2026년 운송업 전망

중립 (유지)

Top pick

✓ HMM

분석의 기본 가정

- 미-중 무역분쟁 2026년 4분기까지 유예로 해상무역 정상화
- 2대 민항기 제조업체 생산성 정상화 가정
- 에너지가격 안정화 가정

풍요 속의 빈곤

운송/조선/기계 담당 엄경아
T.02)2004-9585
um.kyung-a@shinyoung.com

물동량이 많다. 물론 운송 기재도 많다. 수출입업자의 물건을 실은 선박, 여행객을 태운 항공기, 내가 주문한 택배를 실은 트럭이 이전보다 덜 빽빽하다. 운송시장의 운임이 상승하기 위한 전제조건은 높은 소석률과 탑승률인데, 추가 서비스를 준비하며 시장에 대기중인 운송사업자가 적지 않다. 팬데믹 프리미엄으로 벌어들인 재무적 안정성을 바탕으로 버텨야되는 시기임을 감안할 때, 운송업은 투자보다 관망을 고려해야한다. 운송업에 대한 산업투자의견 '중립'을 유지하지만, 충분한 재무적 안정성을 갖추고 있음과 동시에 미-중 무역분쟁 휴전의 영향을 받을 것으로 예상되는 HMM(매수, TP 28,000원)을 최선호주로 추천한다.

Content

I. 풍요 속의 빈곤 **3**

운송업: 버틸 힘이 없으면, 이제부터 쉽지 않아 3

II. 부문별 업황 및 전망 **5**

(1) 해운업: 시장에 배가 정말 많음 5
(2) 항공업: 수요의 양극화, 공급의 정상화 7
(3) 육상운송업: 산업 바깥으로 세어 나가는 성장세 14

III. 기업분석 **15**

HMM(011200.KS)
현대글로비스(086280.KS)
팬오션(028670.KS)
CJ대한통운(000120.KS)
대한항공(003490.KS)
제주항공(089590.KS)

I. 풍요 속의 빈곤

운송업: 버틸 힘이 없으면, 이제부터 쉽지 않아

시장의 눈이 운송업에 머물지 않아요

공급망 리스크 세계 경험해본 글로벌 시장

'공급망 리스크'라는 문구는 전세계 대부분의 사람들이 최근 5년 사이에 귀에 못이 박히도록 들어본 이야기이다. 내가 사서 쓰고 싶은 물건이 공급망 리스크로 인해 빠르게 만들어지지 않고, 제조공장에서 소비지까지 이동하는데 많은 시간이 걸려 제품 확보에 어려움이 생긴다는 것을 실생활에서 몸소 느끼기도 했다.

화물운송업 이용자 높은 서비스 질에 상응하는 대가 지불 용의 있어

덕분에(?) 운송업계에도 싼 게 비지떡이라는 생각을 갖는 이용자가 많아졌다. 이전보다 운송의 정시성에 지불하는 대가의 하한선이 높아졌다고 표현해야 할 것으로 보인다. 하지만 이와 동시에 낮은 서비스 질에 대가를 지불하는 소비자층이 대폭 축소되었다.

코로나 시기에 보호 1순위였던 운송업 지금은 관심도 하락

코로나 대유행으로 전세계가 폐쇄되었을 때 운송업은 지원하고 구제해서 정상화해야 하는 산업 1순위였지만, 지금은 시장의 눈이 운송업에 머물러 있지 않다. 팬데믹 특수를 누린 운송업체들이 차원이 다른 크레딧 레벨로 올라갔으며, 그 동안 산업 지원책으로 버티던 기업들과의 차이를 크게 벌렸기 때문이다. 한국의 정책자금은 지금 당장 구조조정이 필요한 산업으로 시각을 옮겼으며, 더 이상 운송업체들은 그 시야 안에 있지 않다.

운송업 공급 적지 않음

코로나 기간 동안 발생했던 운송기재(운송업 공급) 인도 지연은 끝났다. 앞으로 운송할 기재가 모자라서 높은 운임을 받는다는 핑계는 불가하다. 오히려 저항없이 늘어나는 운송 공급에 알맞은 화물 확보 및 운영 능력을 검증해야 할 때이다.

체질 개선에 성공한 HMM 최선호주

1군과 2군의 경계가 분명해진 컨테이너 운송 시장에서 이너서클 위치를 차지한 HMM을 운송업종 최선호주로 추천한다. 과거 대비 상향 안정화된 운송수입으로 인해 지속가능한 주주환원을 기대해볼 수 있을 것으로 예상한다. 투자의견 매수와 목표주가 28,000원을 유지한다.

시장은 하락하지만 반대전략이 있는 현대글로비스

시장 사이클은 하락하지만, 그룹사 화주와의 계약으로 영업 스프레드 개선 기대감이 살아있는 현대글로비스를 운송업종 차선호주로 추천한다. 투자의견 매수를 유지하며, 목표주가를 22만원으로 상향한다.

벌크 해상운송업
2000년대 이전으로 회귀

원자재 해상운송 사업영역의 기업들은 2000년대 이전 사업환경으로 돌아가고 있다. 매년 필요로 하는 시장의 수요는 있지만, 예상을 뛰어넘는 수요를 요구하는 화주가 줄고, 장기적인 계약을 바탕으로 시장성 없는 수익이 주를 이룬다. 이럴 경우 영업이익률의 상향안정화는 밸류에이션의 하향안정화와 동행한다. 부정기선사에 대한 목표배수를 상향하지 못하는 이유이다.

육상운송업
고객사에게
수요를 빼앗기는 중

육상운송업체들은 B2B의 성격이 강한 운송 사업부문과 B2C의 성격이 강한 소화물택배 사업을 공유하고 있어 재평가 요인을 찾기 쉽지 않다. CJ대한통운에게 수익을 창출해야 하는 주요 사업부문이 다른 사업자에게는 본사업을 확장시키기 위한 수단에 불과하다면 정상적인 싸움이 되겠는가?

항공사 참 많은
대한민국

주요비용 요인(금리, 인건비, 환율 등)의 상승세가 높았음에도 불구하고, 가격전가가 가장 어려운 업태가 운송업 종 중 항공업이다. 그리고 가장 어려운 시기에 전세계에서 가장 구조조정 되지 않은 업태는 한국의 저가 항공운송업이다. 2026년은 항공대기업 내 통합이 이루어지는 기간으로 통합 이전 산업효율화를 기대하기는 어려운 시기가 될 것으로 보인다.

도표 1. 운송업 투자의견 및 목표주가

구 분	투자의견	의견변동	목표주가	목표주가 변동	비고
HMM	매수	유지	28,000		최선호
현대글로비스	매수	유지	220,000	상향	차선호
팬오션	매수	유지	6,000		
대한항공	매수	유지	31,000		
제주항공	중립	유지	5,000	하향	
CJ대한통운	매수	유지	120,000		

자료 : 신영증권 리서치센터

수요 위축도 없지만
공급 과잉은 디폴트
전략 없는 운송기업
쉽지 않을 2026년

2026년은 운송업체들에게 시기상 쉬운 기간이 되지는 않을 것으로 보인다. 무역분쟁으로 위축될 것으로 보였던 수요도 감소요인이 사라졌지만, 운송기재 조달의 병목현상도 사라지면서 타이트한 공급요인도 사라졌다. 경쟁강도에 따라 운임의 등락이 생기고, 운임의 변동성을 기업이 알아서 감내해야 한다. 운송업에 대한 산업투자의견을 '중립'으로 유지한다. 진검승부의 시기에는 다칠 수 있는 경우의 수를 안 만드는 것이 최고의 전략이다.

II. 부문별 업황 및 전망

(1) 해운업: 시장에 배가 정말 많음

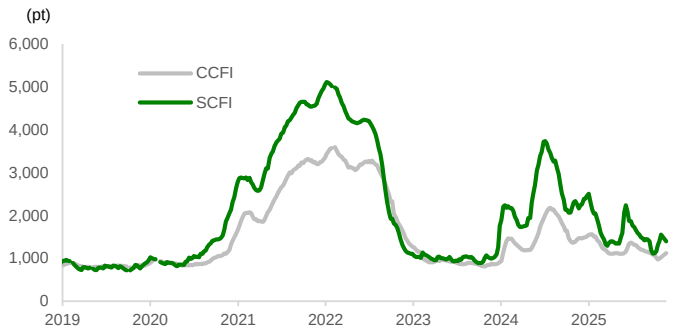
1. 컨테이너 해운: 일단 평화의 시대

2025년
미중 무역분쟁 대비로
오히려 상반기 무역 활발
운송사업자

2025년 컨테이너 시장 운임은 산업 자체의 계절성보다 강대국간 무역 긴장상태의 영향을 더 크게 받았다. 미국이 전세계 국가를 상대로 관세장벽을 높이 쌓았고, 2024년부터 언급하던 무역대표부(USTR)의 중국선박 수수료 부과도 실행 시점을 명확히 했다. 양국(미중)의 수출입업자들이 완벽하게 새로운 수입국과 수출국을 구한 상태는 아니었기 때문에 중기적으로 수출입 물량이 감소할 것이라는 전망이 우세했다. 2025년 상반기에는 이를 대비한 밀어내기 수출량이 늘어났고, 3분기 성수기가 되어서는 오히려 반감하면서 운임도 하락했다.

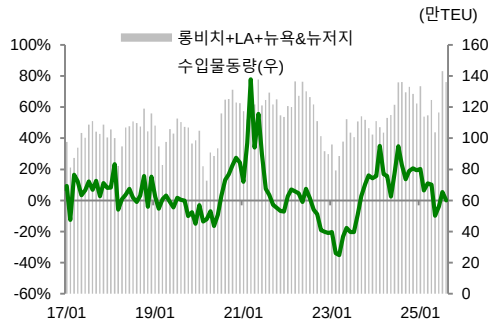
결과론적으로 11월 중순부터 미국과 중국 사이에 부과하려고 했던 추가 관세와 입항수수료는 전격적으로 1년 유예되었다. 하지만 기고효과로 인해 감소할 물량에 대비하여 비수기 노선운영 시기가 앞당겨졌고, 선사들은 이를 유지하고 있다.

도표 2. 중국발 컨테이너 운임지수 추이



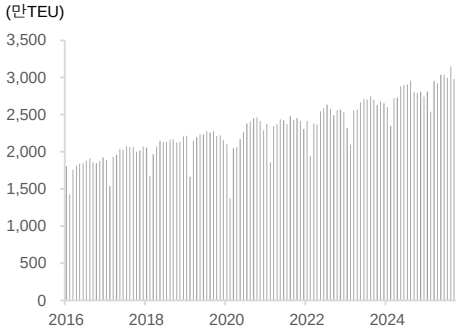
자료 : 클락슨, 신영증권 리서치센터

도표 3. 미국 주요 항만 컨테이너 수입물동량과 증감률



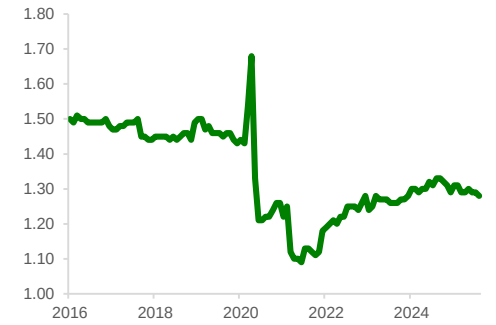
자료 : 각 항만, 신영증권 리서치센터

도표 4. 중국 항만 컨테이너 처리량(월별)



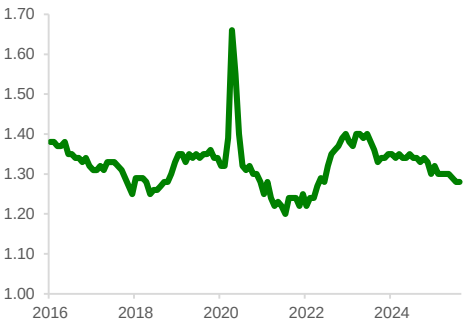
자료 : 클락슨, 신영증권 리서치센터

도표 5. 미국 sales 대비 재고수준(리테일)



자료 : FRED, 신영증권 리서치센터

도표 6. 미국 sales 대비 재고수준(도매)



자료 : FRED, 신영증권 리서치센터

컨테이너 선사들 낮은 소석률 운임 하락 위험요인

2026년 컨테이너 해상운임은 강세 요인보다 약세 요인이 더 많아 보인다. 이와 같은 요인이 작용하는 시기도 2028년까지 이어질 가능성이 높다. 추세적인 약세를 이야기하는 가장 큰 요인은 공급과잉과 탄소세 부과 지연이 동시다발적으로 작용하기 때문이다. 과거 대비 컨테이너 선사들의 소석률은 현저히 낮아졌다. 2021년부터 본격적으로 발주된 대형 컨테이너 선박들이 인도가 본궤도에 오른 상태이다. 새 배는 인도되지만, 탄소세 부과 지연으로 헌 배는 사라지지 않는 상황이 이어지며 운임의 상방 움직임을 방해할 것을 보인다.

