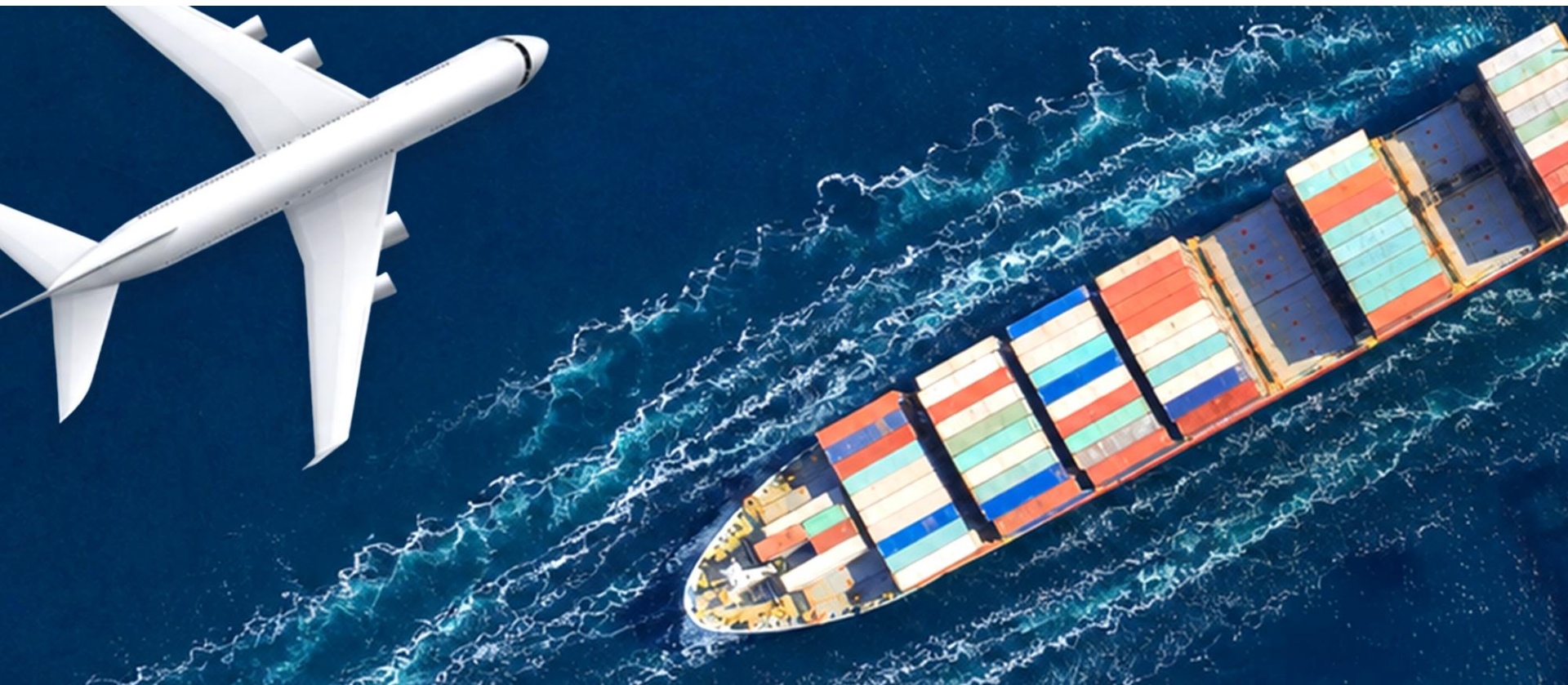


# 운송플랫폼 (비중확대/유지)

## 강자의 조건

류제현 [jay.ryu@miraeasset.com](mailto:jay.ryu@miraeasset.com)



# CONTENTS

[요약] 강자의 조건: 끊임없는 혁신	03p
I. 사이클 & Valuation	04p
II. 항공	07p
III. 해운	20p
IV. 물류	34p
종목 분석	45p
대한항공 (003490) – Top picks	
팬오션 (028670) – Top picks	
현대글로벌비스 (086280) – 관심종목	

