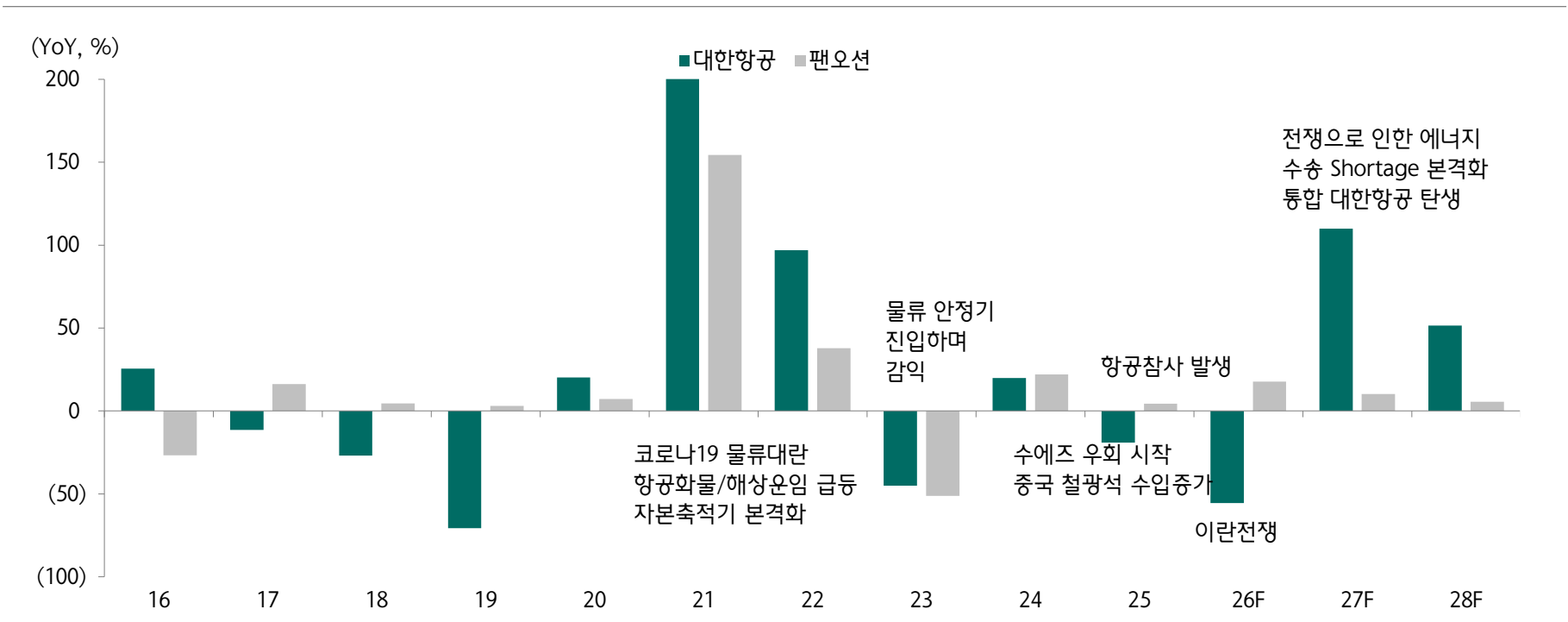


문송 Overweight | Analyst 안도현

종서는 호르무즈

줄 서는 호르무즈

- 호르무즈 개방 이후 에너지 수송 모멘텀 기대, 호르무즈의 제한적 통항량은 탱커선을 흡수하는 효과를 야기하며 탱커선 운임 강세 전망
- 항공유가 급등에도 불구하고 구조적으로 고객에게 비용 증가를 전가할 수 있는지가 핵심. 동일 업종 내 기업별 편차 확대 중
- 투자 의견 Overweight으로 상향, Top Picks인 팬오션/대한항공 위주 매수 추천.



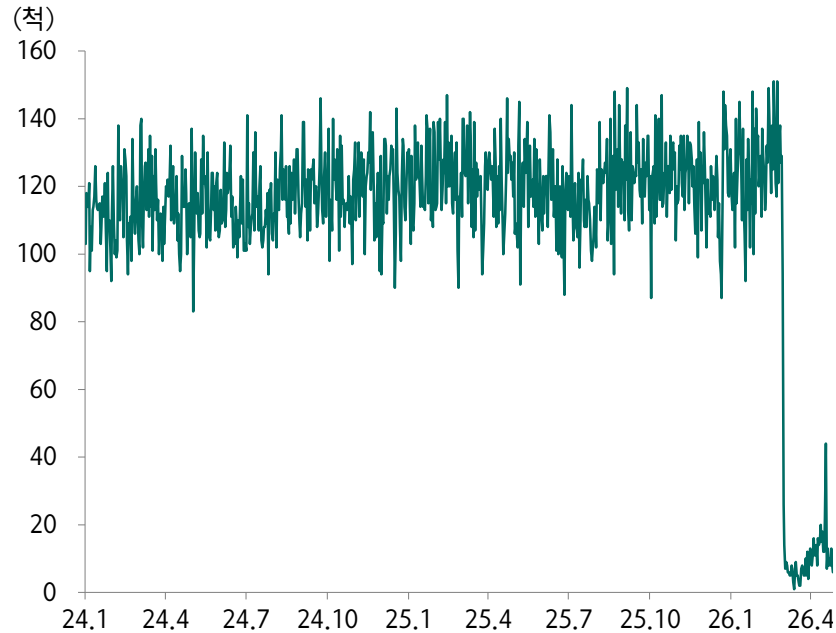
자료: Bloomberg, 하나증권

1. 해운: 호르무즈 통항 재개의 나비효과

호르무즈 앞에서 번호표 뽑기

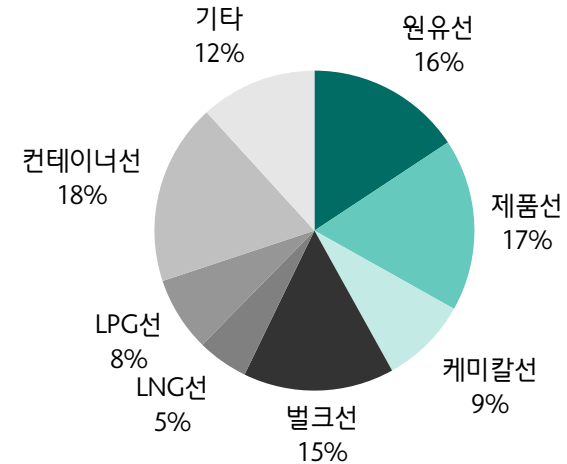
- 호르무즈 선박 통항량은 일간 최대 140척, 단방향으로는 70척, 통항 재개를 가정하면 정상화까지 수개월 이상 소요될 것
- 이는 스팟 시장 내 탱커를 모두 호르무즈 인근에 묶어둘 예정, 탱커 전반 운임 강세 이어질 것
- 탱커 뿐만 아니라 컨테이너선/벌크선 통항량까지 감안하면 정상화 타임라인은 한층 길게 보아야 함

호르무즈 선박 통항량(일간)