운송량 1/10인 수에즈 운하 정상화된다면 운임하락 위험

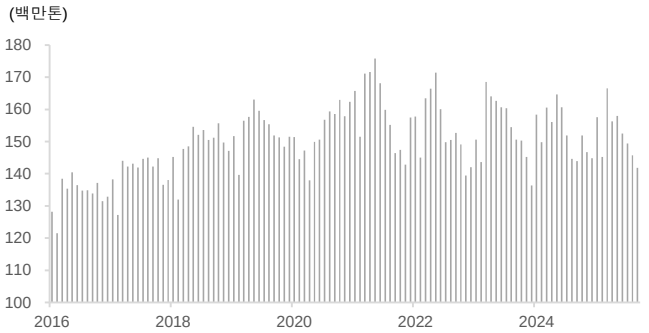
운임을 급격하게 약세전환 시킬만한 잠재 사건이 무엇인지 생각해보면 수에즈운하가 운송시장에서 정상적으로 쓰이는 것이다. 2023년 연말 시작된 홍해사태로 수에즈운하를 통과하는 컨테이너 운송량은 1/10로 감소했다. 덕분에 이전보다 많은 선박을 활용하여 유럽으로 가는 화물은 운송 중이다. 만약 유럽으로 통하는 최단경로인 수에즈운화 통과노선이 복구된다면 2년간 늘어난 대형 컨테이너 선박의 공급량 영향을 받지 않을 수 없을 것이다.

2. 드라이벌크 해운: 2000년대 이전으로 회귀

벌크시장
최대 전방산업 수요 정체

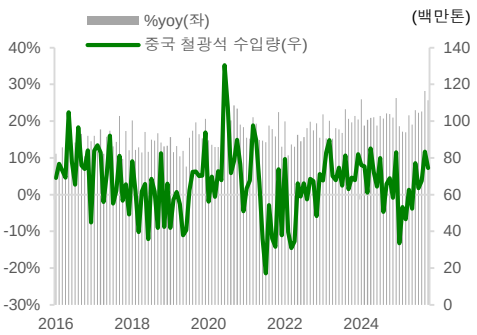
코로나 팬데믹 이후 가장 잡음이 없고 예측불허의 상황이 벌어지지 않은 분야가 드라이벌크 운송 시장이다. 드라이벌크 화물 전체 운송량 중 절반 가량을 차지하는 철광석과 석탄이 성장 정체에 빠졌다. 전세계 조강생산량은 2021년 19억 6,251만톤으로 최고치를 기록한 뒤 소폭 감소 중에 있다. 드라이벌크 해상운송 시장은 주요 화물의 수송량 증가에 따른 운임 상승 기대감을 갖기는 어렵다

도표 7. 전세계 조강생산량 추이(월별)



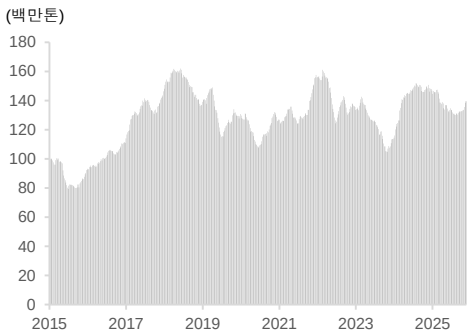
자료 : 클락슨, 신영증권 리서치센터

도표 8. 중국 철광석 수입량



자료 : 클락슨, 신영증권 리서치센터

도표 9. 중국 철광석 항만 재고

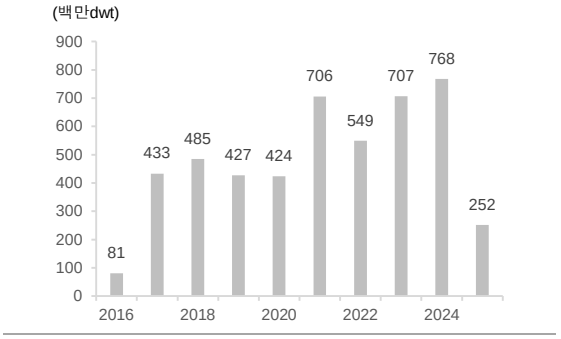


자료 : 클락슨, 신영증권 리서치센터

수요시장 정체 불구
벌크선 투자 예상외로 꾸준

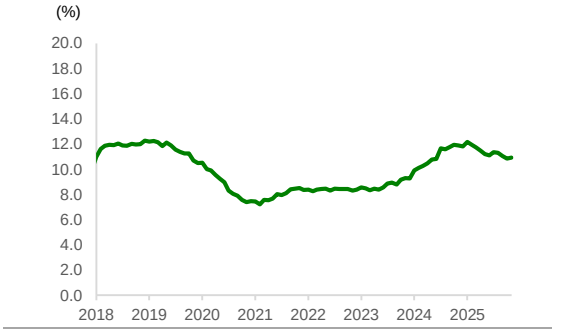
수요 성장세가 하향 안정화되고 있는 것 대비 벌크선 발주량은 매우 꾸준한 편이다. 지금도 전체 벌크선 선복량 대비 11% 수준의 수주잔고를 지키고 있으며, 매년 선박공급 증가율이 재화중량톤수 기준으로 3% 이상을 기록 중에 있다. 계선 중인 선박의 비율이 최근 10년 이내 3~6% 수준을 크게 벗어나지 않고 있는 것을 감안하면 매년 늘어나는 선박들은 시장에서 대부분 활용 중이다. 2021년 하반기부터 최근까지 드라이벌크선의 선속 하락이 다른 선종대비 두드러진 측면이 있었는데, 엔진출력제한(EPL: Engine Power Limitation)에 한계가 오게 되면, 벌크선 공급량 증가가 수요 증가를 앞설 것으로 보인다.

도표 10. 드라이벌크선 발주량 추이



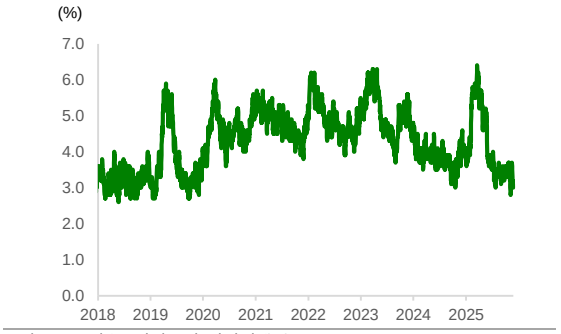
자료 : 클락슨, 신영증권 리서치센터

도표 11. 수주잔고 비율 추이



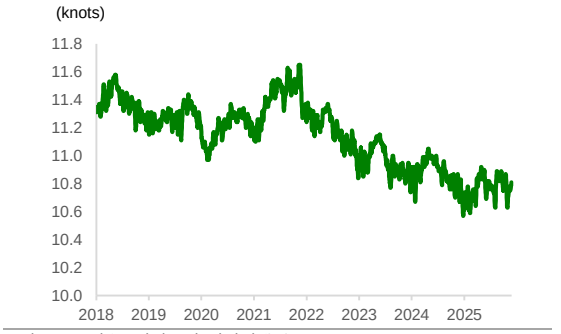
자료 : 클락슨, 신영증권 리서치센터

도표 12. 벌크선 idle 비율



자료 : 클락슨, 신영증권 리서치센터

도표 13. 드라이벌크선 평균선속 추이



자료 : 클락슨, 신영증권 리서치센터

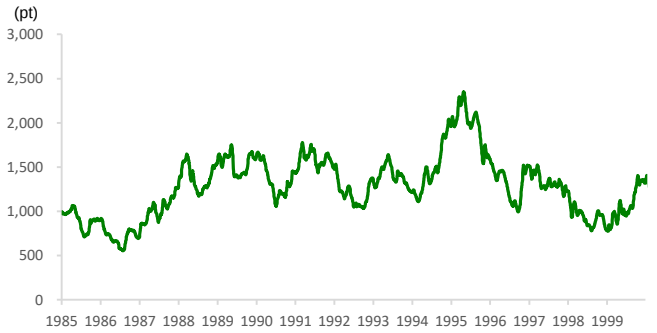
수요 성장세에 의외성이 없는 해상운송시장은 운임이 연평균 변동폭 내에서만 움직인다. 계절성 이외의 변동폭을 보이지 않은 드라이벌크 시장을 보고 싶다면 1990년대의 BDI 움직임을 보면 된다.

BDI가 1000~2000포인트 사이만 움직일 때 해운사들의 수익창출 방법은 무엇일까? 장기운송계약을 통해서 수익 중 많은 부분을 확보해야 한다. 화물 운송운임과 선박 용선비용과의 차이를 많이 벌리는 것이 불가하여 시장성을 갖는 영업부문에서 창출할 수 있는 수익 수준이 높아지기 어렵다. 해상운송 시장의 변동성이 감소하면, 이에 비례하여 밸류에이션도 하락한다.

예전같지 않은 장기운송계약

1990년대 대비 해당 영업구조에서 불리해진 면이 있다면, 전통적인 전방산업(철강, 석탄화력발전)이 장기운송계약 입찰을 규모있게 진행하지 않고 있다는 점이다. 이러한 점이 드라이벌크 전문 운송선사가 비벌크 화물에 대한 운송 포지션을 늘려야 하는 이유이기도 하다.

도표 14. 1985~1999년의 BDI 움직임



자료 : 클락슨, 신영증권 리서치센터

(2) 항공업: 수요의 양극화, 공급의 정상화

1. 2024년 연말 팬데믹 이전으로 돌아간 항공수요

글로벌 항공시장 2024년에 코로나 이전수준 회복

2024년 전세계 항공여객시장은 2023년 대비 10.4% 증가하여 코로나 팬데믹 직전 고점인 2019년을 뛰어넘었다. 국제여객의 증가폭이 13.6%이고, 국내여객 증가율은 그보다 낮은 5.7%를 기록했다. 국제여객수요는 2023년 대비 10.4% 증가하여 역대 최고 수준을 기록했다. 국제여객부문의 공급량은 2019년보다 0.9% 적어서 L/F 0.5%p 개선되었으며 83.2%를 기록했다.