# [요약] 강자의 조건: 끊임없는 혁신

## 구조적 변화에 집중

### 01 사이클

- 모멘텀: 느리지만 꾸준한 반등 → 밸류에이션 반등의 실마리
- 어닝: 확실해진 저점 2Q26 이후 반등 가능성 높아
- 불확실성을 넘는 하반기: 2025년 관세/항만 수수료, 2026년 중동 전쟁
- 인플레이션은 남는다: 극한의 환경 속 살아남는 방법 - 끊임 없는 혁신이 필요
- 밸류에이션은 걱정없다: PBR 1배 이하 업종에 주목

### 02 섹터별 전망

- 항공, 해운에 대한 관심 필요: 이미 도는 항공 화물, 벌크, 컨테이너
- 물류: CJ대한통운, 아직 남은 비용 부담: 하반기 반등 기대감은 유효
- 컨테이너: 불통의 시대, 과점의 시대: HMM의 경쟁력은 여전히 유지
- 벌크: 건화물에서 탱커(웻벌크)로 옮겨가는 관심: 리레이팅의 단초
- 항공: LCC에겐 극한 환경, FSC의 시대의 도래: 규모의 경제, 항공우주, 화물 반등

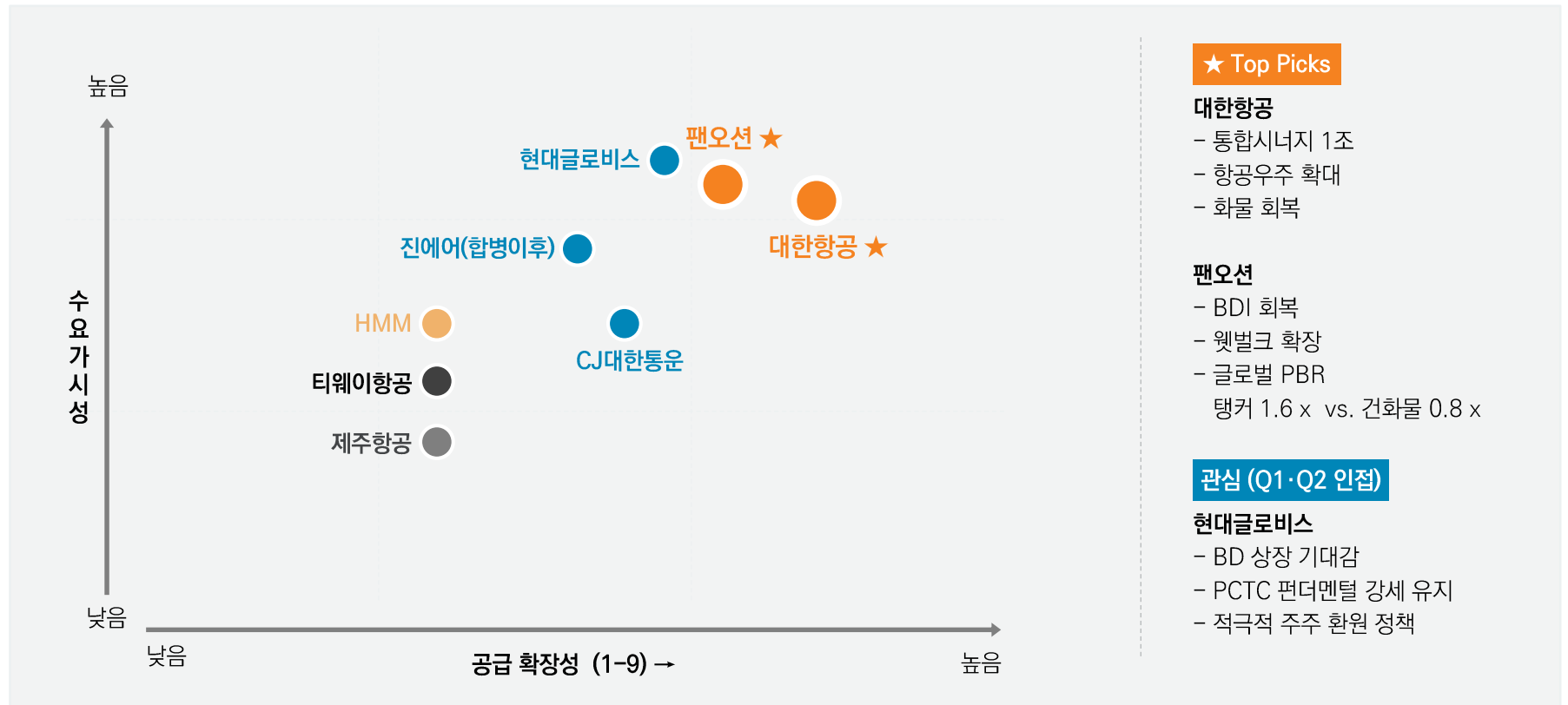
### 03 투자의견

- 탑픽: 대한항공, 팬오션 관심종목: 여전히 매력적인 현대글로벌비스
- 대한항공: 합병 이후 강해질 펀더멘털, 항공우주로 더해질 밸류에이션