자료: Clarkson, 하나증권

호르무즈 선박 통항 비중



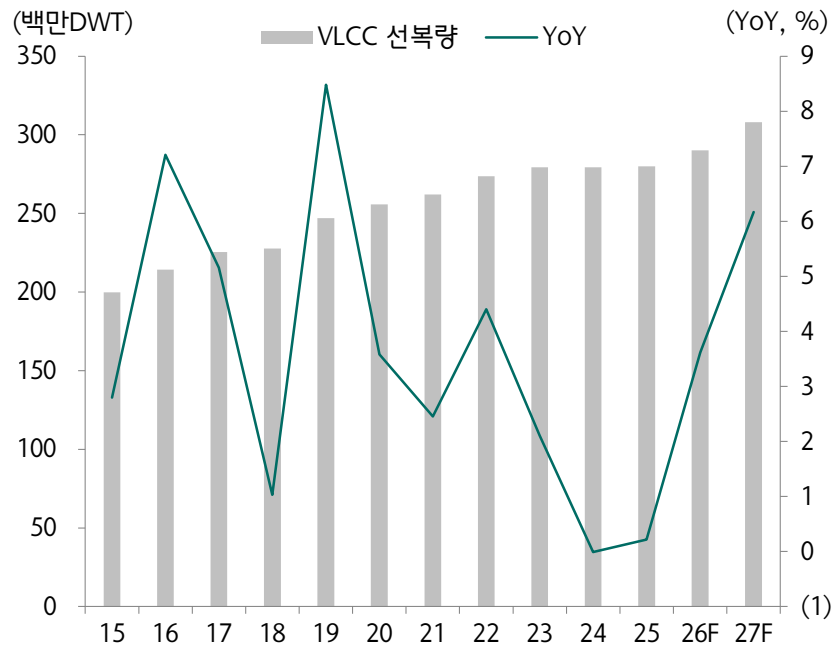
자료: Clarkson, 하나증권

1. 해운: 호르무즈 통항 재개의 나비효과

VLCC는 2030년까지 수요가 공급을 크게 초과하는 국면 이어질 것

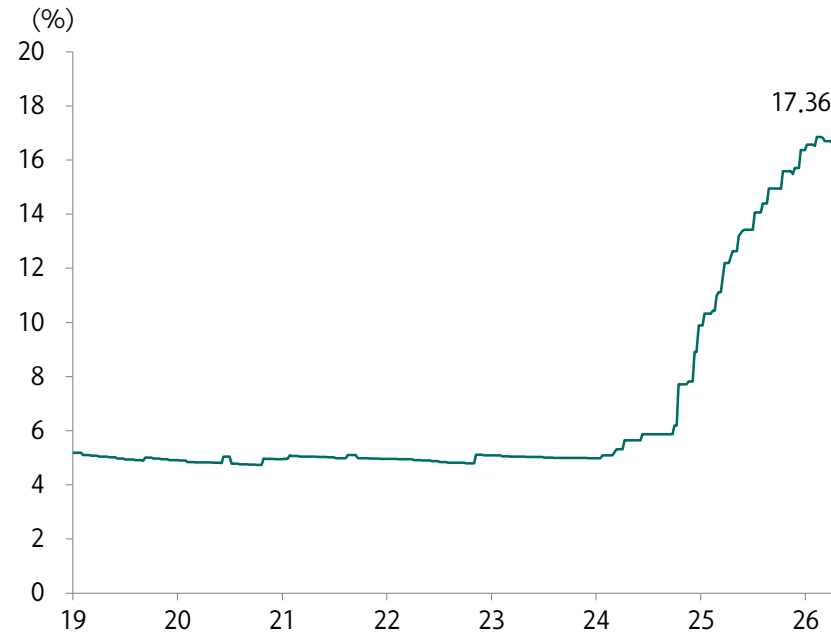
- VLCC 스팟 운임은 \$25만, 전쟁 이전 대비 2배 이상 상승, 1)호르무즈 내 VLCC의 저장용도 사용, 2)미국향 재배치, 3)대기선박 증가
- 통항 재개 이후 VLCC 전반 톤마일 증가할 것. 중동 → 아시아 대비 미주 → 아시아의 톤마일은 2배 이상. 제재 대상 선박 비중도 17%
- VLCC 공급은 2026년 +4%, 2027년 +6%, 2030년까지는 공급이 수요를 못 따라가는 상황. 고운임 장기화 될 것으로 예상

VLCC 선복량 추이 및 전망



자료: Clarkson, 하나증권

VLCC 중 제재 대상 선박 비중

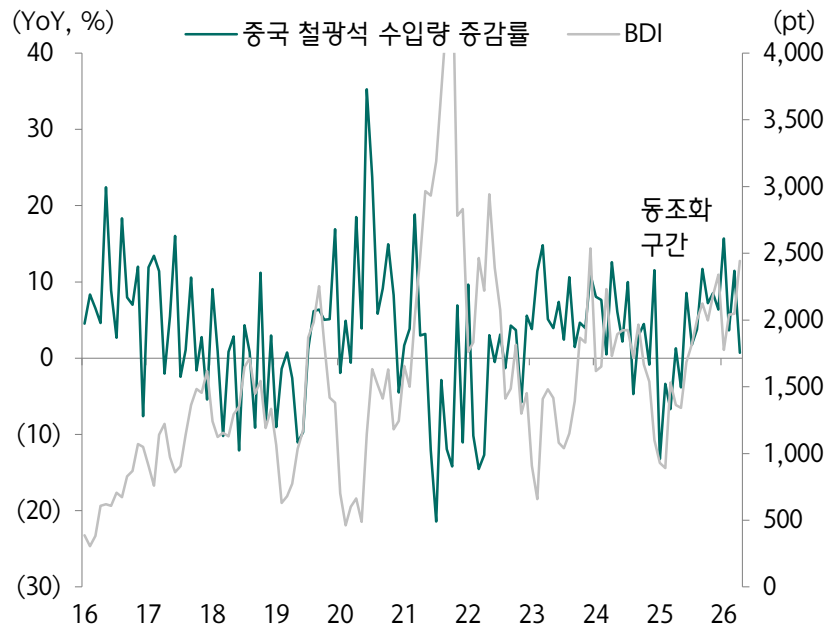


자료: Clarkson, 하나증권

벌크선과 컨테이너선 업황에도 긍정적인 효과

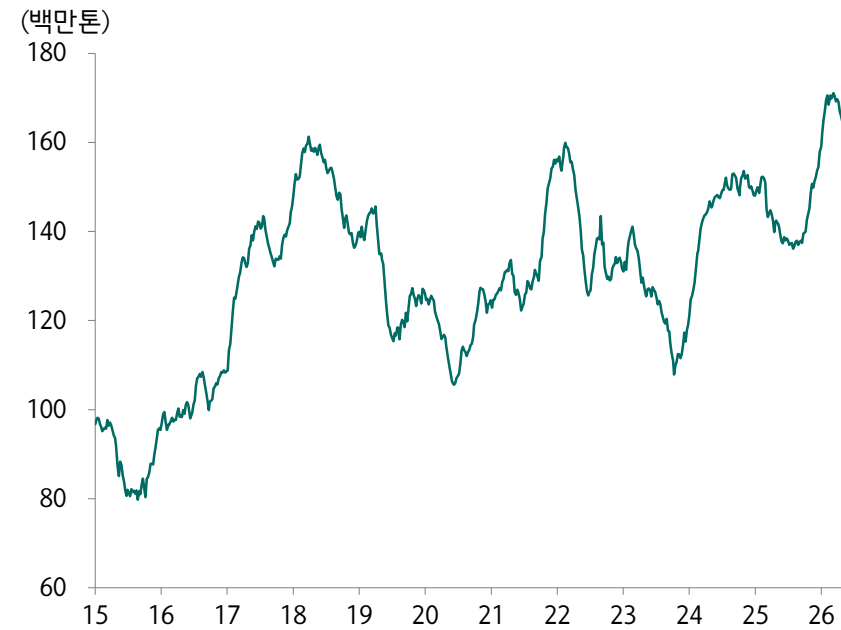
- 전쟁은 기본적으로 재고 축적 수요를 촉발, 전쟁 이후 재건 수요가 벌크선에도 긍정적으로 작용할 전망
- 2026년 벌크선 수요는 +2.5%, 공급은 +3.6% , 중국 내 철광석 재고도 높은 수준이나 재건 수요와 재고 축적 수요를 기대
- 컨테이너선 공급 증가율은 +5%, 수요는 +2~4% 전망. 파나마 운하 병목 등도 긍정적으로 작용하며 운임 상승을 유도하는 중