2025년에는 새로운 최대기록 갱신 중

2024년까지는 팬데믹 이후 수요를 되돌리는 구간이었지만, 2025년은 괴질에 따른 영향이 없어지고 자연 성장하는 구간으로 진입했다. 2025년 3분기 누적기준 전체 항공여객시장 수요는 4.8% 증가했는데, 국제여객 성장률이 6.7%, 국내여객 성장률이 1.8%를 기록했다. 여객공급 성장률이 수요성장률보다 0.1%p 낮아서 L/F는 83.5%를 기록했다.(상기 수요/공급은 RPK, ASK 기준)

도표 15. 2025년 9월 누적 항공여객수요와 공급(지역별)

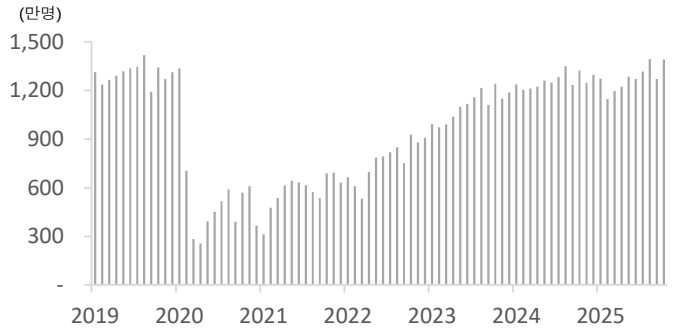
	RPK	ASK	PLF(%-pt)	PLF(level)
TOTAL MARKET	**4.8**	**4.7**	**0.1**	**83.5**
Africa	7.4	6.3	0.7	75.3
Asia Pacific	7.7	6.1	1.2	84.2
Europe	4.2	4.3	0	84.3
Latin America and Caribbean	7.3	8	-0.5	83.1
Middle East	5.8	5	0.6	81.4
North America	0.1	2	-1.5	83
	RPK	ASK	PLF(%-pt)	PLF(level)
International	**6.7**	**6.4**	**0.2**	**83.3**
Africa	6.7	5.4	0.9	75
Asia Pacific	11.5	10.6	0.7	84.5
Europe	5.2	5.2	0	83.6
Latin America and Caribbean	9.2	11.3	-1.6	83.5
Middle East	5.7	4.9	0.6	81.5
North America	1.5	1.8	-0.2	84.2
	RPK	ASK	PLF(%-pt)	PLF(level)
Domestic	**1.8**	**1.9**	**-0.1**	**83.7**
Dom. Australia	1.8	0.6	0.9	80.6
Dom. Brazil	11.4	9.4	1.5	82.7
Dom. China P.R.	4.2	2.1	1.7	84.4
Dom. India	6.2	7.9	-1.4	84.9
Dom. Japan	5.4	0.9	3.4	80.2
Dom. United States	-0.7	1.9	-2.2	82.2

자료: IATA

한국시장 2024년까지 코로나 이전수준 가파른 회복 2025년에는 자연성장

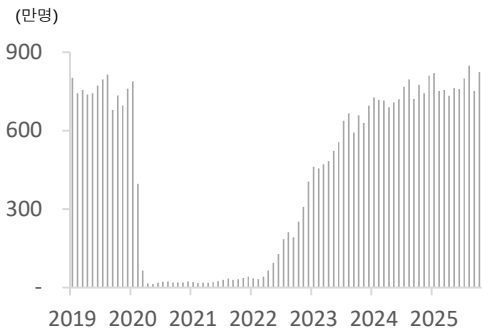
한국시장에서 2015년 1~10월 누적기준 항공여객이용자수는 1억2,767만명으로 전년동기대비 1.5% 증가했다. 이 중 국제선이 7,807만명으로 전년동기대비 6.4% 증가했고, 국내선은 4,959만명으로 전년동기대비 5.3% 감소했다. 항공기 제조업체의 공급 차질 및 항공 대기업간의 합병으로 인해 운항노선 재정비 기간이 이어지고 있다. 국내선 이용 항공기를 근거리 국제노선으로 전환한 사례도 여객 이용자수 변동에 영향을 준 것으로 보인다.

도표 16. 항공여객 이용자수(한국시장 기준, 월별)



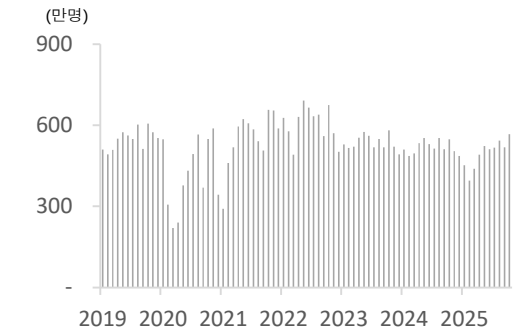
자료 : 에어포탈, 신영증권 리서치센터

도표 17. 국제항공여객 이용자수(한국시장 기준, 월별)



자료 : 에어포탈, 신영증권 리서치센터

도표 18. 국내항공여객 이용자수(한국시장 기준, 월별)



자료 : 에어포탈, 신영증권 리서치센터

대기업 합병과정으로 공급량 LCC가 더 늘었으나 수요는 FSC로

대한항공과 아시아나항공의 합병으로 생기는 독점노선을 저가항공사로 이전하면서 FSC의 공급석 증가는 5.9%였던 반면, LCC의 공급석 증가는 7.7%에 달했다. 하지만 이용객수는 FSC에서 7.8% 늘어난 반면, LCC에서는 3.7% 늘어나는데 그쳤다. 원/달러 환율 상승으로 기본적인 여행비가 상승하였고, 저가 여행수요 소비자의 충성도가 낮아진 탓이다.

2. 2026년 항공기 도입계획 차질은 끝날 예정

항공기 제조업체 제때 항공기 못 만들어 항공사에게 공급부족 기간

미주나 유럽 시장은 2022년, 아시아시장은 2023년부터 국제항공여객 운항의 제한이 없어지기 시작했다. 그럼에도 불구하고 항공노선 운영 전략을 이전 수준으로 되돌리지 못한 이유는 항공기 제조업체의 공급불안 요인이 있었기 때문이다. 정확히 표현하면 보잉社의 제조 불안으로 국내 항공사들이 계획한 만큼의 항공기 도입을 진행하지 못했다. 시장에서 항공기 자체가 감소한 것은 아니었으나, 운용리스 형태의 도입 방식을 활용하는 항공사들이 2020년부터 3년간 리스기한 만료 항공기를 반납했고, 해당 감소분은 2024년 연말이 되어서야 2019년 수준으로 회복되었다.

도표 19. 글로벌 2대 민항기 납품업체 연간 항공기 인도량 및 인도예정량 (단위:대)

제조사	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
에어버스	635	688	718	800	866	566	611	661	735	766	**819**	**915**
보잉	762	748	763	806	380	157	340	480	528	348	**598**	**698**

자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

보잉사 2018년 사고 이후 2025년에 항공기 생산량 최대

2025년 감소한 보잉사는 2018년 항공기 추락사고 이후에 가장 많은 상업용 항공기를 인도할 예정이며, 2026년에는 제조제한이 있었던 시기의 생산성 저하에서 벗어날 것으로 보인다. 보잉이 납품하는 항공기의 총량에 경쟁사의 생산이 제한되는 기간 동안 생산성을 키운 에어버스의 인도대수를 더하면 이제 신규 항공기 도입은 정상화되었다고 표현할 수 있을 것으로 보인다.

항공기 부족으로 티켓가격 붙잡을 수 있는 시간 종료

2026년에는 제한적인 공급을 바탕으로 지지되던 항공권 가격의 하방경직성을 담보하기 어려운 시기가 올 것으로 보인다. 국내 항공사 중 근거리 운항을 다수 진행하는 저가항공사와 아시아나항공은 코로나 팬데믹 이전인 2019년부터 한-일 노선 수요 약화로 적자 기록을 쌓기 시작했다. 항공화물운송업을 진행하지 않고, 독립적으로 저가항공사업을 영위하는 항공사들은 2019년부터 2022년까지 쌓인 누적적자를 회복하지 못했다. 평균 3회 정도의 자본확충이 있었지만, 미래의 재무안정성을 담보하기 어려운 구간이다.

도표 20. 항공사별 매출액과 영업이익 추이

대한항공	매출액	영업이익	영업이익률
2024년	161,166	19,446	12.1
2023년	145,751	15,869	10.9
2022년	134,127	28,836	21.5
2021년	87,534	14,644	16.7
2020년	74,050	2,383	3.2
2019년	120,177	2,046	1.7
2018년	123,636	6,000	4.9
2017년	118,028	9,561	8.1
2016년	115,028	10,790	9.4
2015년	113,084	8,592	7.6
2014년	116,803	3,725	3.2

아시아나항공	매출액	영업이익	영업이익률
2024년	70,592	423	0.6
2023년	65,321	4,007	6.1
2022년	56,300	7,335	13
2021년	41,006	4,559	11.1
2020년	35,599	-631	-1.8
2019년	59,245	-4,867	-8.2
2018년	62,012	-351	-0.6
2017년	57,888	2,523	4.4
2016년	54,013	2,345	4.3
2015년	52,043	93	0.2
2014년	55,527	422	0.8

제주항공	매출액	영업이익	영업이익률
2024년	18,563	602	3.2
2023년	16,993	1,618	9.5
2022년	6,956	-1,750	-25.2
2021년	2,708	-3,145	-116.1
2020년	3,740	-3,313	-88.6
2019년	13,761	-348	-2.5
2018년	12,566	1,023	8.1
2017년	9,963	1,016	10.2
2016년	7,476	586	7.8
2015년	6,081	514	8.5
2014년	5,106	295	5.8

진에어	매출액	영업이익	영업이익률
2024년	14,613	1,631	11.2
2023년	12,772	1,822	14.3
2022년	5,934	-673	-11.3
2021년	2,472	-1,853	-75
2020년	2,718	-1,847	-68
2019년	9,102	-488	-5.4
2018년	10,107	630	6.2
2017년	8,884	969	10.9
2016년	7,197	523	7.3
2015년	4,613	297	6.4
2014년	3,511	169	4.8

에어부산	매출액	영업이익	영업이익률
2024년	10,068	1,463	14.5
2023년	8,904	1,598	17.9
2022년	4,050	-813	-20.1
2021년	1,765	-2,040	-115.6
2020년	1,899	-1,887	-99.4
2019년	6,332	-378	-6
2018년	6,535	206	3.2
2017년	5,617	345	6.1
2016년	4,430	359	8.1
2015년	3,780	330	8.7
2014년	3,510	205	5.8

티웨이항공	매출액	영업이익	영업이익률
2024년	15,373	-148	-1
2023년	13,488	1,394	10.3
2022년	5,260	-1,050	-20
2021년	2,144	-1,481	-69.1
2020년	2,693	-1,737	-64.5
2019년	8,106	-206	-2.5
2018년	7,319	469	6.4
2017년	5,840	470	8
2016년	3,828	128	3.3
2015년	2,669	32	1.2
2014년	2,177	71	3.3

에어서울	매출액	영업이익	영업이익률
2024년	3,269	301	9.2
2023년	3,109	644	20.7
2022년	1,499	-66	-4.4
2021년	650	-429	-66
2020년	721	-650	-90.2
2019년	2,335	38	1.6
2018년	2,215	-16	-0.7
2017년	1,083	-259	-23.9
2016년	168	-216	-128.6
2015년	0	0	0
2014년	0	0	0

이스타항공	매출액	영업이익	영업이익률
2024년	4,612	-577	-12.5
2023년	1,467	-577	-39.3
2022년	408	-488	-119.6
2021년	0	0	0
2020년	0	0	0
2019년	5,518	-794	-14.4
2018년	5,664	53	0.9
2017년	4,928	157	3.2
2016년	3,797	63	1.7
2015년	2,894	175	6
2014년	2,701	131	4.9

자료 : 에어포탈, 신영증권 리서치센터

(3) 육상운송업: 산업 바깥으로 세어 나가는 성장세

경기방어적 성격 소멸

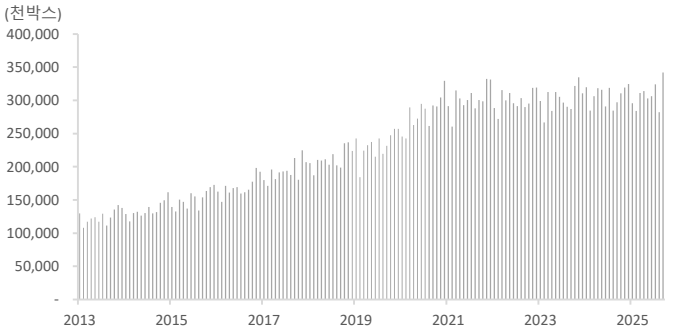
수요성장폭 만큼은 운송업종 내 가장 높았던 소화물택배시장

코로나 팬데믹 이전에도 소형화물택배시장은 운송업종 내에서 수요성장세가 가장 높은 영역이었다. 연간 두 자릿수 정도의 성장세를 꾸준하게 유지했기 때문이다. 경기 둔화시기에도 싼 제품을 온라인으로 다수 구매하는 구매형태가 나타나 경기민감섹터인 운송 내에서도 경기 방어적 성격을 갖는 사업자로 꼽히는 것이 소화물택배사업자이다.

2020년 반짝 성장을 마지막으로 시장 성장세 정체

이제는 온라인 구매로도 단가가 높은 구매가 다수 이루어지는데, 오히려 택배시장이 역주행하는 모습을 보이고 있어 긴장감이 고조된다. 외부활동에 제한이 심했던 2020년 하반기 택배시장은 평균적인 시장 성장률을 상회하는 성장세를 보였다. 연평균 10% 성장세가 20~30%까지 올라갔다. 하지만 2021년부터 물동량 증가가 물류사업자가 아닌 플랫폼사업자 중심으로 이루어지고 있다.