- 팬오션: 이제는 더 이상 건화물만 볼 필요는 없다 - 탄탄한 수익성이 돋보일 때
- 현대글로벌비스: 로봇 모멘텀이 다는 아니다. 여전히 매력적인 PCTC 펀더멘털

# 2H26 Top Picks: 대한항공, 팬오션

## Top Picks

- 대한항공: 통합 시너지 효과에 대한 기대감, MRO, 화물 회복
- 팬오션: BDI 회복과 웨벌크 합장의 하모니
- 현대글로벌비스: 로봇틱스 기대감 상존 속 지속적인 펀더멘털



자료: 미래에셋증권 리서치센터

# 사이클 & Valuation

## 모멘텀 사이클: 버티는 사이클

- 중고선가 지표 황보 중인 가운데, 신조가 느리지만 건조한 반등 중
- 26년 5월 기준 22%선으로 반등한 중고선가 (vs. 25년 6월 2%)
- 하방압력은 강하다: 하반기 노력볼 운송업종의 반등 모멘텀

신조가 및 중고선가 YoY vs. MSCI WORLD MARINE PBR



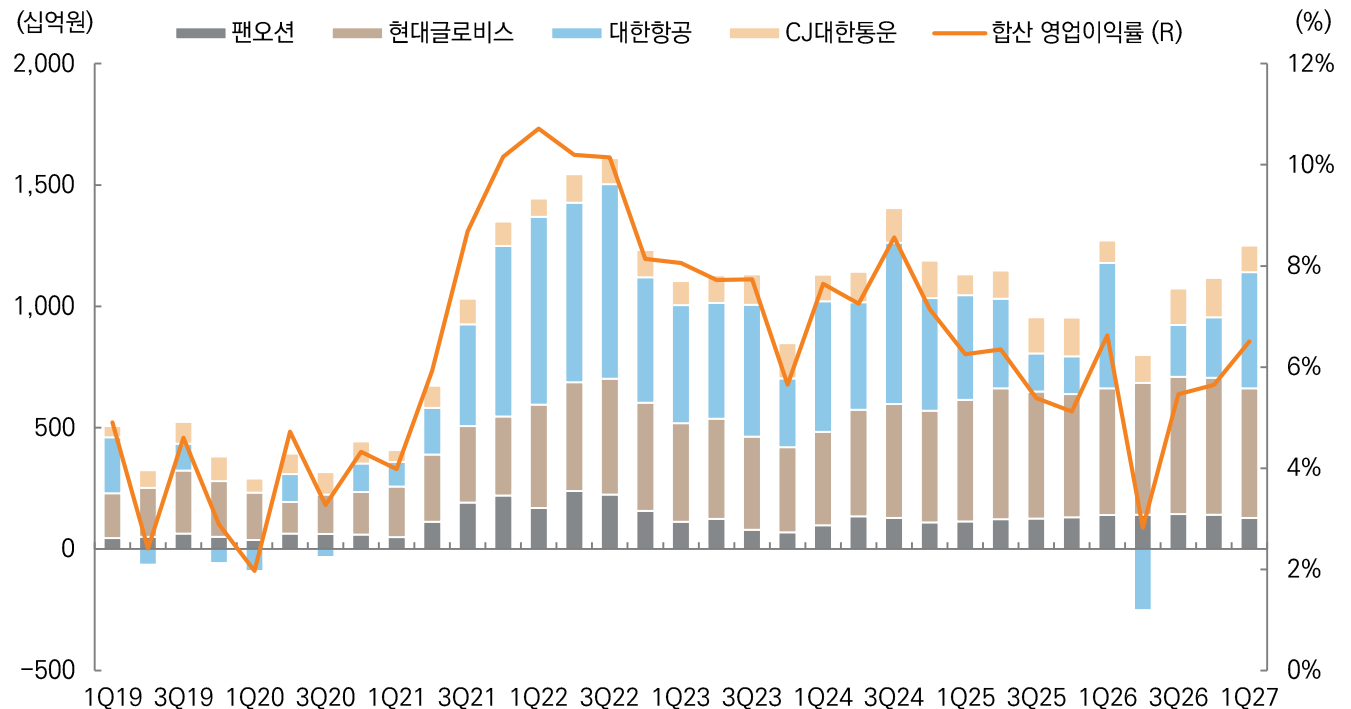
자료: Clarksons, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