중국 철광석 수입량 증감률과 BDI 비교



자료: Clarkson, CEIC, 하나증권

중국 철광석 항만 재고 추이

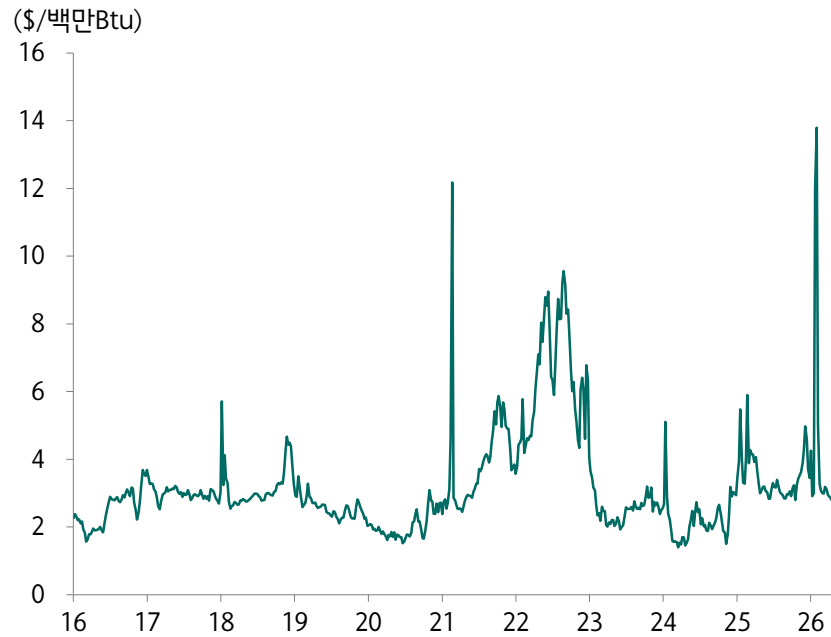


자료: CEIC, 하나증권

LNG선 추가 수주 기대감

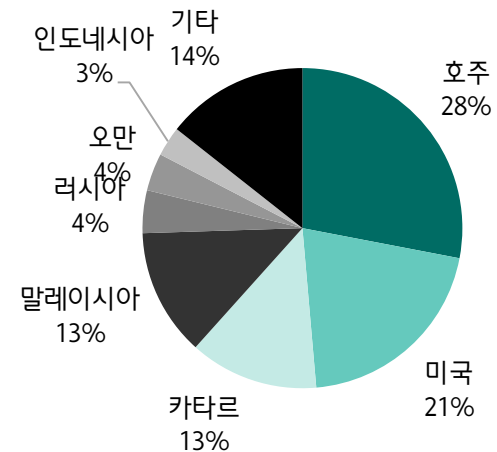
- 카타르의 LNG 생산시설 손상, 카타르 발 LNG 생산량의 17%가 손실. 카타르는 국내 LNG 공급량의 13% 담당. 새로운 LNG 도입처 필요
- 미국 내 LNG 수입 계약과 낮은 LNG 가격으로 미국에서 LNG를 추가 도입할 가능성이 높음 → 새로운 전용선 필요
- 최근 에너지 운송을 국적 선사가 70% 이상 수송하게끔 법제화하는 제도를 추진 중. SK해운/대한해운/팬오션/에이치라인해운 등

미국산 LNG 가격 추이(Henry HUB)



자료: EIA, 하나증권

한국 천연가스 수입국 비중(2025년)



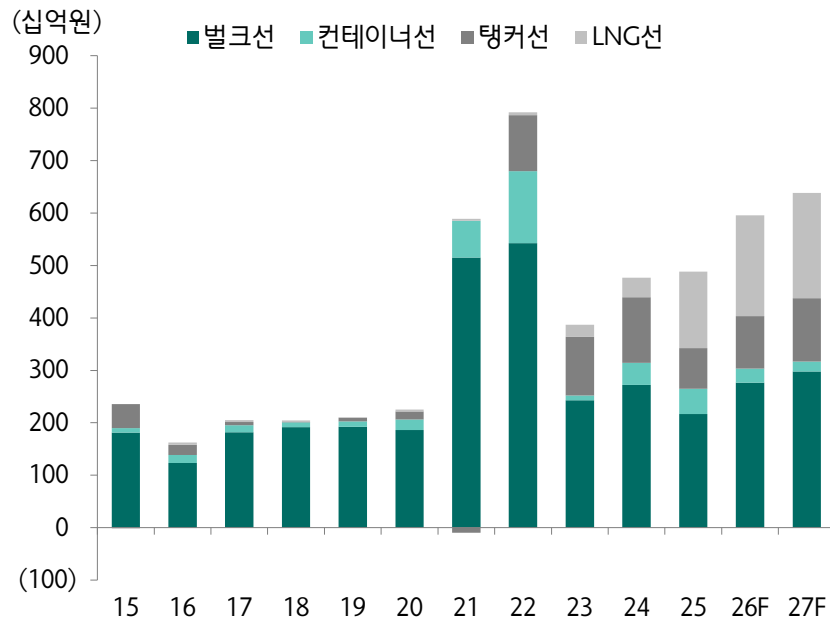
자료: KITA, 하나증권

1. 해운: 호르무즈 통항 재개의 나비효과

팬오션의 에너지 Re-rating

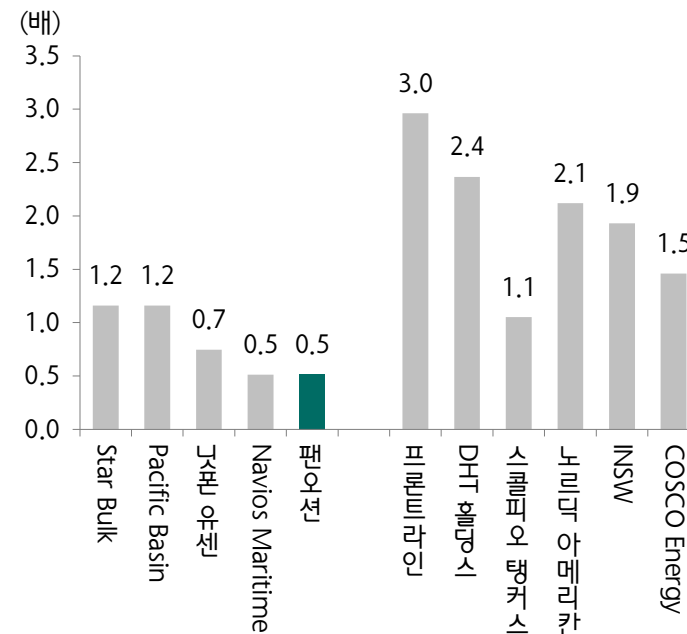
- 팬오션의 이익 비중 절반이 에너지 수송에서 발생. LNG선/탱커선 연간 기여도 1,900억원/1,000억원 전망
- 기존 벌크선 단일 사업에서 2022년 이후 에너지 수송으로 확장, 하반기 VLCC 도입 시 에너지 수송 풀 포트폴리오 보유 예정
- 현재 P/B 0.5배 수준, 벌크선사 평균 0.9배, 탱커선은 최소 1배 이상. 탱커 확장을 통해 ROE도 제고될 것