도표 21. 국내 소화물 택배시장 물동량 흐름



자료 : CJ대한통운, 신영증권 리서치센터

업종 디밸류에이션 구간 바닥 함부로 논하지 말아야

물류운송업 영위사업자 중 과점사업자도 단가에 집중하는 선별수주영업을 진행할 수 없다. 오히려 물량이 담보되지 않은 옥석가리기 작업으로 시장점유율을 잃고, 수익성 저가 가능성도 생길 수 있다. 플랫폼 대기업의 물류업 진출에 따른 물류전문업체 디밸류에이션 지속구간이라고 판단한다. 저평가 구간에 대한 이른 판단이 좋은 투자 아이디어로 작용하기 어려울 것이라 판단한다.

기업분석

종목명	투자의견	목표주가
HMM(011200.KS)	매수(유지)	28,000원(유지)
현대글로비스(086280.KS)	매수(유지)	220,000원(상향)
팬오션(028670.KS)	매수(유지)	6,000원(유지)
CJ대한통운(000120.KS)	매수(유지)	120,000원(유지)
대한항공(003490.KS)	매수(유지)	31,000원(유지)
제주항공(089590.KS)	중립(유지)	5,000원(하향)

HMM(011200.KS)

이너서클에 들어간 컨테이너 운송 사업자

매수(유지)

현재주가(11/26)	19,010원
목표주가(12M)	28,000원

분석의 기본 가정

- 미-중 무역분쟁 2026년 4분기까지 유예로 해상무역 정상화
- 에너지가격 안정화 가정

• 2028년까지 경쟁은 심화될 가능성이 높음

대형 컨테이너 선사들은 앞으로 강화될 선박시장 환경규제를 감안하여 물동량 증가와 상관없는 선대투자를 이어가는 중. 교체대상 선대 또한 중복 운영하는 기간이 적어도 2028년까지 이어질 것으로 예상되어 해당 기간은 경쟁심화구간. 높은 강도의 경쟁을 감내할 수 있는 동사의 재무안정성이 안심포인트.

• 2026년 영업이익 30% 감소 전망

2026년 매출액은 10조 8,086억원으로 전년대비 1.4% 감소, 영업이익도 1조 753억원으로 전년대비 30% 감소할 것으로 예상. 물동량은 증가하겠지만, 운임 하락에 따른 총 수익감소를 상쇄하기 어려울 것이라 판단. 대형화주 물량을 운송할 수 있는 3대 얼라이언스 안에 들어있는 선사의 위치인 것이 다행

• 투자의견 매수와 목표주가 28,000원 유지

동사에 대한 투자의견 매수와 목표주가 28,000원을 유지함. 2026년 추정 순자산가치에 목표배수 0.7배를 적용하여 산정. 최근 이루어진 주식소각을 반영하였고, 추가 주주환원정책에 대한 부분은 가정하지 않음

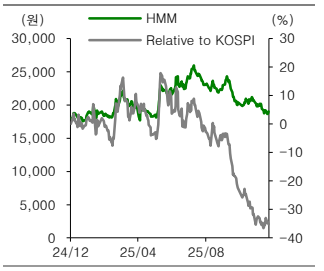
결산기(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액(십억원)	8,401	11,700	10,966	10,809	11,332
영업이익(십억원)	585	3,513	1,539	1,075	1,398
세전손익(십억원)	1,054	3,897	2,349	1,457	1,786
지배순이익(십억원)	969	3,782	2,193	1,413	1,732
EPS(원)	1,829	5,055	2,282	1,498	1,836
증감율(%)	-91.2	176.4	-54.9	-34.3	22.6
ROE(%)	4.6	15.3	7.3	4.1	4.5
PER(배)	10.7	3.5	8.3	12.7	10.4
PBR(배)	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	3.3	0.9	0.5	-0.6	-0.6

Key Data	(기준일: 2025. 11. 26)
KOSPI(pt)	3960.87
KOSDAQ(pt)	877.32
액면가(원)	5,000
시가총액(억원)	179,310
발행주식수(천주)	943,238
평균거래량(3M,주)	1,616,898
평균거래대금(3M, 백만원)	34,271
52주 최고/최저	25,950 / 17,530
52주 일간Beta	0.9
배당수익률(25F,%)	5.2
외국인지분율(%)	6.7
주요주주 지분율(%)	
한국산업은행	35.4
한국해양진흥공사	35.1

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.5	-13.6	-14.4	2.8
KOSPI대비상대수익률	-7.9	-30.6	-42.8	-34.6

Company vs KOSPI composite



HMM(011200.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**84,010**	**117,002**	**109,657**	**108,086**	**113,317**
증가율(%)	-54.8	39.3	-6.3	-1.4	4.8
매출원가	**74,261**	**77,368**	**88,507**	**92,233**	**94,272**
원가율(%)	88.4	66.1	80.7	85.3	83.2
매출총이익	**9,749**	**39,635**	**21,150**	**15,853**	**19,045**
매출총이익률(%)	11.6	33.9	19.3	14.7	16.8
판매비와 관리비 등	**3,901**	**4,506**	**5,760**	**5,100**	**5,063**
판관비율(%)	4.6	3.9	5.3	4.7	4.5
영업이익	**5,848**	**35,128**	**15,390**	**10,753**	**13,983**
증가율(%)	-94.1	500.7	-56.2	-30.1	30.0
영업이익률(%)	7.0	30.0	14.0	9.9	12.3
EBITDA	**14,576**	**44,158**	**28,924**	**24,996**	**25,846**
EBITDA마진(%)	17.4	37.7	26.4	23.1	22.8
순금융손익	**6,870**	**2,590**	**5,409**	**3,868**	**3,773**
이자손익	5,004	5,312	3,344	4,108	4,013
외화관련손익	-141	-5,167	1,407	-264	-264
기타영업외손익	**-638**	**-376**	**2,689**	**-53**	**103**
종속및관계기업 관련손익	**-1,537**	**1,623**	**0**	**0**	**0**
법인세차감전계속사업이익	**10,543**	**38,966**	**23,489**	**14,567**	**17,858**
계속사업손익법인세비용	**856**	**1,144**	**1,562**	**437**	**536**
세후중단사업손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
당기순이익	**9,687**	**37,821**	**21,927**	**14,130**	**17,322**
증가율(%)	-90.4	290.4	-42.0	-35.6	22.6
순이익률(%)	11.5	32.3	20.0	13.1	15.3
지배주주지분 당기순이익	9,686	37,822	21,927	14,130	17,322
증가율(%)	-90.4	290.5	-42.0	-35.6	22.6
기타포괄이익	**3,553**	**31,650**	**31,788**	**31,788**	**31,788**
총포괄이익	**13,240**	**69,471**	**53,715**	**45,919**	**49,111**

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	**131,797**	**179,968**	**245,194**	**287,475**	**338,557**
현금및현금성자산	32,498	14,718	69,143	88,135	91,598
매출채권 및 기타채권	9,346	15,684	19,645	35,344	74,770
재고자산	3,624	4,018	3,581	3,530	3,701
비유동자산	**125,337**	**158,517**	**148,822**	**139,585**	**136,662**
유형자산	77,159	98,464	102,705	88,462	90,727
무형자산	408	427	427	427	427
투자자산	15,077	8,724	8,733	8,742	8,752
기타 금융업자산	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자산총계	**257,134**	**338,486**	**394,016**	**427,060**	**475,220**
유동부채	**20,014**	**23,572**	**22,710**	**21,768**	**20,749**
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무	7,605	8,378	7,634	7,672	8,019
유동성장기부채	8,250	9,576	9,576	9,576	9,576
비유동부채	**22,712**	**36,358**	**45,358**	**42,858**	**52,358**
사채	1,086	566	66	66	66
장기차입금	1,707	885	885	885	885
기타 금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**42,726**	**59,930**	**68,068**	**64,626**	**73,108**
지배주주지분	**214,392**	**278,539**	**325,932**	**362,418**	**402,097**
자본금	34,452	44,052	47,162	47,162	47,162
자본잉여금	44,362	44,528	44,528	44,528	44,528
기타포괄이익누계액	10,726	42,446	74,234	106,023	137,811
이익잉여금	108,891	141,148	153,642	158,340	166,230
비지배주주지분	**16**	**16**	**16**	**16**	**16**
자본총계	**214,408**	**278,555**	**325,948**	**362,434**	**402,112**
총차입금	**31,159**	**45,128**	**54,128**	**51,628**	**61,128**
순차입금	**-87,046**	**-113,741**	**-166,225**	**-195,278**	**-197,179**

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	**19,797**	**48,746**	**25,445**	**11,967**	**-11,251**
당기순이익	**9,687**	**37,821**	**21,927**	**14,130**	**17,322**
현금유출이없는비용및수익	**4,239**	**6,682**	**10,346**	**10,836**	**8,650**
유형자산감가상각비	8,729	9,030	13,534	14,243	11,863
무형자산상각비	0	0	0	0	0
영업활동관련자산부채변동	**1,856**	**-82**	**-8,609**	**-16,670**	**-40,700**
매출채권의감소(증가)	1,901	-2,585	-3,961	-15,698	-39,426
재고자산의감소(증가)	-293	135	437	51	-171
매입채무의증가(감소)	929	381	-744	38	348
투자활동으로인한현금흐름	**-14,871**	**-62,322**	**-32,491**	**-8,075**	**-22,897**
투자자산의 감소(증가)	10,439	6,353	-9	-9	-9
유형자산의 감소	100	169	0	0	0
CAPEX	-20,371	-25,370	-17,776	0	-14,128
단기금융자산의감소(증가)	-7,561	-58,444	-7,200	-7,561	-7,939
재무활동으로인한현금흐름	**-22,380**	**-5,391**	**-12,348**	**-19,104**	**-19,104**
장기차입금의증가(감소)	-531	10,151	0	0	0
사채의증가(감소)	-592	-592	-500	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	3,110	0	0
기타현금흐름	**150**	**1,187**	**73,818**	**34,204**	**56,714**
현금의 증가	**-17,304**	**-17,780**	**54,424**	**18,993**	**3,462**
기초현금	49,802	32,498	14,718	69,143	88,135
기말현금	32,498	14,718	69,143	88,135	91,598

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Per Share (원)					
EPS	1,829	5,055	2,282	1,498	1,836
BPS	31,115	31,615	34,555	38,423	42,629
DPS	700	600	1,000	1,000	1,000
Multiples (배)					
PER	10.7	3.5	8.3	12.7	10.4
PBR	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	3.3	0.9	0.5	-0.6	-0.6

Financial Ratio

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	-91.2%	176.4%	-54.9%	-34.3%	22.6%
EBITDA(발표기준) 증가율	-86.5%	203.0%	-34.5%	-13.6%	3.4%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	4.6%	15.3%	7.3%	4.1%	4.5%
ROE(지배순이익 기준)	4.6%	15.3%	7.3%	4.1%	4.5%
ROIC	5.0%	25.5%	9.3%	6.7%	7.6%
WACC	6.6%	6.1%	6.3%	6.3%	6.2%
안전성(%)					
부채비율	19.9%	21.5%	20.9%	17.8%	18.2%
순차입금비율	-40.6%	-40.8%	-51.0%	-53.9%	-49.0%
이자보상배율	3.7	26.3	7.1	5.2	5.7

현대글로비스(086280.KS)

그룹사 물량으로 운임 하락에도 혼자 웃는다

매수(유지)

현재주가(11/26)	161,400원
목표주가(12M,상향)	220,000원

분석의 기본 가정

- 미-중 무역분쟁 2026년 4분기까지 유예로 해상무역 정상화
- 에너지가격 안정화 가정

- **자동차운반선 운임 2026년까지 빠진다**

1만달러에서 11만달러까지 상승했던 대형 자동차운반선 운임이 4만달러까지 하락. 이는 2022년부터 발주된 선박에 본격적으로 인도되고 있기 때문. 해당 선박은 2026년까지도 많이 인도될 예정이어서 공급과잉률 상승 기조를 회피할 수 없음

- **그룹사 물량 계약기간 2029년 말까지, 이익 스프레드 더 벌어진다**

동사는 자동차운반선 사업에서 사선보다 많은 용선을 더 많이 운영하고 있음. 대선비용의 추세적 하락을 기대할 수 있는 가운데 최근에 갱신된 그룹사 자동차운반 계약이 2029년말까지 유지될 예정이어서 이익 레버리지가 확대될 것으로 예상