# 사이클 & Valuation

## 어닝 사이클: 저점을 확인할 마진

- 주요 운송주 합산 영업이익은 2022년 피크 이후 하락, 2025년 재차 조정 후 2026년 중 저점 확인 전망
- 2Q26 합산 영업이익은 549억원까지 하락하나, 3Q26 1,074억원, 4Q26 1,117억원으로 회복 예상
- 항공·해운 운임 하락과 수요 둔화가 부담이나, 현대글로벌비스·팬오션 중심으로 이익 방어
- 합산 OPM은 2Q26 3%까지 낮아진 뒤 3Q26 5%, 4Q26 6%로 회복되며 마진 저점 통과 기대

주요 종목 합산 분기별 영업이익 추이(CJ대한통운, 현대글로벌비스, 팬오션, 대한항공)



주: 2Q26부터는 Fnguide 컨센서스  
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

# 부 | 항영



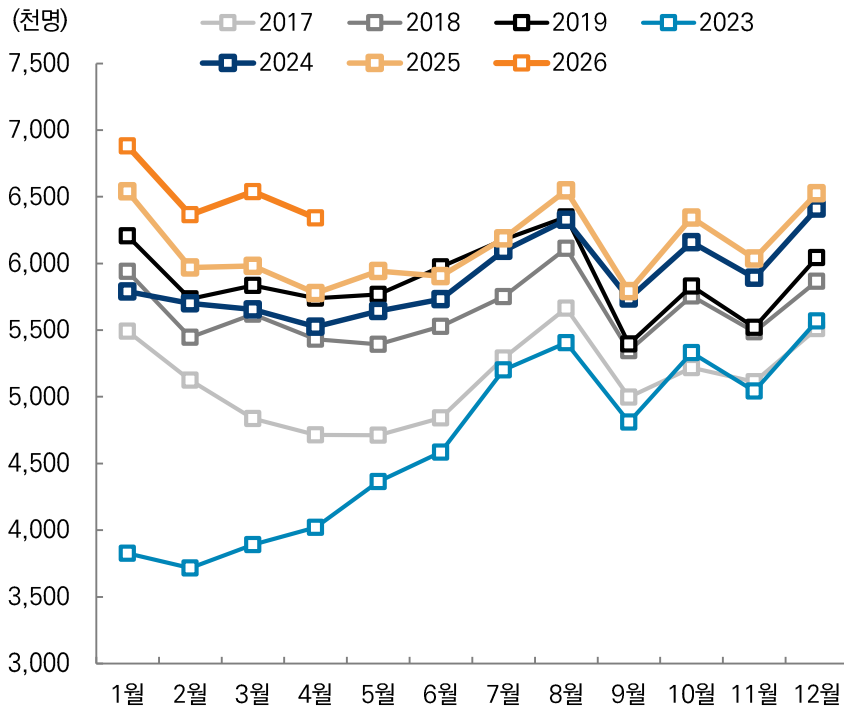
# 양극화 심화, LCC에게 도전적 환경

## 여객 수요

### : 환승 수요 호조

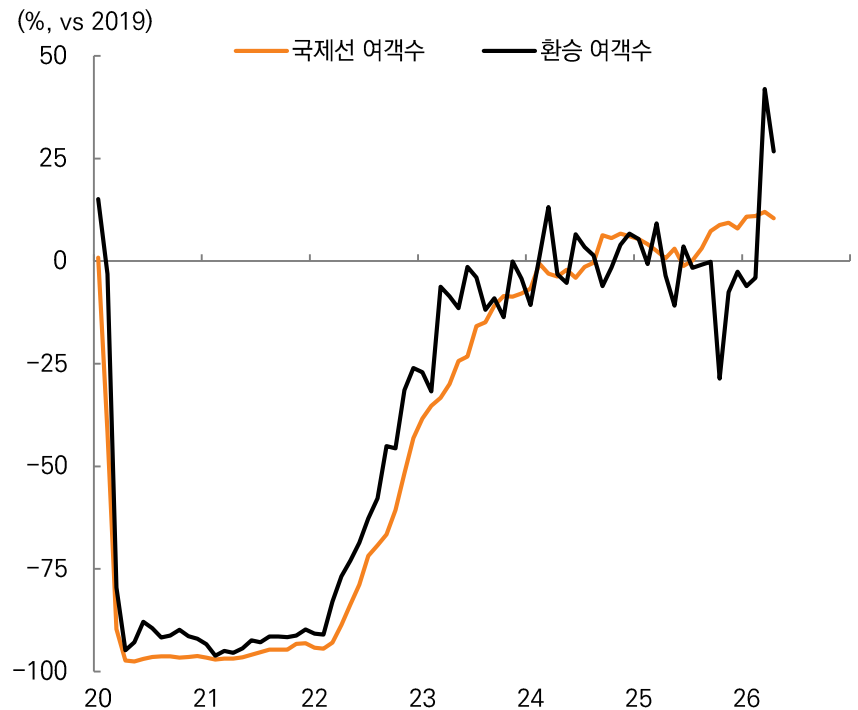
- 4월 인천공항 여객 9.7% YoY 증가한 638만 1천명 기록
- 환승 수요 호조 지속
- 비교적 호실적을 유지하고 있으나, 노선별 양극화는 불가피