팬오션 영업이익 구성 추이 및 전망



자료: 팬오션, 하나증권

글로벌 선사 P/B



자료: Bloomberg, 하나증권

항공권 가격을 높일 수 있는 노선 vs. 없는 노선

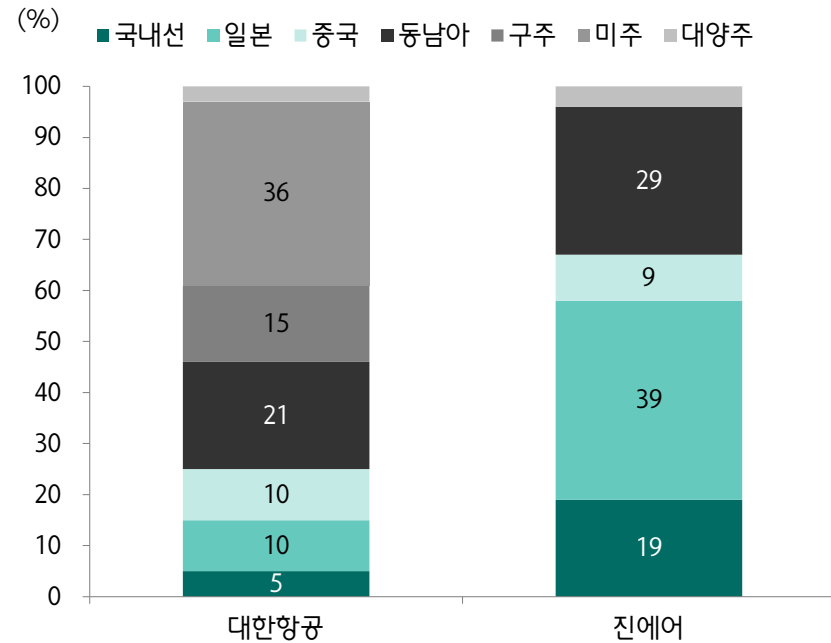
- 일반적인 상황에서는 유류할증료로 유가 상승분의 절반 커버 가능. But 전쟁 이후 항공유 가격 2배 상승하며 단기 충격 불가피
- 2분기는 전쟁 이전 발권된 티켓 가격이 매출로 발생하며 전 항공사 적자 불가피
- 항공유 가격 상승을 결과적으로 고객에게 전가할 수 있는지가 핵심. 장거리 노선 비중 높고 항공화물 영위하는 대한항공만 가능한 상황

제트유 가격 추이(US Gulf Coast)



자료: EIA, 하나증권

대한항공/진에어 여객 노선별 매출 비중



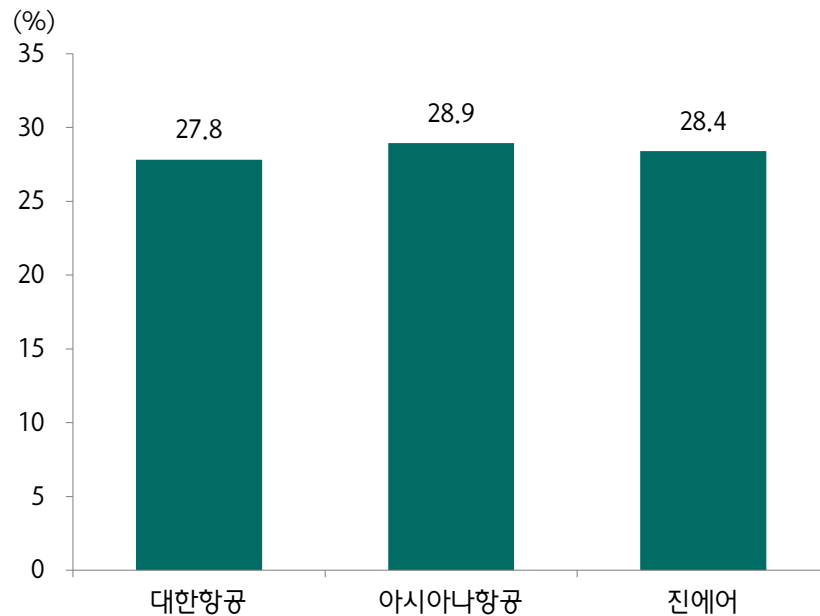
자료: 각 사, 하나증권

2. 항공: 살아남을 아이

유가 2배=항공권 가격 1.3배 필요

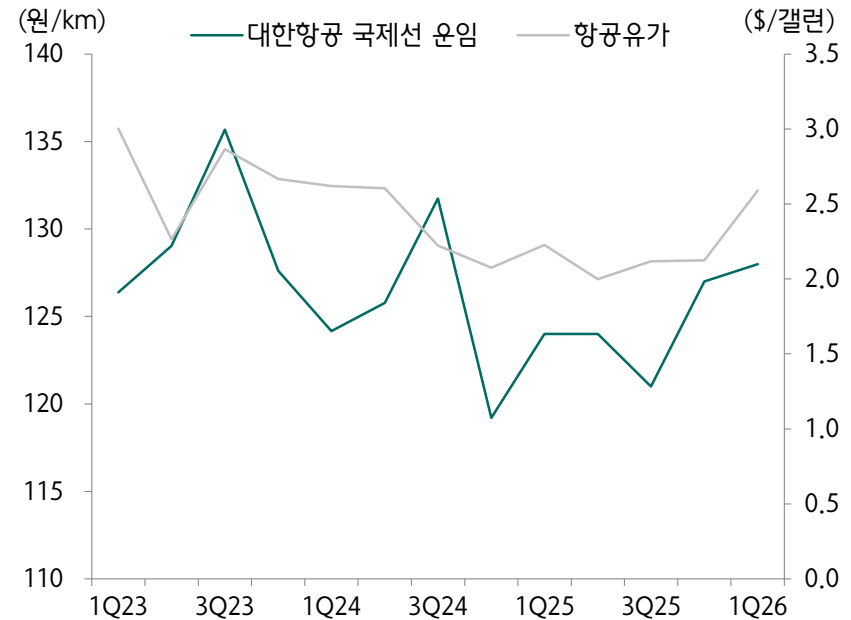
- 유가 수준을 감안하면 항공권 가격은 전쟁 이전 대비 1.3배가 되어야 하는 상황, 항공사의 영업비용 중 유류비 비중은 30% 내외
- 일본/중국/동남아 노선의 경우 공급 과잉(LCC 9개사)이기 때문에 현실적으로 운임 상향 조정이 어려울 전망
- 전쟁 이전 발권 티켓은 유류할증료/기본운임 인상 해당 안되기 때문에, 전쟁 이후 발권 티켓이 매출로 발생하는 3분기부터는 상황 개선