- **매수의견 유지 목표주가 22만원으로 상향**

동사에 대한 투자의견 매수를 유지하고, 목표주가를 22만원으로 상향함. 적정가치 산정기준을 2026년 추정 순자산가치로 변경했기 때문

결산기(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액(십억원)	25,683	28,407	29,776	31,468	32,096
영업이익(십억원)	1,554	1,753	2,090	2,205	2,023
세전손익(십억원)	1,453	1,545	1,994	2,087	1,900
지배순이익(십억원)	1,061	1,094	1,595	1,670	1,520
EPS(원)	14,148	14,585	21,273	22,266	20,263
증감율(%)	-10.8	3.1	45.9	4.7	-9.0
ROE(%)	14.5	13.2	16.9	15.4	12.5
PER(배)	6.8	8.1	7.6	7.2	8.0
PBR(배)	0.9	1.0	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	3.2	3.5	4.2	3.7	3.5

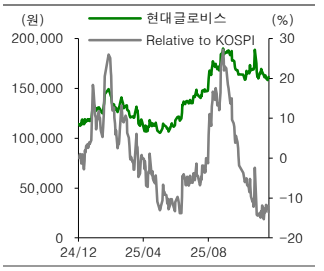
Key Data (기준일: 2025. 11. 26)

KOSPI(pt)	3960.87
KOSDAQ(pt)	877.32
액면가(원)	500
시가총액(억원)	121,050
발행주식수(천주)	75,000
평균거래량(3M,주)	214,915
평균거래대금(3M, 백만원)	37,449
52주 최고/최저	190,100 / 105,400
52주 일간Beta	0.8
배당수익률(25F,%)	3.2
외국인지분율(%)	50.3
주요주주 지분율(%)	
정의선 외 5 인	29.4
Den Norske Amerikalinje AS	11.0

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.9	-3.8	46.7	31.2
KOSPI대비상대수익률	-4.3	-22.8	-2.0	-16.5

Company vs KOSPI composite



현대글로비스(086280.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**256,832**	**284,074**	**297,763**	**314,680**	**320,959**
증가율(%)	-4.8	10.6	4.8	5.7	2.0
매출원가	**235,917**	**259,572**	**270,058**	**285,375**	**293,251**
원가율(%)	91.9	91.4	90.7	90.7	91.4
매출총이익	**20,915**	**24,502**	**27,705**	**29,305**	**27,708**
매출총이익률(%)	8.1	8.6	9.3	9.3	8.6
판매비와 관리비 등	**5,374**	**6,973**	**6,802**	**7,258**	**7,477**
판관비율(%)	2.1	2.5	2.3	2.3	2.3
영업이익	**15,540**	**17,529**	**20,903**	**22,047**	**20,231**
증가율(%)	-13.6	12.8	19.2	5.5	-8.2
영업이익률(%)	6.1	6.2	7.0	7.0	6.3
EBITDA	**21,071**	**24,273**	**29,121**	**30,779**	**28,898**
EBITDA마진(%)	8.2	8.5	9.8	9.8	9.0
순금융손익	**-227**	**-29**	**66**	**440**	**190**
이자손익	-492	-72	23	398	148
외화관련손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	**-706**	**-831**	**-342**	**-392**	**-204**
종속및관계기업 관련손익	**-74**	**-1,221**	**-684**	**-1,221**	**-1,221**
법인세차감전계속사업이익	**14,534**	**15,447**	**19,943**	**20,874**	**18,997**
계속사업손익법인세비용	**3,833**	**4,453**	**3,989**	**4,175**	**3,799**
세후중단사업손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
당기순이익	**10,701**	**10,995**	**15,955**	**16,699**	**15,197**
증가율(%)	-10.3	2.7	45.1	4.7	-9.0
순이익률(%)	4.2	3.9	5.4	5.3	4.7
지배주주지분 당기순이익	10,611	10,939	15,955	16,699	15,197
증가율(%)	-10.8	3.1	45.9	4.7	-9.0
기타포괄이익	**486**	**1,629**	**1,573**	**1,573**	**1,573**
총포괄이익	**11,187**	**12,624**	**17,527**	**18,272**	**16,770**

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	**87,715**	**98,614**	**110,323**	**129,635**	**145,281**
현금및현금성자산	22,908	32,765	36,386	48,725	58,643
매출채권 및 기타채권	30,396	32,610	41,706	44,062	45,005
재고자산	13,476	17,243	13,535	14,985	16,048
비유동자산	**59,535**	**69,877**	**76,130**	**77,265**	**73,810**
유형자산	47,259	57,169	63,644	66,380	64,500
무형자산	1,361	1,717	1,523	1,356	1,213
투자자산	8,931	9,116	8,220	6,787	5,354
기타 금융업자산	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자산총계	**147,250**	**168,491**	**186,452**	**206,900**	**219,091**
유동부채	**44,676**	**53,106**	**50,386**	**52,212**	**53,032**
단기차입금	10,472	10,586	11,128	10,772	11,224
매입채무및기타채무	26,026	28,337	28,118	29,669	30,477
유동성장기부채	1,270	4,311	4,186	4,586	4,265
비유동부채	**24,735**	**27,292**	**34,346**	**38,746**	**37,546**
사채	2,996	1,099	1,099	1,099	1,099
장기차입금	5,594	5,838	12,838	17,738	17,038
기타 금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**69,411**	**80,398**	**84,731**	**90,957**	**90,577**
지배주주지분	**77,554**	**87,732**	**101,359**	**115,581**	**128,151**
자본금	188	375	375	375	375
자본잉여금	1,536	1,347	1,347	1,347	1,347
기타포괄이익누계액	617	2,340	3,913	5,486	7,059
이익잉여금	75,130	83,592	95,646	108,296	119,293
비지배주주지분	**286**	**362**	**362**	**362**	**362**
자본총계	**77,839**	**88,094**	**101,721**	**115,943**	**128,513**
총차입금	**35,179**	**41,485**	**48,902**	**53,846**	**53,277**
순차입금	**-5,269**	**-2,808**	**-579**	**-9,938**	**-22,684**

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	**22,423**	**21,224**	**14,269**	**22,774**	**21,656**
당기순이익	**10,701**	**10,995**	**15,955**	**16,699**	**15,197**
현금유출이없는비용및수익	**13,059**	**15,759**	**12,867**	**13,730**	**13,540**
유형자산감가상각비	5,382	6,550	8,024	8,565	8,524
무형자산상각비	148	194	194	167	144
영업활동관련자산부채변동	**2,109**	**-3,293**	**-10,588**	**-3,878**	**-3,429**
매출채권의감소(증가)	2,462	-1,342	-9,097	-2,356	-942
재고자산의감소(증가)	1,088	-3,729	3,709	-1,450	-1,063
매입채무의증가(감소)	-606	3,222	-219	1,551	808
투자활동으로인한현금흐름	**-10,072**	**-4,890**	**-16,778**	**-13,834**	**-9,473**
투자자산의 감소(증가)	-425	-1,405	212	212	212
유형자산의 감소	31	456	0	0	0
CAPEX	-3,163	-9,390	-14,500	-11,300	-6,644
단기금융자산의감소(증가)	-16,338	6,012	-1,708	-1,964	-2,259
재무활동으로인한현금흐름	**-7,009**	**-7,035**	**178**	**-3,420**	**-9,083**
장기차입금의증가(감소)	201	2,966	7,000	4,900	-700
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
기타현금흐름	**-3,031**	**558**	**5,952**	**6,819**	**6,819**
현금의 증가	**2,310**	**9,857**	**3,621**	**12,338**	**9,919**
기초현금	20,598	22,908	32,765	36,386	48,725
기말현금	22,908	32,765	36,386	48,725	58,643

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Per Share (원)					
EPS	14,148	14,585	21,273	22,266	20,263
BPS	103,405	116,975	135,145	154,108	170,868
DPS	3,150	3,700	5,200	5,400	5,600
Multiples (배)					
PER	6.8	8.1	7.6	7.2	8.0
PBR	0.9	1.0	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	3.2	3.5	4.2	3.7	3.5

Financial Ratio

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	-10.8%	3.1%	45.9%	4.7%	-9.0%
EBITDA(발표기준) 증가율	-7.0%	15.2%	20.0%	5.7%	-6.1%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	14.6%	13.3%	16.8%	15.3%	12.4%
ROE(지배순이익 기준)	14.5%	13.2%	16.9%	15.4%	12.5%
ROIC	16.5%	16.2%	18.5%	17.4%	15.4%
WACC	9.1%	9.1%	9.4%	9.2%	9.2%
안전성(%)					
부채비율	89.2%	91.3%	83.3%	78.4%	70.5%
순차입금비율	-6.8%	-3.2%	-0.6%	-8.6%	-17.7%
이자보상배율	9.2	9.3	10.7	10.2	9.5

팬오션(028670.KS)

벌크선사라고 불러도 될지?

매수(유지)

현재주가(11/26)	3,735원
목표주가(12M)	6,000원

분석의 기본 가정

- 미-중 무역분쟁 2026년 4분기까지 유예로 해상무역 정상화
- 에너지가격 안정화 가정

• 주요 전방시장이 성장버튼을 누르지 않을 때

BDI의 움직임이 재미없어진 것은 단기적인 움직임이 아님. 글로벌 철강생산과 소비량의 정체구간을 지나가고 있는 중. 벌크 시장은 1990년대 무성장구간과 유사한 움직임을 보일 듯. 계절성 이상의 운임 움직임을 보이지 않을 때 해당 운송업종 높은 배수 적용에는 한계가 있음

• 안정적인 수익창출 가능한 비벌크사업 확대 전략

동사는 수요가 확장하는 비벌크 분야로 운송매출을 늘리고 있음. 가장 두드러지는 분야는 LNG 운송계약 매출 확대. 매출액이 드라이벌크 사업부문의 10분의 1 수준에 가깝지만 영업이익 기여도는 벌크운송사업의 80% 수준. 2026년에도 매출액과 영업이익 3.4%, 4.2% 증가하며 꾸준한 모습을 이어갈 예정

• 매수 의견과 목표주가 6천원 유지

동사에 대한 투자의견 매수와 목표주가 6천원을 유지함. 목표주가는 2026년 추정 순자산가치에 목표배수 0.5배를 적용하여 산정. 장기적인 저운임 기조에서 적용할 수 있는 평균 밸류에이션에 해당

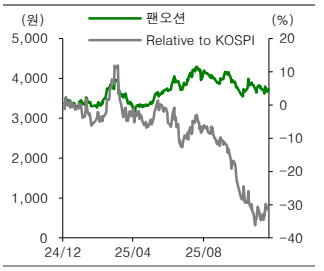
결산기(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액(십억원)	4,361	5,161	5,551	5,737	5,910
영업이익(십억원)	386	471	497	517	537
세전손익(십억원)	248	282	391	375	440
지배순이익(십억원)	245	268	385	369	434
EPS(원)	458	502	721	690	811
증감율(%)	-63.8	9.4	43.7	-4.3	17.6
ROE(%)	5.3	5.2	6.5	5.8	6.5
PER(배)	8.1	6.6	5.2	5.4	4.6
PBR(배)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	4.0	5.0	6.5	5.6	4.9

Key Data	(기준일: 2025. 11. 26)
KOSPI(pt)	3960.87
KOSDAQ(pt)	877.32
액면가(원)	1,000
시가총액(억원)	19,966
발행주식수(천주)	534,570
평균거래량(3M,주)	1,514,855
평균거래대금(3M, 백만원)	5,791
52주 최고/최저	4,295 / 3,065
52주 일간Beta	0.7
배당수익률(25F,%)	2.3
외국인지분율(%)	14.5
주요주주 지분율(%)	
하림지주 외 12인	54.9
국민연금공단	6.6

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.5	-5.7	2.0	2.5
KOSPI대비상대수익률	-3.0	-24.3	-31.9	-34.8

