	322.9	245.2	248.6	296.7	336.0
NOPAT	376.3	398.8	394.0	437.5	476.1
EBITDA	1,152.5	1,162.6	858.5	939.9	991.2
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	2.96	1.39	3.84	4.99	5.81
NOPAT증가율	4.85	5.98	(1.20)	11.04	8.82
EBITDA증가율	8.79	0.88	(26.16)	9.48	5.46
영업이익증가율	10.52	(4.26)	3.39	11.06	8.81
(지배주주)순이익증가율	10.54	(2.58)	(3.18)	19.33	13.26
EPS증가율	10.54	(2.58)	(3.16)	19.32	13.25
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	11.44	11.00	10.88	10.99	10.88
EBITDA이익률	9.51	9.46	6.73	7.02	6.99
영업이익률	4.38	4.14	4.12	4.36	4.48
계속사업이익률	2.21	2.11	1.96	2.23	2.39

투자지표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	10,893	10,612	10,277	12,263	13,888
BPS	185,424	194,059	203,636	215,199	228,213
CFPS	50,812	51,412	35,563	39,563	41,758
EBITDAPS	50,519	50,965	37,632	41,200	43,452
SPS	531,149	538,509	559,201	587,099	621,237
DPS	800	800	800	1,000	1,000
<b>주가지표(배)</b>					
PER	7.75	8.91	8.99	7.53	6.65
PBR	0.46	0.49	0.45	0.43	0.40
PCFR	1.66	1.84	2.60	2.34	2.21
EV/EBITDA	4.50	5.00	7.25	6.65	6.29
PSR	0.16	0.18	0.17	0.16	0.15
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	6.58	5.98	5.51	6.22	6.63
ROA	2.60	2.41	2.22	2.55	2.77
ROIC	6.16	6.18	5.70	6.07	6.38
부채비율	130.59	132.88	129.74	125.85	122.12
순부채비율	70.62	75.70	74.13	70.19	65.17
이자보상배율(배)	3.31	3.01	2.88	3.17	3.42

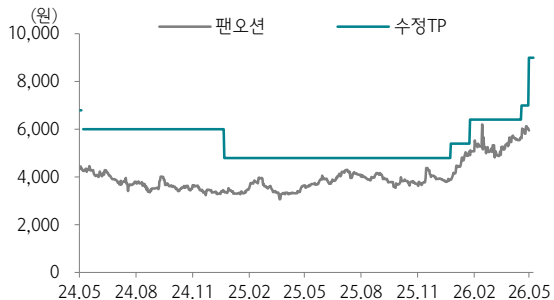
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
<b>유동자산</b>	<b>2,783.3</b>	<b>2,766.7</b>	<b>2,836.2</b>	<b>3,008.8</b>	<b>3,269.3</b>
금융자산	529.0	514.4	498.2	555.3	674.4
현금성자산	277.2	307.1	283.0	333.7	439.8
매출채권	1,600.3	1,557.9	1,617.8	1,698.5	1,797.3
채고자산	36.0	32.9	34.2	35.9	38.0
기타유동자산	618.0	661.5	686.0	719.1	759.6
<b>비유동자산</b>	<b>6,960.6</b>	<b>7,572.5</b>	<b>7,902.4</b>	<b>8,187.3</b>	<b>8,450.0</b>
투자자산	526.3	625.7	611.1	637.9	655.2
금융자산	383.2	472.4	452.0	470.8	478.4
유형자산	3,323.6	3,650.8	3,831.2	3,919.2	3,981.0
무형자산	<b>1,229.8</b>	<b>1,182.8</b>	<b>1,193.8</b>	<b>1,198.8</b>	<b>1,203.8</b>
기타비유동자산	<b>1,880.9</b>	<b>2,113.2</b>	<b>2,266.3</b>	<b>2,431.4</b>	<b>2,610.0</b>
<b>자산총계</b>	<b>9,743.9</b>	<b>10,339.2</b>	<b>10,738.5</b>	<b>11,196.2</b>	<b>11,719.2</b>
<b>유동부채</b>	<b>2,996.8</b>	<b>3,125.8</b>	<b>3,238.5</b>	<b>3,352.4</b>	<b>3,491.1</b>
금융부채	1,426.0	1,483.7	1,534.5	1,565.0	1,601.7
매입채무	833.6	898.8	933.4	979.9	1,036.9
기타유동부채	737.2	743.3	770.6	807.5	852.5
<b>비유동부채</b>	<b>2,521.5</b>	<b>2,773.8</b>	<b>2,825.8</b>	<b>2,886.5</b>	<b>2,952.2</b>
금융부채	<b>2,086.9</b>	<b>2,391.4</b>	<b>2,428.8</b>	<b>2,469.7</b>	<b>2,511.1</b>
기타비유동부채	434.6	382.4	397.0	416.8	441.1
<b>부채총계</b>	<b>5,518.3</b>	<b>5,899.6</b>	<b>6,064.3</b>	<b>6,238.9</b>	<b>6,443.2</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>3,948.8</b>	<b>4,145.8</b>	<b>4,364.3</b>	<b>4,628.1</b>	<b>4,925.0</b>
자본금	114.1	114.1	114.1	114.1	114.1
자본잉여금	2,327.6	2,311.1	2,311.1	2,311.1	2,311.1
자본조정	102.6	102.6	102.6	102.6	102.6
기타포괄이익누계액	79.1	93.3	93.3	93.3	93.3
이익잉여금	1,325.4	1,524.7	1,743.2	2,006.9	2,303.8
<b>비배주주지분</b>	<b>276.8</b>	<b>293.8</b>	<b>310.0</b>	<b>329.2</b>	<b>351.0</b>
<b>자본총계</b>	<b>4,225.6</b>	<b>4,439.6</b>	<b>4,674.3</b>	<b>4,957.3</b>	<b>5,276.0</b>
순금융부채	2,983.9	3,360.7	3,465.1	3,479.4	3,438.5