항공사별 유류비의 영업비용 내 비중



자료: 각 사, 하나증권

대한항공 국제선 운임과 항공유가 비교

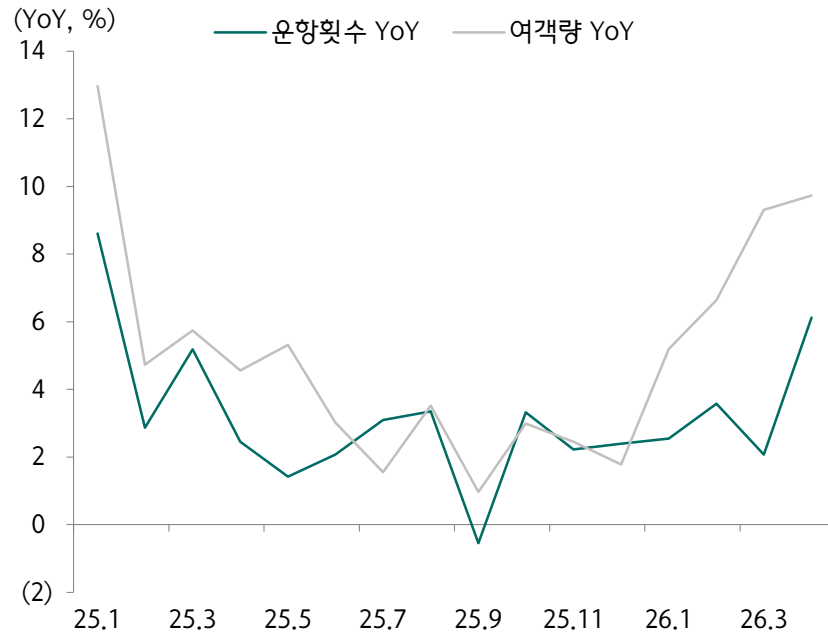


자료: 대한항공, EIA, 하나증권

수요도 걱정되는 3분기

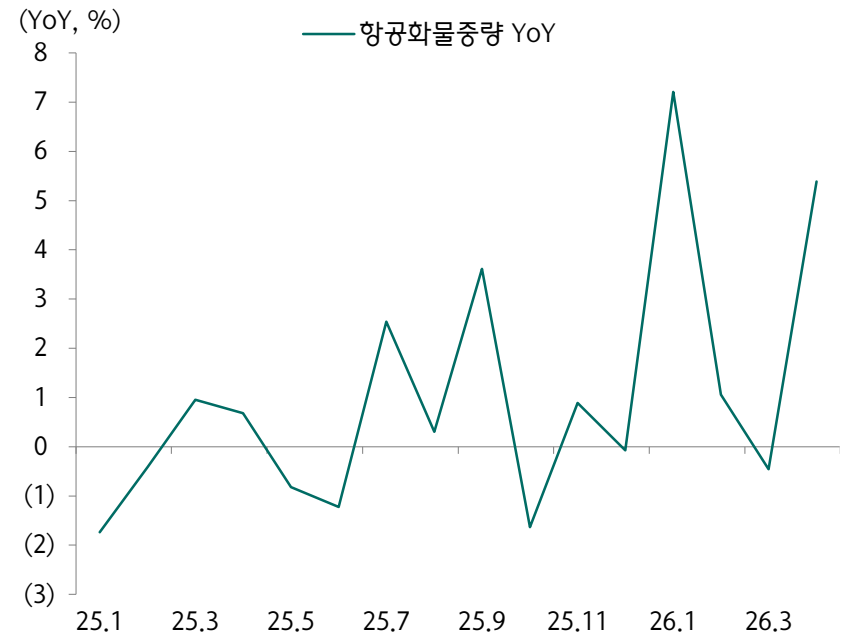
- 전쟁 장기화 시 수요도 걱정. 4월까지 인천공항 트래픽 +10%로 양호하나, 5월부터는 항공유 Shortage 본격화
- 동남아 위주 감편 진행 중. 현재까지의 감편규모는 전체의 3% 미만 비중으로 추정
- 운항 안정성 높은 대한항공의 단거리 노선 점유율도 상승할 가능성. 전쟁 이후 항공화물 수요가 플러스 전환된 점도 긍정적

인천공항 운항횟수와 여객량 증감률



자료: 인천공항공사, 하나증권

인천공항 항공화물증량 증감률

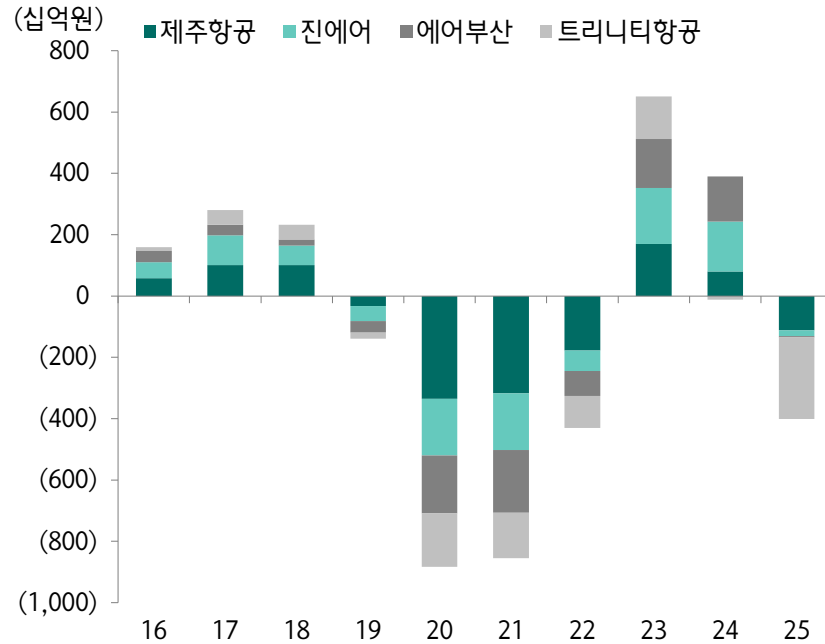


자료: 인천공항공사, 하나증권

LCC 구조조정 가능성: 큰 배가 높은 파고를 넘는 법

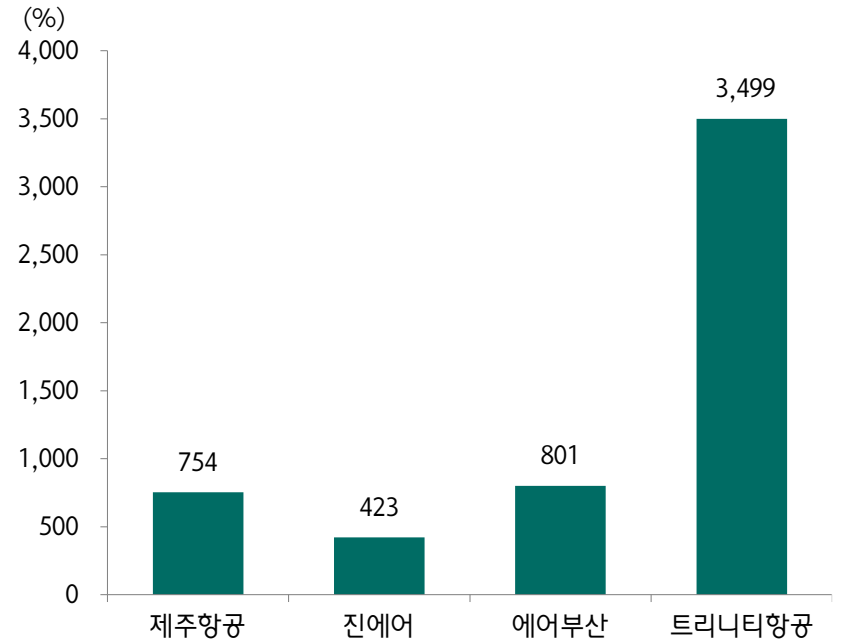
- 미국 스피릿항공의 파산 최종 승인, 결정타는 연료비 상승
- 국내 LCC도 재무상황 취약, 코로나19를 겪으며 결손금 누적 상태에서 2025년 항공참사, 2026년 유가급등을 겪는 중
- 구조조정이 현실화 된다면 LCC Top2인 제주항공/진에어의 수혜 강도 가장 클 것. 대한항공 자회사인 진에어가 가장 안심

주요 LCC 영업이익 추이(합산)