Company vs KOSPI composite



팬오션(028670.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**43,610**	**51,612**	**55,509**	**57,373**	**59,098**
증가율(%)	-32.1	18.3	7.6	3.4	3.0
매출원가	**38,612**	**45,785**	**49,424**	**51,011**	**52,499**
원가율(%)	88.5	88.7	89.0	88.9	88.8
매출총이익	**4,998**	**5,827**	**6,085**	**6,362**	**6,599**
매출총이익률(%)	11.5	11.3	11.0	11.1	11.2
판매비와 관리비 등	**1,140**	**1,116**	**1,120**	**1,189**	**1,225**
판관비율(%)	2.6	2.2	2.0	2.1	2.1
영업이익	**3,859**	**4,712**	**4,965**	**5,173**	**5,373**
증가율(%)	-51.1	22.1	5.4	4.2	3.9
영업이익률(%)	8.8	9.1	8.9	9.0	9.1
EBITDA	**8,761**	**9,402**	**8,139**	**8,715**	**8,883**
EBITDA마진(%)	20.1	18.2	14.7	15.2	15.0
순금융손익	**-740**	**-1,620**	**-1,574**	**-1,670**	**-1,212**
이자손익	-857	-960	-1,744	-1,660	-1,208
외화관련손익	32	-607	80	-10	-4
기타영업외손익	**-599**	**-513**	**274**	**0**	**0**
종속및관계기업 관련손익	**-35**	**242**	**242**	**242**	**242**
법인세차감전계속사업이익	**2,485**	**2,821**	**3,908**	**3,745**	**4,404**
계속사업손익법인세비용	**34**	**139**	**55**	**56**	**66**
세후중단사업손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
당기순이익	**2,450**	**2,681**	**3,853**	**3,689**	**4,338**
증가율(%)	-63.8	9.4	43.7	-4.3	17.6
순이익률(%)	5.6	5.2	6.9	6.4	7.3
지배주주지분 당기순이익	2,450	2,681	3,853	3,689	4,338
증가율(%)	-63.8	9.4	43.7	-4.3	17.6
기타포괄이익	**559**	**7,141**	**1,293**	**455**	**455**
총포괄이익	**3,009**	**9,823**	**5,146**	**4,144**	**4,793**

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	**17,573**	**20,218**	**20,956**	**33,349**	**39,788**
현금및현금성자산	9,528	8,658	8,951	20,929	26,965
매출채권 및 기타채권	2,314	2,971	3,178	3,286	3,387
재고자산	1,192	1,221	1,220	1,275	1,313
비유동자산	**60,966**	**82,497**	**91,781**	**91,217**	**90,450**
유형자산	58,406	78,622	87,673	86,874	85,871
무형자산	107	107	98	91	84
투자자산	2,036	2,833	3,075	3,318	3,560
기타 금융업자산	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자산총계	**78,539**	**102,715**	**112,737**	**124,566**	**130,238**
유동부채	**12,940**	**12,769**	**12,850**	**13,216**	**13,581**
단기차입금	645	0	0	0	0
매입채무및기타채무	4,573	4,766	5,230	5,446	5,661
유동성장기부채	4,093	4,194	4,344	4,494	4,644
비유동부채	**18,466**	**33,413**	**38,662**	**46,435**	**47,404**
사채	0	1,205	1,205	1,205	1,205
장기차입금	1,182	1,653	1,653	1,653	1,653
기타 금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**31,406**	**46,181**	**51,512**	**59,651**	**60,984**
지배주주지분	**47,134**	**56,534**	**61,225**	**64,915**	**69,253**
자본금	5,346	5,346	5,346	5,346	5,346
자본잉여금	19,421	19,421	19,421	19,421	19,421
기타포괄이익누계액	5,961	13,116	14,408	14,864	15,319
이익잉여금	16,382	18,596	21,995	25,230	29,113
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**47,134**	**56,534**	**61,225**	**64,915**	**69,253**
총차입금	**24,404**	**38,635**	**44,226**	**52,149**	**53,268**
순차입금	**14,654**	**29,681**	**32,533**	**28,469**	**23,543**

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	**7,508**	**6,762**	**6,193**	**6,807**	**7,429**
당기순이익	**2,450**	**2,681**	**3,853**	**3,689**	**4,338**
현금유출이없는비용및수익	**6,329**	**6,270**	**4,650**	**5,025**	**4,545**
유형자산감가상각비	4,895	4,682	3,165	3,534	3,502
무형자산상각비	8	8	8	8	7
영업활동관련자산부채변동	**227**	**-145**	**-511**	**-191**	**-179**
매출채권의감소(증가)	477	-313	-208	-108	-101
재고자산의감소(증가)	123	127	1	-55	-38
매입채무의증가(감소)	-259	21	464	216	215
투자활동으로인한현금흐름	**-844**	**-6,604**	**-14,310**	**-4,853**	**-4,619**
투자자산의 감소(증가)	195	-555	0	0	0
유형자산의 감소	20	0	0	851	750
CAPEX	-3,134	-3,850	-12,192	-3,586	-3,250
단기금융자산의감소(증가)	112	-116	-8	-8	-9
재무활동으로인한현금흐름	**-4,701**	**-2,067**	**-2,303**	**-2,116**	**-2,116**
장기차입금의증가(감소)	-1,464	198	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
기타현금흐름	**119**	**1,041**	**10,712**	**12,141**	**5,342**
현금의 증가	**2,082**	**-869**	**292**	**11,979**	**6,036**
기초현금	7,446	9,528	8,658	8,951	20,929
기말현금	9,528	8,658	8,951	20,929	26,965

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Per Share (원)					
EPS	458	502	721	690	811
BPS	8,817	10,576	11,453	12,143	12,955
DPS	85	120	85	85	85
Multiples (배)					
PER	8.1	6.6	5.2	5.4	4.6
PBR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	4.0	5.0	6.5	5.6	4.9

Financial Ratio

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	-63.8%	9.4%	43.7%	-4.3%	17.6%
EBITDA(발표기준) 증가율	-39.8%	7.3%	-13.4%	7.1%	1.9%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	5.3%	5.2%	6.5%	5.8%	6.5%
ROE(지배순이익 기준)	5.3%	5.2%	6.5%	5.8%	6.5%
ROIC	6.6%	6.4%	5.7%	5.6%	5.9%
WACC	6.6%	4.9%	6.0%	5.9%	5.5%
안전성(%)					
부채비율	66.6%	81.7%	84.1%	91.9%	88.1%
순차입금비율	31.1%	52.5%	53.1%	43.9%	34.0%
이자보상배율	3.1	3.5	2.2	2.0	2.2

CJ대한통운(000120.KS)

성장통이 그리워질 때

매수(유지)

현재주가(11/26) 92,900원
목표주가(12M) 120,000원

분석의 기본 가정

- 미-중 무역분쟁 2026년 4분기까지 유예로 해상무역 정상화
- 에너지가격 안정화 가정

• 소화물택배시장 물량 성장은 택배시장 밖에

운송업 중 가장 수요성장세가 높았던 영역이 소화물택배시장에 해당. 외부활동이 제한적이었던 초기 2020년을 마지막으로 소화물택배시장 물동량 성장 정지. 대형 플랫폼기업으로 물량 성장세가 옮겨지고 있어 택배사업 과점업체인 동사의 경우에도 옥석가리기 영업을 전면적으로 적용하기 어려울 듯

• 2026년 B2B에서 찾아보는 성장동력

2026년 매출액과 영업이익은 4.0%, 5.8% 증가할 것으로 예상. 소화물택배 영업 시 소비자향 가격전가가 어려운 이유는 B2C의 성격을 갖는 해당 사업의 한계도 작용하는 것으로 판단. 육상운송업과 해외사업에서 무거운 성장동력을 이어가는 전략이 동사의 매출성장을 이끌 것으로 보임

• 매수 의견과 목표주가 12만원 유지

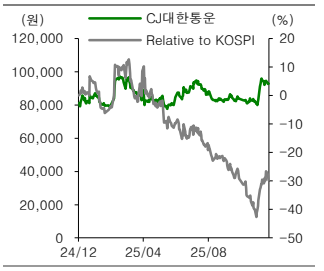
동사에 대한 투자의견 매수와 목표주가 12만원을 유지함. 목표주가는 2026년 추정 순자산가치에 목표배수 0.6배를 적용하여 산정. 전체 시장 성장세가 과거 대비 둔화되어 높은 수준의 배수 적용에 한계가 있음

결산기(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액(십억원)	11,768	12,117	12,314	12,810	13,369
영업이익(십억원)	480	531	491	519	575
세전손익(십억원)	325	378	334	364	437
지배순이익(십억원)	225	248	225	252	303
EPS(원)	9,854	10,893	9,853	11,055	13,289
증감율(%)	23.8	10.5	-9.5	12.2	20.2
ROE(%)	6.3	6.6	5.5	5.9	6.7
PER(배)	12.9	7.7	9.4	8.4	7.0
PBR(배)	0.7	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA(배)	5.8	4.5	3.7	3.5	2.9

Key Data	(기준일: 2025. 11. 26)
KOSPI(pt)	3960.87
KOSDAQ(pt)	877.32
액면가(원)	5,000
시가총액(억원)	21,193
발행주식수(천주)	22,812
평균거래량(3M,주)	67,035
평균거래대금(3M, 백만원)	5,759
52주 최고/최저	97,500 / 77,600
52주 일간Beta	0.6
배당수익률(25F,%)	0.9
외국인지분율(%)	15.8
주요주주 지분율(%)	
CJ제일제당 외 2인	40.2
국민연금공단	10.0

Company Performance				
주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	12.5	11.3	16.0	14.1
KOSPI대비상대수익률	11.9	-10.7	-22.6	-27.4

Company vs KOSPI composite



CJ대한통운(000120.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**117,679**	**121,168**	**123,138**	**128,104**	**133,690**
증가율(%)	-3.0	3.0	1.6	4.0	4.4
매출원가	**104,688**	**107,301**	**109,822**	**114,657**	**119,327**
원가율(%)	89.0	88.6	89.2	89.5	89.3
매출총이익	**12,991**	**13,867**	**13,316**	**13,447**	**14,363**
매출총이익률(%)	11.0	11.4	10.8	10.5	10.7
판매비와 관리비 등	**8,189**	**8,560**	**8,408**	**8,256**	**8,616**
판관비율(%)	7.0	7.1	6.8	6.4	6.4
영업이익	**4,802**	**5,307**	**4,908**	**5,191**	**5,747**
증가율(%)	16.6	10.5	-7.5	5.8	10.7
영업이익률(%)	4.1	4.4	4.0	4.1	4.3
EBITDA	**10,594**	**11,525**	**11,148**	**10,448**	**10,269**
EBITDA마진(%)	9.0	9.5	9.1	8.2	7.7
순금융손익	**-1,367**	**-951**	**-1,342**	**-1,206**	**-1,062**
이자손익	-1,318	-1,406	-1,148	-1,213	-1,064
외화관련손익	-2	212	-152	-6	-11
기타영업외손익	**-273**	**-656**	**-310**	**-430**	**-395**
종속및관계기업 관련손익	**87**	**85**	**85**	**85**	**85**
법인세차감전계속사업이익	**3,250**	**3,783**	**3,341**	**3,639**	**4,374**
계속사업손익법인세비용	**821**	**1,100**	**844**	**837**	**1,006**
세후중단사업손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
당기순이익	**2,429**	**2,683**	**2,497**	**2,802**	**3,368**
증가율(%)	23.4	10.5	-6.9	12.2	20.2
순이익률(%)	2.1	2.2	2.0	2.2	2.5
지배주주지분 당기순이익	2,248	2,485	2,248	2,522	3,031
증가율(%)	23.8	10.5	-9.5	12.2	20.2
기타포괄이익	**351**	**999**	**53**	**64**	**-44**
총포괄이익	**2,780**	**3,682**	**2,551**	**2,867**	**3,325**

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	**24,883**	**27,833**	**40,282**	**44,011**	**50,604**
현금및현금성자산	2,901	2,772	17,173	19,877	26,004
매출채권 및 기타채권	14,945	16,415	14,073	14,633	15,262
재고자산	298	360	335	366	382
비유동자산	**68,693**	**69,606**	**62,220**	**59,908**	**56,396**
유형자산	33,279	33,236	30,230	28,174	26,340
무형자산	11,850	12,298	10,194	9,665	9,200
투자자산	5,374	5,263	7,355	7,454	7,554
기타 금융업자산	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자산총계	**93,576**	**97,439**	**102,502**	**103,919**	**107,000**
유동부채	**26,223**	**29,968**	**32,486**	**33,183**	**33,953**
단기차입금	3,660	6,556	6,556	6,526	6,506
매입채무및기타채무	12,564	13,095	13,669	14,269	14,925
유동성장기부채	3,260	4,189	4,189	4,189	4,189
비유동부채	**26,922**	**25,215**	**24,872**	**22,885**	**22,031**
사채	9,384	5,793	5,793	3,893	2,693
장기차입금	2,182	4,044	3,044	3,344	3,344
기타 금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**53,145**	**55,183**	**57,358**	**56,069**	**55,985**
지배주주지분	**36,039**	**39,488**	**41,630**	**44,057**	**46,885**
자본금	1,141	1,141	1,141	1,141	1,141
자본잉여금	23,268	23,276	23,276	23,276	23,276
기타포괄이익누계액	-134	791	845	909	866
이익잉여금	11,124	13,254	15,342	17,704	20,576
비지배주주지분	**4,392**	**2,768**	**3,514**	**3,794**	**4,131**
자본총계	**40,431**	**42,256**	**45,144**	**47,851**	**51,016**
총차입금	**32,648**	**35,130**	**36,130**	**34,500**	**33,280**
순차입금	**27,510**	**29,698**	**16,312**	**11,846**	**4,360**