인천공항 월간 국제선 여객 수송량 추이



자료: 인천국제공항, 미래에셋증권 리서치센터

인천공항 국제여객수 증감률 vs. 환승객 증감률



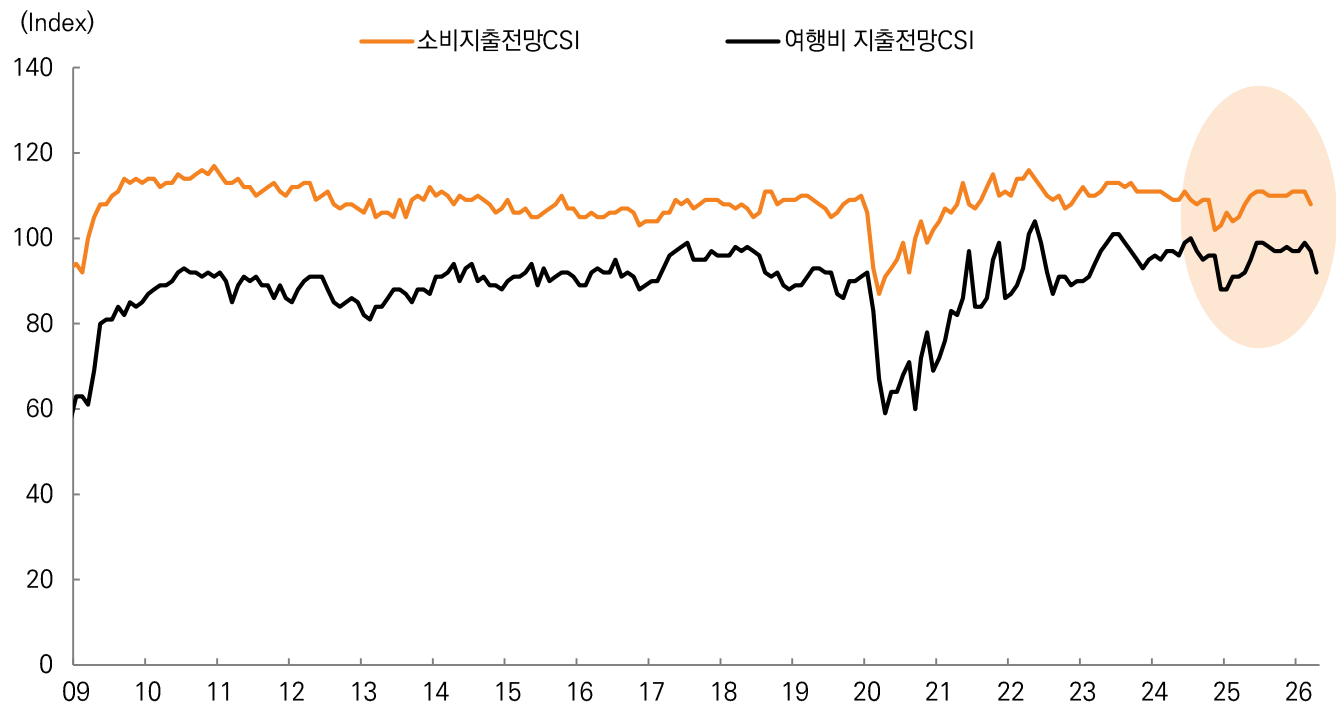
자료: 인천국제공항, 미래에셋증권 리서치센터

# 재차 둔화되는 여행심리

## 내수 소비 지출 전망 : 정체 후 점차 둔화

- 장기적으로 소비지출 지수와 동행하는 여행비 지출