자료: 각 사, 하나증권

2025년말 기준 LCC 부채비율

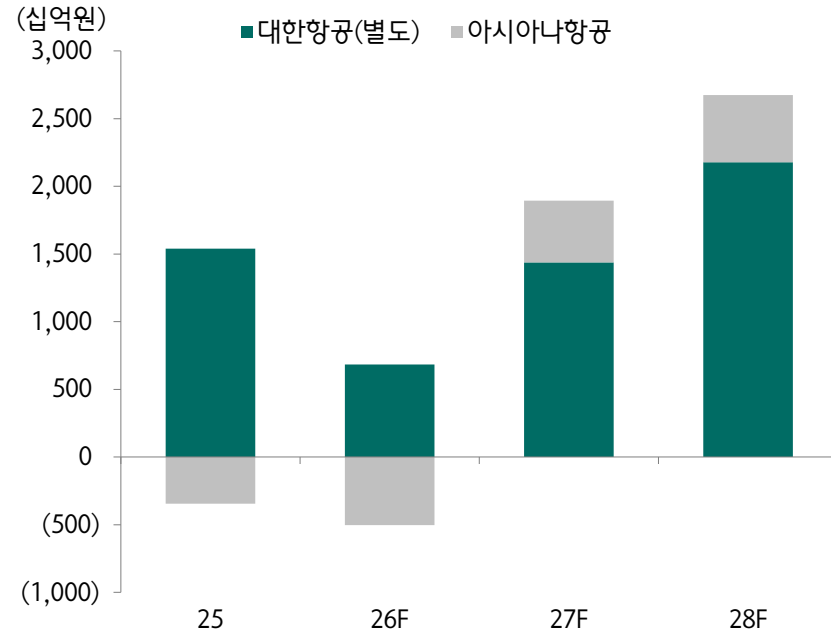


자료: 각 사, 하나증권

대한항공을 추천하는 이유: 구조적 요인

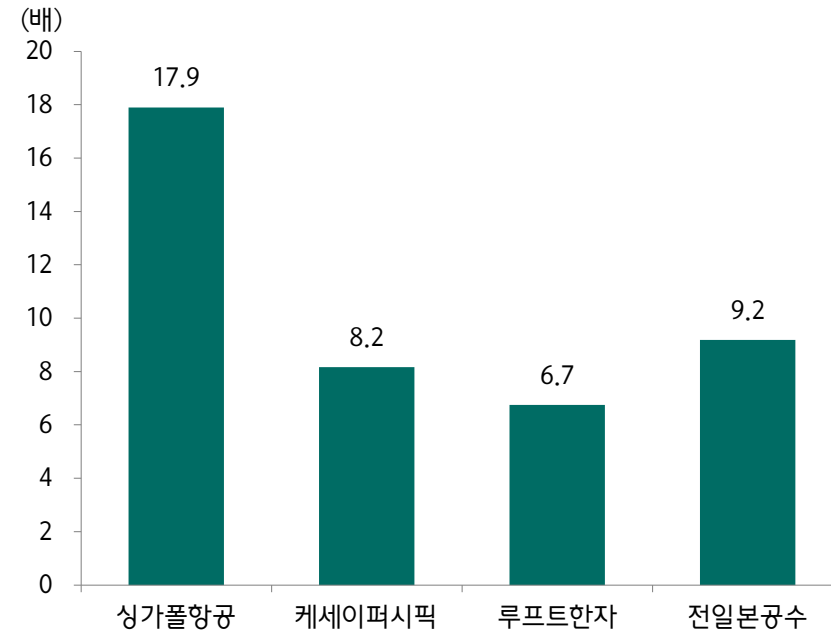
- 매크로 환경 급변에도 대한항공은 근원적으로 비용 증가를 고객에게 전가 가능한 항공사라는 점을 주목
- 통합 이후 아시아나항공의 EPS 기여도 30%에 달할 것. 영업이익 증가율 2027년 +900%, 2027년 +41%로 턴어라운드 진입
- 항공우주 사업부의 성장성도 주목. 항공유 수급만 안정화된다면 주가는 대한항공의 2027년 증익 사이클 진입을 선반영 할 것

통합 대한항공의 영업이익 추이 및 전망



자료: 대한항공, 하나증권

글로벌 항공사 P/E



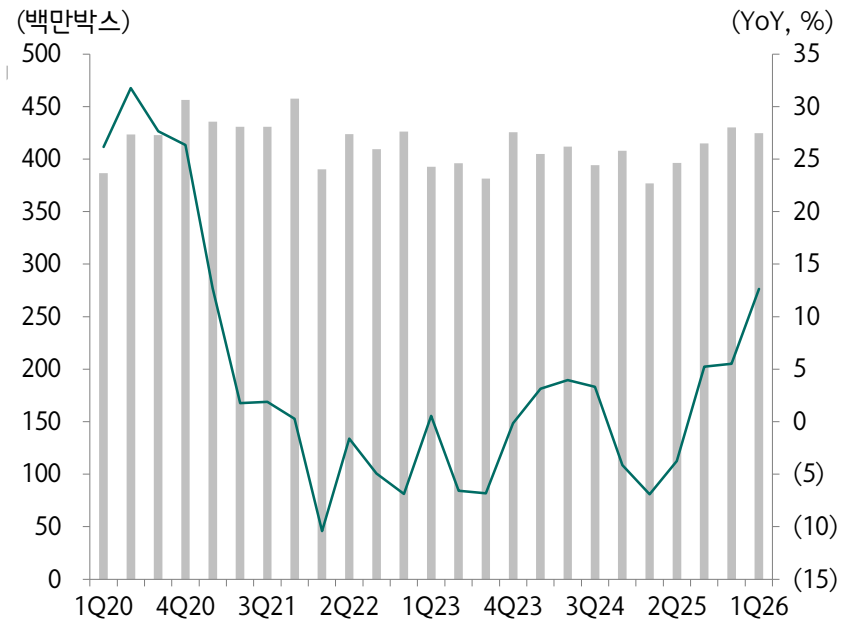
자료: Bloomberg, 하나증권

3. 국내물류: 이제는 이익으로 보여줘!

CJ대한통운 점유율 상승은 지속될 전망

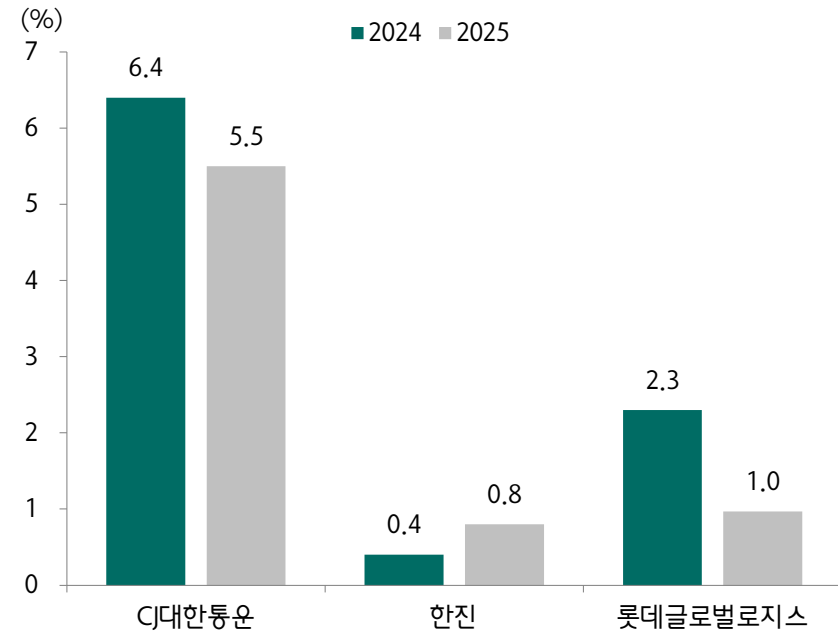
- CJ대한통운 1분기 택배 물동량 +14%, 점유율 +3%p. 주7일 배송이 시장에 안착한 결과. 향후 점유율 상승 추세 지속될 것
- 경쟁사가 주7일 배송 시작할 가능성은 제한적. 물동량 적고, 단위 운송비 상승을 감당하기 어려운 상황
- 경쟁사의 원가 구조가 취약하고, Capex 투자 여력도 제한적이기 때문에 기술력 격차는 더욱 벌어질 것

CJ대한통운 택배 물동량 추이



자료: CJ대한통운, 하나증권

국내 주요 택배사 택배사업부 영업이익률



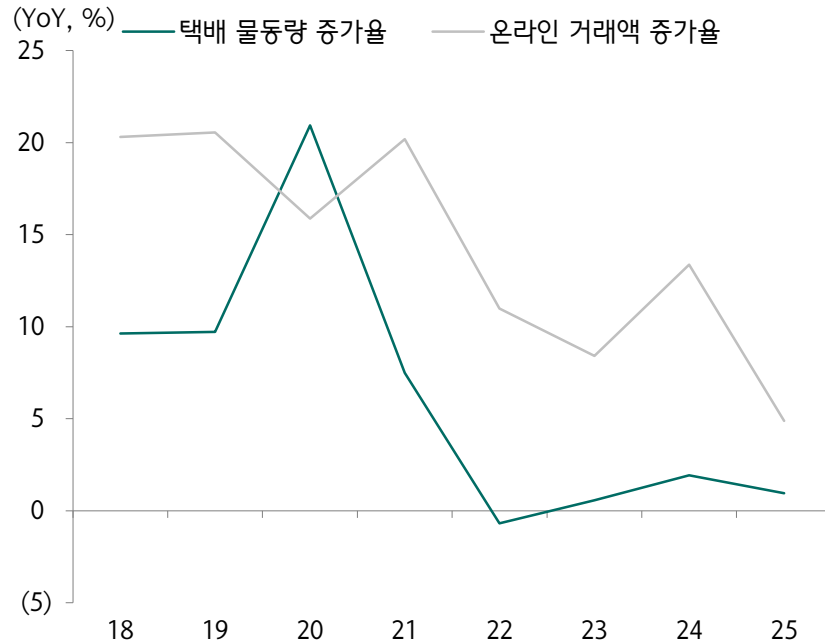
자료: 각 사, 하나증권

3. 국내물류: 이제는 이익으로 보여줘!