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>606.2</b>	<b>902.4</b>	<b>589.6</b>	<b>669.2</b>	<b>712.6</b>
당기순이익	268.3	258.7	250.6	299.0	338.6
조정	669.8	701.9	322.9	348.4	347.4
감가상각비	621.8	654.5	333.2	356.5	356.5
외환거래손익	(14.9)	6.0	(1.8)	0.4	(0.7)
지분법손익	(5.4)	(16.8)	(8.5)	(8.5)	(8.5)
기타	68.3	58.2	(0.0)	(0.0)	0.1
영업활동 자산부채변동	(331.9)	(58.2)	16.1	21.8	26.6
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(278.3)</b>	<b>(583.0)</b>	<b>(660.7)</b>	<b>(639.8)</b>	<b>(622.8)</b>
투자자산감소(증가)	255.7	206.9	23.0	(18.3)	(8.9)
자본증가(감소)	(193.3)	(574.0)	(424.6)	(349.4)	(323.3)
기타	(340.7)	(215.9)	(259.1)	(272.1)	(290.6)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>277.6</b>	<b>329.7</b>	<b>72.2</b>	<b>55.4</b>	<b>58.2</b>
금융부채증가(감소)	248.2	362.1	88.2	71.4	78.1
자본증가(감소)	0.8	(16.5)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	38.6	0.1	0.0	(0.0)	0.0
배당지급	(10.0)	(16.0)	(16.0)	(16.0)	(19.9)
<b>현금의 증감</b>	<b>605.5</b>	<b>649.1</b>	<b>(1,720.2)</b>	<b>50.7</b>	<b>106.1</b>
Unlevered CFO	1,159.2	1,172.8	811.3	902.5	952.6
Free Cash Flow	412.9	328.4	165.0	319.8	389.3

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

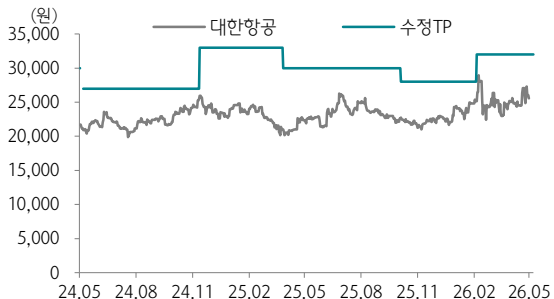
팬오션



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.5.19	BUY	9,000		
26.5.6	BUY	7,000	-14.47%	-12.57%
26.2.11	BUY	6,400	-17.26%	-3.13%
26.1.11	BUY	5,400	-15.69%	-5.93%
26.1.8	1년 경과		-	-
25.1.8	BUY	4,800	-21.62%	-8.75%
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

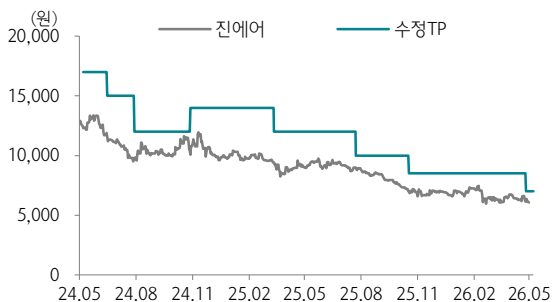
대한항공



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.2.22	BUY	32,000		
25.10.22	BUY	28,000	-18.84%	-9.29%
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		-	-
23.7.19	BUY	30,000	-25.57%	-12.50%

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

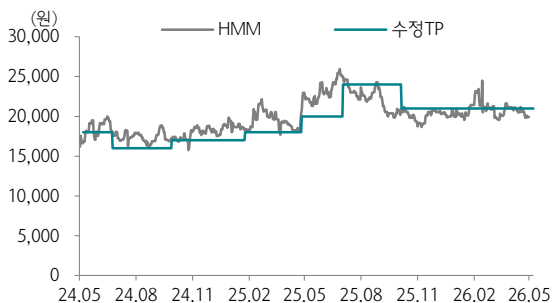
진에어



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.5.13	BUY	7,000		
25.11.4	BUY	8,500	-20.99%	-12.12%
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

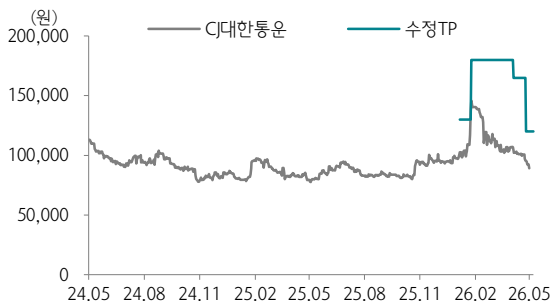
HMM



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	-	-	-

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

C대한통운



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.5.13	BUY	120,000		
26.4.22	BUY	165,000	-39.05%	-37.58%
26.2.11	BUY	180,000	-36.09%	-20.67%
26.1.23	BUY	130,000	-17.95%	5.15%
25.4.4	Not Rated	-	-	-

Compliance Notice

- 당사는 2026년 5월 19일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(안도연)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
- 본 자료를 작성한 애널리스트(안도연)는 2026년 5월 19일 현재 해당회사의 유가증권 을 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 연주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(비중축소)\_목표주가가 연주가 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	97.26%	2.74%	0.00%	100%

\* 기준일: 2026년 05월 15일