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	**8,366**	**6,062**	**12,059**	**7,428**	**8,626**
당기순이익	**2,429**	**2,683**	**2,497**	**2,802**	**3,368**
현금유출이없는비용및수익	**8,266**	**8,908**	**8,299**	**7,229**	**6,518**
유형자산감가상각비	5,228	5,614	5,636	4,728	4,057
무형자산상각비	564	604	604	530	465
영업활동관련자산부채변동	**-524**	**-3,319**	**3,254**	**-553**	**809**
매출채권의감소(증가)	-197	-1,075	2,341	-560	-629
재고자산의감소(증가)	113	-45	26	-31	-16
매입채무의증가(감소)	348	-728	574	600	656
투자활동으로인한현금흐름	**-801**	**-2,783**	**-5,013**	**-3,069**	**-2,627**
투자자산의 감소(증가)	-346	195	-2,007	-15	-15
유형자산의 감소	74	140	0	0	0
CAPEX	-2,571	-1,933	-2,630	-2,672	-2,223
단기금융자산의감소(증가)	1,957	-435	-126	-132	-139
재무활동으로인한현금흐름	**-10,557**	**-3,469**	**-5,935**	**-6,565**	**-6,155**
장기차입금의증가(감소)	-4,085	2,765	-1,000	300	0
사채의증가(감소)	-912	-1,214	0	-1,900	-1,200
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
기타현금흐름	**63**	**61**	**13,291**	**4,910**	**6,284**
현금의 증가	**-2,928**	**-130**	**14,402**	**2,703**	**6,128**
기초현금	5,829	2,901	2,772	17,173	19,877
기말현금	2,901	2,772	17,173	19,877	26,004

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Per Share (원)					
EPS	9,854	10,893	9,853	11,055	13,289
BPS	170,304	185,424	194,812	205,450	217,848
DPS	500	800	800	800	800
Multiples (배)					
PER	12.9	7.7	9.4	8.4	7.0
PBR	0.7	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	5.8	4.5	3.7	3.5	2.9

Financial Ratio

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	23.8%	10.5%	-9.5%	12.2%	20.2%
EBITDA(발표기준) 증가율	14.7%	8.8%	-3.3%	-6.3%	-1.7%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	6.0%	6.5%	5.7%	6.0%	6.8%
ROE(지배순이익 기준)	6.3%	6.6%	5.5%	5.9%	6.7%
ROIC	5.7%	5.7%	5.8%	7.2%	8.4%
WACC	5.2%	4.6%	4.5%	4.8%	4.9%
안전성(%)					
부채비율	131.4%	130.6%	127.1%	117.2%	109.7%
순차입금비율	68.0%	70.3%	36.1%	24.8%	8.5%
이자보상배율	3.1	3.3	3.4	3.3	3.8

대한항공(003490.KS)

합병 이후 효율화 과정만 거쳐도 레벨업

매수(유지)

현재주가(11/26)	21,700원
목표주가(12M)	31,000원

분석의 기본 가정
- 2대 민항기 제조업체 생산성 정상화 가정
- 에너지 가격 안정화 가정

- **항공수요 양극화로 대한항공의 돈 벌 기회는 많음**

항공화물사업에 대한 화주들의 지불 수준이 높아짐. 항공화물사업과 여객사업을 동시에 진행하는 동사의 포트폴리오 전략에 유리. 장거리 프레스티지 좌석에 대한 고객 구매력 상승으로 yield가 크게 조정받지 않은 유일한 항공사로 거듭나

- **2026년 매출액과 영업이익 3.6%, 1.4% 증가 전망(별도 기준)**

매출액은 16조 6,376억원으로 전년대비 3.6% 증가, 영업이익은 1조 4,863억원으로 1.4% 증가 전망. 2025년 장거리 노선 이전효과도 사라지면서 재차 성장기대감을 가져볼 수 있음. 합병 이후 L/F 높은 노선으로 재편하는 과정에서도 신성장동력 기대 가능할 듯

- **매수 의견과 목표주가 31,000원 유지**

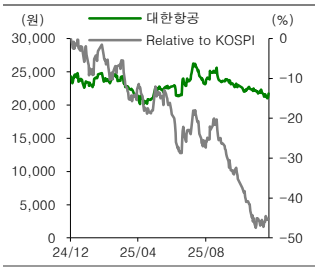
동사에 대한 투자의견 매수와 목표주가 31,000원을 유지함. 목표주가는 2026년 추정 순자산가치에 목표배수 1.0배를 적용하여 산정. 합병과정에서 구사할 수 있는 수익성 제고 전략이 많아 기업가치 전반적으로 레벨업 기대

Key Data	(기준일: 2025. 11. 26)
KOSPI(pt)	3960.87
KOSDAQ(pt)	877.32
액면가(원)	5,000
시가총액(억원)	79,904
발행주식수(천주)	369,331
평균거래량(3M,주)	1,245,057
평균거래대금(3M, 백만원)	28,129
52주 최고/최저	26,250 / 20,150
52주 일간Beta	0.7
배당수익률(25F,%)	3.5
외국인지분율(%)	15.0
주요주주 지분율(%)	
한진칼 외 22인	27.0
국민연금공단	9.0

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.1	-11.6	-4.8	-14.1
KOSPI대비상대수익률	-3.6	-29.0	-36.5	-45.3

Company vs KOSPI composite



결산기(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액(십억원)	14,575	16,117	16,058	16,638	17,108
영업이익(십억원)	1,587	1,903	1,466	1,486	1,904
세전손익(십억원)	1,302	1,670	1,493	1,522	1,999
지배순이익(십억원)	917	1,222	1,093	1,114	1,463
EPS(원)	2,482	3,310	2,960	3,017	3,961
증감율(%)	-49.8	33.3	-10.6	1.9	31.3
ROE(%)	9.7	12.2	10.1	9.7	11.9
PER(배)	9.6	6.8	7.3	7.2	5.5
PBR(배)	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	4.4	4.6	7.0	6.9	5.6

대한항공(003490.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**145,751**	**161,166**	**160,583**	**166,376**	**171,077**
증가율(%)	8.7	10.6	-0.4	3.6	2.8
매출원가	**116,640**	**127,550**	**130,133**	**134,875**	**134,928**
원가율(%)	80.0	79.1	81.0	81.1	78.9
매출총이익	**29,111**	**33,616**	**30,450**	**31,501**	**36,149**
매출총이익률(%)	20.0	20.9	19.0	18.9	21.1
판매비와 관리비 등	**13,242**	**14,583**	**15,791**	**16,638**	**17,108**
판관비율(%)	9.1	9.0	9.8	10.0	10.0
영업이익	**15,869**	**19,034**	**14,659**	**14,863**	**19,041**
증가율(%)	-45.0	19.9	-23.0	1.4	28.1
영업이익률(%)	10.9	11.8	9.1	8.9	11.1
EBITDA	**31,164**	**35,160**	**24,795**	**26,005**	**30,481**
EBITDA마진(%)	21.4	21.8	15.4	15.6	17.8
순금융손익	**-852**	**783**	**1,305**	**1,387**	**1,975**
이자손익	-1,629	-2,080	-1,782	-1,699	-1,111
외화관련손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	**-1,993**	**-3,118**	**-1,031**	**-1,031**	**-1,031**
종속및관계기업 관련손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
법인세차감전계속사업이익	**13,025**	**16,699**	**14,932**	**15,219**	**19,986**
계속사업손익법인세비용	**3,857**	**4,474**	**4,001**	**4,078**	**5,355**
세후중단사업손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
당기순이익	**9,168**	**12,225**	**10,931**	**11,141**	**14,630**
증가율(%)	-48.5	33.3	-10.6	1.9	31.3
순이익률(%)	6.3	7.6	6.8	6.7	8.6
지배주주지분 당기순이익	9,168	12,225	10,931	11,141	14,630
증가율(%)	-48.5	33.3	-10.6	1.9	31.3
기타포괄이익	**-1,905**	**-1,803**	**-1,493**	**-1,493**	**-1,493**
총포괄이익	**7,263**	**10,421**	**9,439**	**9,649**	**13,138**

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	**78,367**	**79,045**	**99,073**	**116,167**	**137,085**
현금및현금성자산	4,228	11,029	29,264	43,120	60,789
매출채권 및 기타채권	10,847	11,805	11,784	12,252	12,667
재고자산	8,322	9,305	8,781	9,098	9,355
비유동자산	**213,905**	**256,678**	**279,542**	**291,400**	**291,960**
유형자산	164,402	189,101	216,263	228,376	229,154
무형자산	2,158	2,060	1,762	1,507	1,289
투자자산	26,122	49,329	45,329	45,329	45,329
기타 금융업자산	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자산총계	**292,271**	**335,723**	**378,615**	**407,567**	**429,045**
유동부채	**90,832**	**110,592**	**111,816**	**112,890**	**114,000**
단기차입금	10,214	11,370	11,370	11,370	11,370
매입채무및기타채무	16,433	20,816	22,040	23,114	24,225
유동성장기부채	26,916	38,108	38,108	38,108	38,108
비유동부채	**104,691**	**120,732**	**155,732**	**176,732**	**186,732**
사채	18,468	14,761	14,761	14,761	14,761
장기차입금	14,781	18,181	18,181	18,181	18,181
기타 금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**195,523**	**231,324**	**267,548**	**289,622**	**300,732**
지배주주지분	**96,748**	**104,399**	**111,067**	**117,945**	**128,313**
자본금	18,467	18,467	18,467	18,467	18,467
자본잉여금	40,997	40,997	40,997	40,997	40,997
기타포괄이익누계액	8,477	7,978	6,486	4,993	3,501
이익잉여금	28,807	36,956	45,117	53,488	65,348
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**96,748**	**104,399**	**111,067**	**117,945**	**128,313**
총차입금	**104,273**	**127,721**	**162,721**	**183,721**	**193,721**
순차입금	**48,076**	**78,973**	**93,833**	**99,004**	**89,264**

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	**37,298**	**41,602**	**22,377**	**22,092**	**26,003**
당기순이익	**9,168**	**12,225**	**10,931**	**11,141**	**14,630**
현금유출이없는비용및수익	**24,744**	**25,920**	**15,919**	**16,919**	**17,906**
유형자산감가상각비	15,019	15,829	9,838	10,887	11,222
무형자산상각비	277	298	298	255	218
영업활동관련자산부채변동	**8,667**	**3,827**	**1,310**	**-191**	**-67**
매출채권의감소(증가)	873	-612	21	-467	-415
재고자산의감소(증가)	-1,134	-1,027	524	-317	-257
매입채무의증가(감소)	941	-331	1,224	1,074	1,110
투자활동으로인한현금흐름	**-22,504**	**-20,574**	**-18,479**	**-8,573**	**2,328**
투자자산의 감소(증가)	899	-23,207	4,000	0	0
유형자산의 감소	37	163	0	0	0
CAPEX	-18,754	-28,268	-37,000	-23,000	-12,000
단기금융자산의감소(증가)	-3,753	14,249	-1,879	-1,973	-2,072
재무활동으로인한현금흐름	**-18,749**	**-14,872**	**-7,906**	**-7,906**	**-7,906**
장기차입금의증가(감소)	6,832	12,281	0	0	0
사채의증가(감소)	7,675	9,964	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
기타현금흐름	**14**	**645**	**22,244**	**8,244**	**-2,756**
현금의 증가	**-3,940**	**6,801**	**18,235**	**13,856**	**17,669**
기초현금	8,169	4,228	11,029	29,264	43,120
기말현금	4,228	11,029	29,264	43,120	60,789

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Per Share (원)					
EPS	2,482	3,310	2,960	3,017	3,961
BPS	26,196	28,267	30,072	31,935	34,742
DPS	750	750	750	750	750
Multiples (배)					
PER	9.6	6.8	7.3	7.2	5.5
PBR	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	4.4	4.6	7.0	6.9	5.6