주가가 이익 모멘텀을 따라갈 것

- 국내 이커머스 성장률은 하향 안정화 추세, 택배 물동량 증가로 인한 영업 레버리지 효과를 보여줄 필요 있음
- 현재 CJ대한통운 주가는 P/E 8배 수준, 하반기 증익 모멘텀이 돌아오면 주가는 이익에 동반하여 상승할 것으로 예상
- 자사주 활용과 주주환원도 또 하나의 관전 포인트. CJ대한통운 자사주 비중은 12.6%, Capex 집행 마무리 이후 주주환원 확대 기대

택배 물동량 증가율과 온라인 거래액 증가율 비교



자료: 통계청, 한국통합물류협회, 하나증권

CJ대한통운 Capex 추이



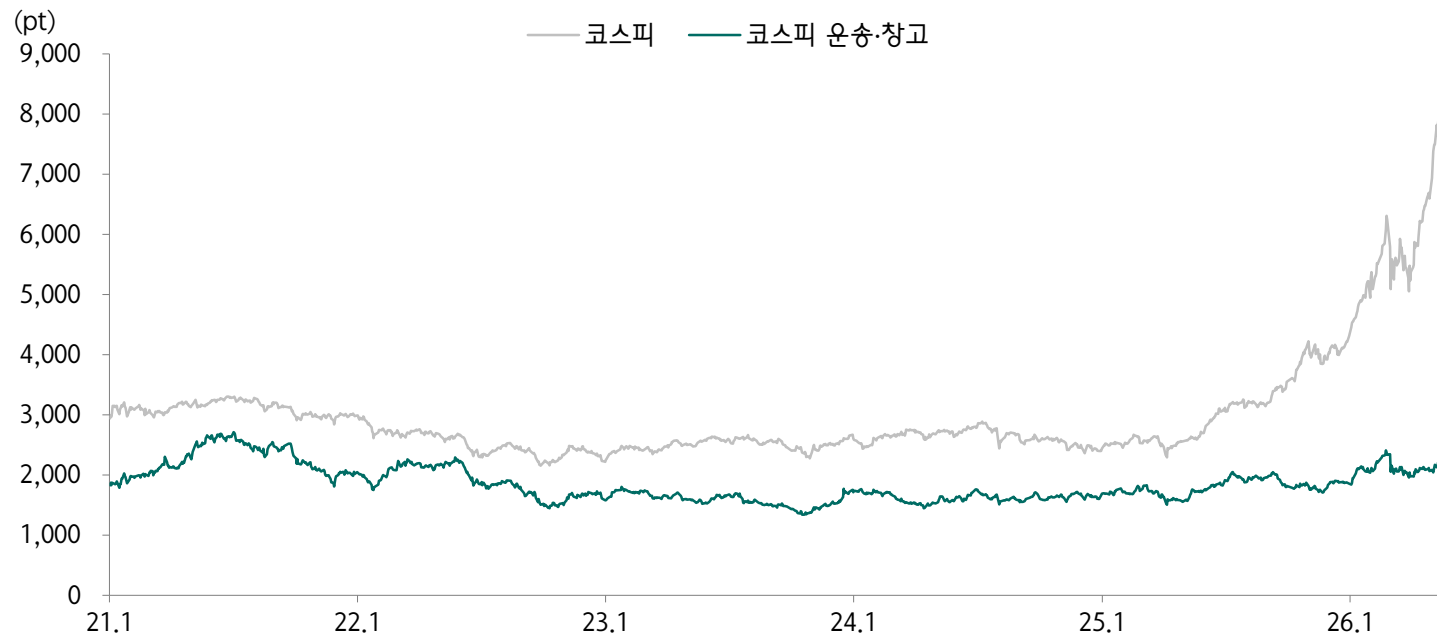
자료: CJ대한통운, 하나증권

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

Top Pick: 팬오션/대한항공

- 섹터 투자의견 Overweight으로 상향, 하반기 해운주는 에너지 수송 위주 부각 받을 수 있고, 항공주는 유가 영향 소멸될 것
- Top Pick 위주 접근 추천. 동일 업종 내 기업별로 실적/전망 편차가 커지는 중. 코로나19 이후 자본 배분 성과 차이
- 매크로 환경 변화에도 굳건한 대한항공과 에너지 수송 선사로 거듭난 팬오션을 Top Pick으로 제시

코스피 운송창고 지수 추이



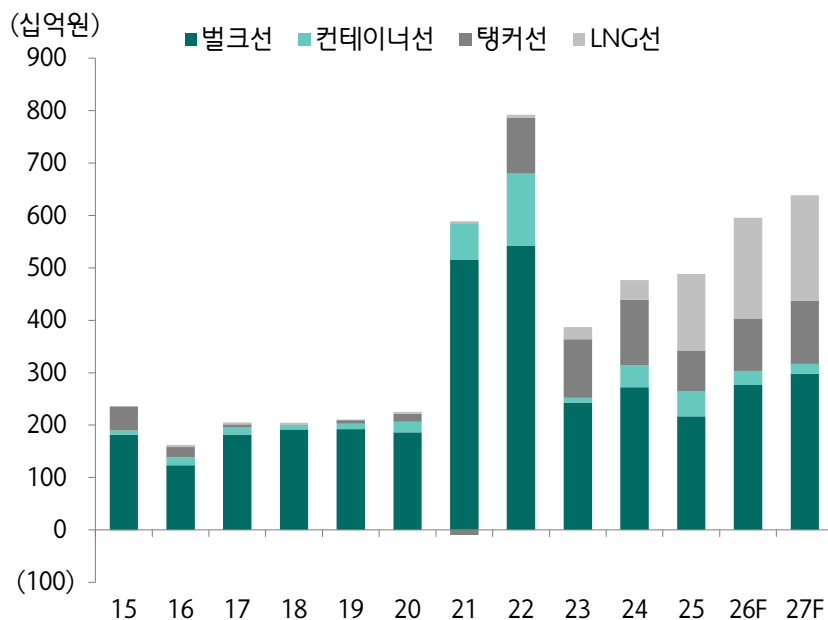
자료: Quantiwise, 하나증권

5. Top Picks

팬오션(028670) | BUY | TP 9,000원(상향) | CP(5월 21일) 5,840원

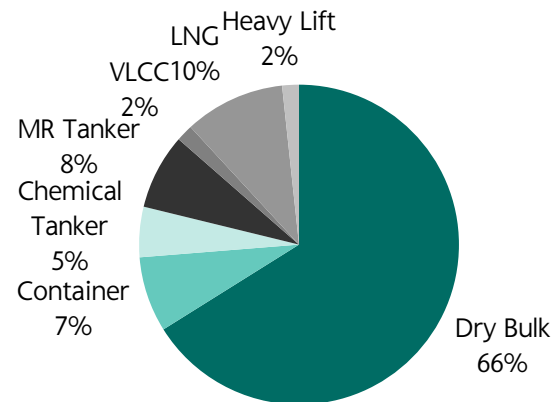
- 전쟁 이후 팬오션의 에너지 수송 선사로서의 존재감 부각 중. 영업이익의 50% 이상이 에너지 수송에서 발생
- 2026년 LNG선 장기계약 온기 반영되며 영업이익 +470억원, 탱커선도 West Pool에 투입되며 최소 +200억원 효과
- 호르무즈 통항 재개 이후 MR탱커/케미컬 기여도 한층 더 높아질 것, 하반기 VLCC 10척 인도 예정. LNG선 전용선 계약 추가될 가능성

팬오션 사업부별 영업이익 추이 및 전망



자료: 팬오션, 하나증권

팬오션 선대 현황



자료: 팬오션, 하나증권

5. Top Picks

팬오션(028670) | BUY | TP 9,000원(상향) | CP(5월 21일) 5,840원

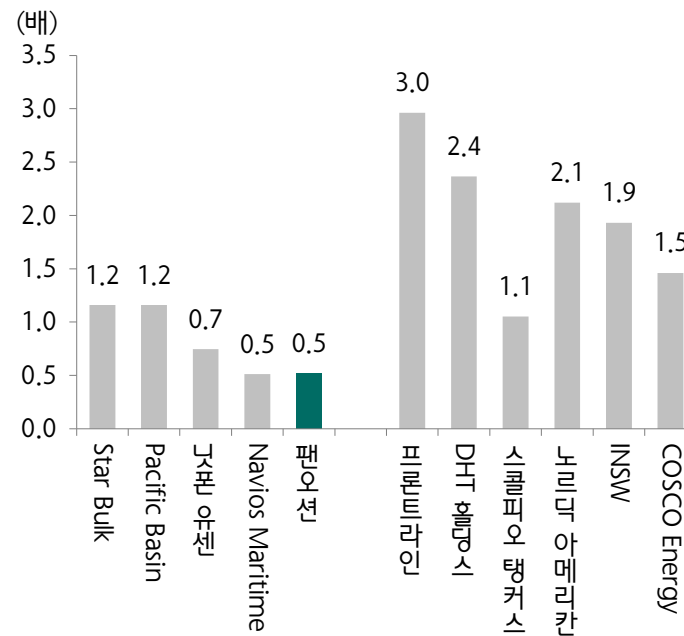
- 2026년 영업이익 증가율은 +18% 전망, 2027년도 +10% 이상 기대
- SK해운에서 인수한 VLCC는 2~4년 이후 기존 계약 종료 예상, 2030년까지의 VLCC 초강세장을 예상하기 때문에 긍정적
- 글로벌 벌크선사 P/B 0.9배, 탱커선사 P/B는 최소 1배 이상. 팬오션에 대해서도 목표 P/B 0.8배로 설정하고 목표주가 9천원으로 상향

Financial Data (단위: 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
순이익	268.1	301.4	365.4	440.7
증감률	9.6	12.3	21.2	20.4
PER	6.57	6.83	8.45	7.01
PBR	0.31	0.36	0.51	0.48
ROE	5.17	5.30	6.19	7.03
DPS	120	150	160	160

자료: 하나증권

글로벌 선사 P/B 비교

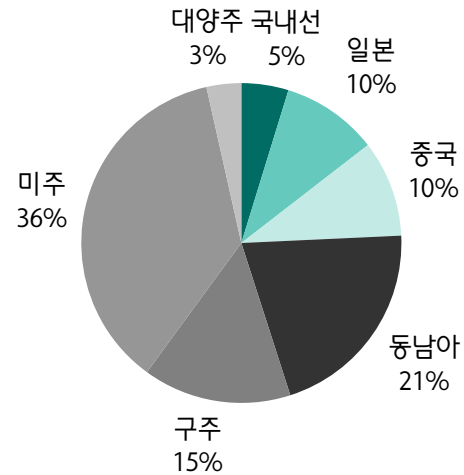


자료: Bloomberg, 하나증권

대한항공(003490) | BUY | TP 32,000원 | CP(5월 21일) 26,450원

- 2분기에는 전쟁 이전 발권된 티켓이 매출에 반영되며 적자 불가피하나, 3분기부터는 유가가 점진적으로 전가되며 흑자 전망
- 1)장거리 노선 경쟁 강도 낮아 가격 인상 용이, 2)파생상품으로 유류비 30% 헤지 중, 3)운항안정성 높아 점유율 상승 가능
- 일시적 감익보다는 근원적인 구조에 주목할 것: 비용 상승을 전가할 수 있는지(노선/포트폴리오 측면)

대한항공 여객 노선 매출 비중



자료: 대한항공, 하나증권

항공화물 운임 추이 및 전망



자료: 대한항공, 하나증권

대한항공(003490) | BUY | TP 32,000원 | CP(5월 21일) 26,450원

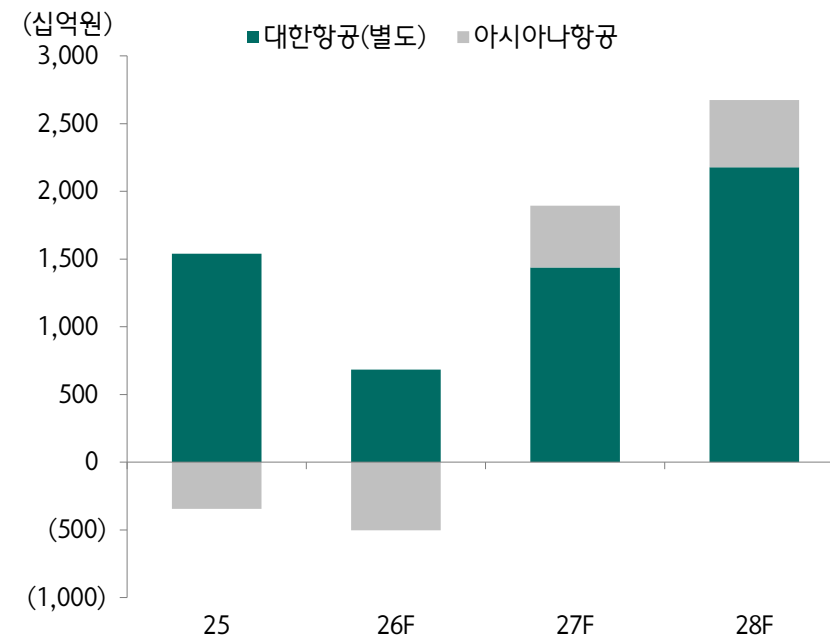
- 주가는 전쟁 이후 유류비 증가를 반영하며 하락했는데, 지금이 매수 적기
- 2028년 통합 대한항공의 영업이익은 2.7조원, 항공사 비즈니스만으로도 적정 시총 14조원+항공우주사업부(1.5조원 가치)
- 기업가치 측면 업사이드는 60% 이상, 호르무즈 통항 재개시 주가는 2027년 이후 이익 사이클을 미리 선반영할 것

Financial Data (단위: 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
순이익	1,317.3	779.7	(532.7)	605.7
증감률	24.1	(40.8)	적전	혹전
PER	6.34	10.68	(17.20)	15.12
PBR	0.80	0.76	0.88	0.85
ROE	13.17	7.28	(4.98)	5.72
DPS	750	750	750	750

자료: 하나증권

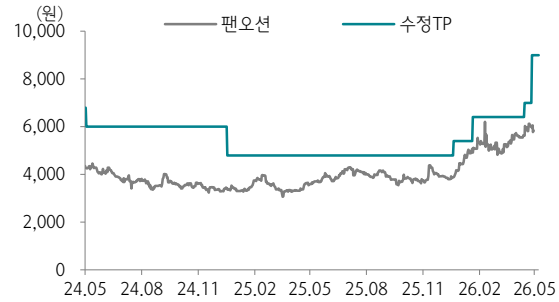
통합 대한항공 영업이익 추이 및 전망



자료: 대한항공, 하나증권

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

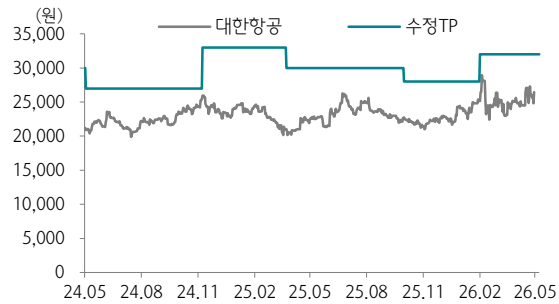
팬오션



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.5.18	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%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

대한항공



날짜	투자의견	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%

Compliance Notice

- 당사는 2026년 5월 26일 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
- 본 자료를 작성한 애널리스트(안도현)는 2026년 5월 26일 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 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	97.26%	2.74%	0.00%	100%

* 기준일: 2026년 05월 19일