Financial Ratio

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	-49.8%	33.3%	-10.6%	1.9%	31.3%
EBITDA(발표기준) 증가율	-29.0%	12.8%	-29.5%	4.9%	17.2%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	9.7%	12.2%	10.1%	9.7%	11.9%
ROE(지배순이익 기준)	9.7%	12.2%	10.1%	9.7%	11.9%
ROIC	7.3%	8.6%	5.9%	5.4%	6.8%
WACC	4.8%	4.3%	3.7%	3.6%	3.5%
안전성(%)					
부채비율	202.1%	221.6%	240.9%	245.6%	234.4%
순차입금비율	49.7%	75.6%	84.5%	83.9%	69.6%
이자보상배율	3.3	3.9	3.0	2.7	3.3

제주항공(08959.KS)

저가항공사 생존전략을 고민할 때

중립(유지)

현재주가(11/26)	5,350원
적정주가(12M)	5,000원

분석의 기본 가정

- 2대 민항기 제조업체 생산성 정상화 가정
- 에너지 가격 안정화 가정

• 항공업계 항공기 도입 병목 없어지고 다시 경쟁 시작

보잉사의 항공기 제조 정상화로 인해 글로벌 항공사들의 기재도입 계획이 정상화될 것으로 예상 낮은 가격에 대한 경쟁을 하지 않고 수요를 확보하기 어려울 것으로 보임. 차별화 노선을 개발하기 어려운 점도 감안해야 함

• 2026년 지켜내기가 목표

매출액과 19% 증가, 영업이익은 소폭 흑자전환을 예상함. 영업외 비용으로 인해 순이익 달성은 어려울 것으로 보임. 기재도입 및 확장전략을 펼 수 있을지 불확실성이 남아있어 매출액 추정치에 대한 변동 여지도 남아있음. 대기업의 통합 LCC 구성 과정에서 많은 경쟁이 유발될 가능성이 높다고 판단

• 중립 의견 유지, 적정주가 5,000원으로 하향

동사에 대한 투자의견 중립을 유지하고, 적정주가를 5,000원으로 제시함. 적정주가는 2026년 추정 순자산가치에 목표배수 4.1배를 적용하여 산정. 팬데믹 이후 재무구조 불안정성이 잔존했던 시기의 평균배수를 적용

결산기(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액(십억원)	1,724	1,936	1,462	1,741	1,745
영업이익(십억원)	170	80	-192	13	-74
세전손익(십억원)	173	9	-171	-36	-129
지배순이익(십억원)	134	22	-154	-27	-97
EPS(원)	1,737	270	-1,907	-333	-1,202
증감율(%)	흑전	-84.5	적전	적지	적지
ROE(%)	44.9	6.8	-68.1	-24.3	-233.6
PER(배)	6.8	27.8	na	na	na
PBR(배)	3.0	1.9	3.3	4.5	-53.4
EV/EBITDA(배)	4.7	5.0	na	19.4	743.1

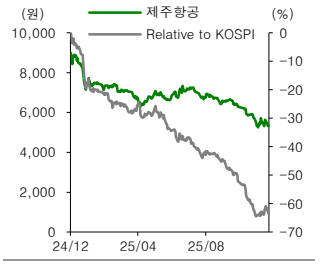
Key Data (기준일: 2025. 11. 26)

KOSPI(pt)	3960.87
KOSDAQ(pt)	877.32
액면가(원)	1,000
시가총액(억원)	4,314
발행주식수(천주)	80,641
평균거래량(3M,주)	90,142
평균거래대금(3M, 백만원)	531
52주 최고/최저	9,780 / 5,250
52주 일간Beta	0.3
배당수익률(25F,%)	0.0
외국인지분율(%)	2.5
주요주주 지분율(%)	
에이케이홀딩스 외 6인	53.6

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-9.3	-20.4	-20.0	-44.3
KOSPI대비상대수익률	-9.8	-36.1	-46.6	-64.6

Company vs KOSPI composite



제주항공(089590.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**17,240**	**19,358**	**14,623**	**17,411**	**17,446**
증가율(%)	145.4	12.3	-24.5	19.1	0.2
매출원가	**13,860**	**16,623**	**14,836**	**15,543**	**16,441**
원가율(%)	80.4	85.9	101.5	89.3	94.2
매출총이익	**3,380**	**2,735**	**-213**	**1,868**	**1,005**
매출총이익률(%)	19.6	14.1	-1.5	10.7	5.8
판매비와 관리비 등	**1,682**	**1,935**	**1,707**	**1,741**	**1,745**
판관비율(%)	9.8	10.0	11.7	10.0	10.0
영업이익	**1,698**	**799**	**-1,920**	**127**	**-740**
증가율(%)	흑전	-52.9	적전	흑전	적전
영업이익률(%)	9.8	4.1	-13.1	0.7	-4.2
EBITDA	**2,969**	**2,175**	**-1,039**	**674**	**20**
EBITDA마진(%)	17.2	11.2	-7.1	3.9	0.1
순금융손익	**-191**	**-151**	**-125**	**-399**	**-460**
이자손익	-224	-183	-341	-399	-460
외화관련손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	**219**	**-559**	**336**	**-86**	**-93**
종속및관계기업 관련손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
법인세차감전계속사업이익	**1,725**	**88**	**-1,709**	**-358**	**-1,292**
계속사업손익법인세비용	**382**	**-129**	**-171**	**-90**	**-323**
세후중단사업손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
당기순이익	**1,343**	**217**	**-1,538**	**-269**	**-969**
증가율(%)	흑전	-83.8	적전	적지	적지
순이익률(%)	7.8	1.1	-10.5	-1.5	-5.6
지배주주지분 당기순이익	1,343	217	-1,538	-269	-969
증가율(%)	흑전	-83.8	적전	적지	적지
기타포괄이익	**-251**	**-70**	**-70**	**-70**	**-70**
총포괄이익	**1,093**	**147**	**-1,608**	**-338**	**-1,039**

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	**5,075**	**4,731**	**6,461**	**5,621**	**4,619**
현금및현금성자산	2,118	1,898	3,592	2,354	832
매출채권 및 기타채권	1,233	1,819	1,947	2,113	2,191
재고자산	241	349	223	158	159
비유동자산	**14,734**	**15,254**	**15,984**	**16,402**	**16,838**
유형자산	5,789	6,640	6,196	6,653	7,105
무형자산	365	318	230	192	176
투자자산	22	22	22	22	22
기타 금융업자산	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자산총계	**19,809**	**19,985**	**22,445**	**22,023**	**21,457**
유동부채	**11,215**	**11,220**	**14,527**	**14,135**	**14,517**
단기차입금	1,956	2,651	4,925	4,925	4,925
매입채무및기타채무	1,971	2,206	2,307	2,427	2,546
유동성장기부채	2,273	1,231	1,431	1,631	1,631
비유동부채	**5,482**	**5,524**	**6,645**	**6,954**	**7,045**
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
기타 금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**16,697**	**16,744**	**21,172**	**21,089**	**21,561**
지배주주지분	**3,112**	**3,241**	**1,273**	**935**	**-105**
자본금	806	806	806	806	806
자본잉여금	5,979	1,211	1,211	1,211	1,211
기타포괄이익누계액	-14	-4	-74	-144	-214
이익잉여금	-3,995	892	-646	-915	-1,884
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**3,112**	**3,241**	**1,273**	**935**	**-105**
총차입금	**7,848**	**7,070**	**11,044**	**11,244**	**11,244**
순차입금	**4,552**	**4,919**	**7,335**	**8,767**	**10,284**

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	**3,882**	**1,633**	**-253**	**-397**	**-251**
당기순이익	**1,343**	**217**	**-1,538**	**-269**	**-969**
현금유출이없는비용및수익	**2,449**	**2,998**	**1,031**	**856**	**896**
유형자산감가상각비	1,183	1,288	794	509	743
무형자산상각비	88	88	88	38	17
영업활동관련자산부채변동	**323**	**-1,303**	**423**	**-675**	**-42**
매출채권의감소(증가)	-757	-859	-129	-166	-78
재고자산의감소(증가)	-70	-108	126	65	0
매입채무의증가(감소)	563	234	100	120	120
투자활동으로인한현금흐름	**-772**	**-217**	**-301**	**-936**	**-1,167**
투자자산의 감소(증가)	84	-1	0	0	0
유형자산의 감소	734	0	0	0	0
CAPEX	-2,473	-1,197	-350	-965	-1,195
단기금융자산의감소(증가)	-1,016	933	14	-6	-6
재무활동으로인한현금흐름	**-2,983**	**-1,650**	**1,370**	**-904**	**-1,104**
장기차입금의증가(감소)	-666	-527	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
기타현금흐름	**-12**	**14**	**878**	**1,000**	**1,000**
현금의 증가	**115**	**-220**	**1,693**	**-1,238**	**-1,523**
기초현금	2,003	2,118	1,898	3,592	2,354
기말현금	2,118	1,898	3,592	2,354	832

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Per Share (원)					
EPS	1,737	270	-1,907	-333	-1,202
BPS	3,889	4,048	1,608	1,188	-100
DPS	0	0	0	0	0
Multiples (배)					
PER	6.8	27.8	na	na	na
PBR	3.0	1.9	3.3	4.5	na
EV/EBITDA	4.7	5.0	-11.2	19.4	743.1

Financial Ratio

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	흑전	-84.5%	적전	적지	적지
EBITDA(발표기준) 증가율	-697.4%	-26.7%	-147.8%	-164.9%	-97.0%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	44.9%	6.8%	-68.1%	-24.3%	-233.6%
ROE(지배순이익 기준)	44.9%	6.8%	-68.1%	-24.3%	-233.6%
ROIC	24.8%	7.6%	-21.0%	1.1%	-5.6%
WACC	5.1%	8.8%	4.7%	4.2%	4.2%
안전성(%)					
부채비율	536.5%	516.7%	1663.0%	2256.3%	-20612.5%
순차입금비율	146.3%	151.8%	576.2%	937.6%	-9794.3%
이자보상배율	4.7	2.6	-3.9	0.3	-1.5

Compliance Notice

■ **투자등급**

종목 **매수** : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우
중립 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비±10% 이내의 등락이 예상되는 경우
매도 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우

산업 **비중확대** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천
중 립 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천
비중축소 :향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자 참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 본 자료의 괴리율은 감자 등 주가에 영향을 미치는 사건을 반영하여 계산하였습니다.

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

[당사의 투자의견 비율 고지]

당사의 투자의견 비율			
기준일(20250930)	매수 : 87.41%	중립 : 11.89%	매도 : 0.7%

[당사와의 이해관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자)	시장조성자			1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증	자사주신탁 계약
	ELW	주식	주식선물	주식옵션				
CJ대한통운	-	-	-	-	-	-	-	-
대한항공	-	-	-	-	-	-	-	-
제주항공	-	-	-	-	-	-	-	-
현대글로비스	-	-	-	-	-	-	-	-
HMM	-	-	-	-	-	-	-	-
팬오션	-	-	-	-	-	-	-	-

CJ대한통운 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가	최고(저) 주가
2025-11-27	매수	120000		
2025-05-29	매수	120000		
2024-02-14	매수	190000	-47.67	-26.68

대한항공 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가	최고(저) 주가
2025-11-27	매수	31000		
2024-11-07	매수	31000	-25.02	-15.32

제주항공 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가	최고(저) 주가
2025-11-27	중립	5000		
2024-08-07	중립	9000	-13.33	8.78

현대글로비스 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가	최고(저) 주가
2025-11-27	매수	220000		
2025-05-29	매수	140000	12.76	35.79
2024-08-14	매수	160000	-25.03	-6.62
2024-07-11	매수	300000	-61.05	-57.47

[2024년08월02일]1:1 무상증자

HMM : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가	최고(저) 주가
2025-11-27	매수	28000		
2025-05-29	매수	28000		
2025-01-31	매수	22000	-9.92	4.32
2024-08-14	중립	17000	4.68	-7.35
2024-02-15	중립	16000	7.75	-9.06
2023-12-21	매도	15000	30.71	18.33

팬오션 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가	최고(저) 주가
2025-11-27	매수	6000		
2025-08-04	매수	6000		
2025-05-29	매수	4700	-15.81	-8.62
2024-08-14	매수	5000	-29.62	-19.70
2024-02-15	매수	6500	-35.72	-24.77