- 24년 하반기 대내외 불확실성 고조로 크게 위축 → 25년 상반기 기존 수준 회복
- 최근(26년 4월) 지표 소비지출/여행비지출 각 108, 92로 단기 정체, 축소 국면

한국은행 CSI: 소비지출전망 및 여행비지출전망



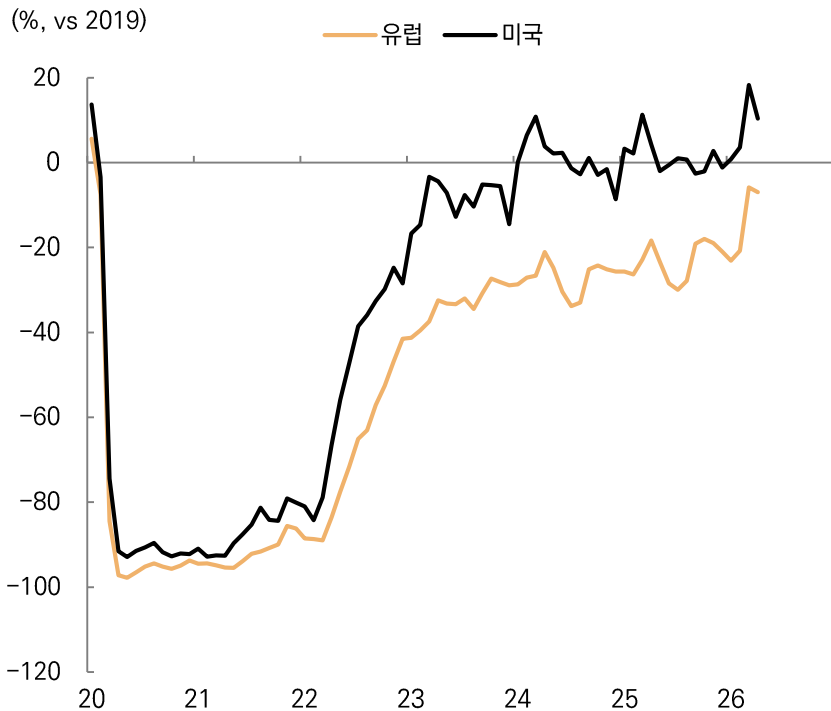
자료: 한국은행, 미래에셋증권 리서치센터

# 양극화 심화, LCC에게 도전적 환경

## 노선별 양극화

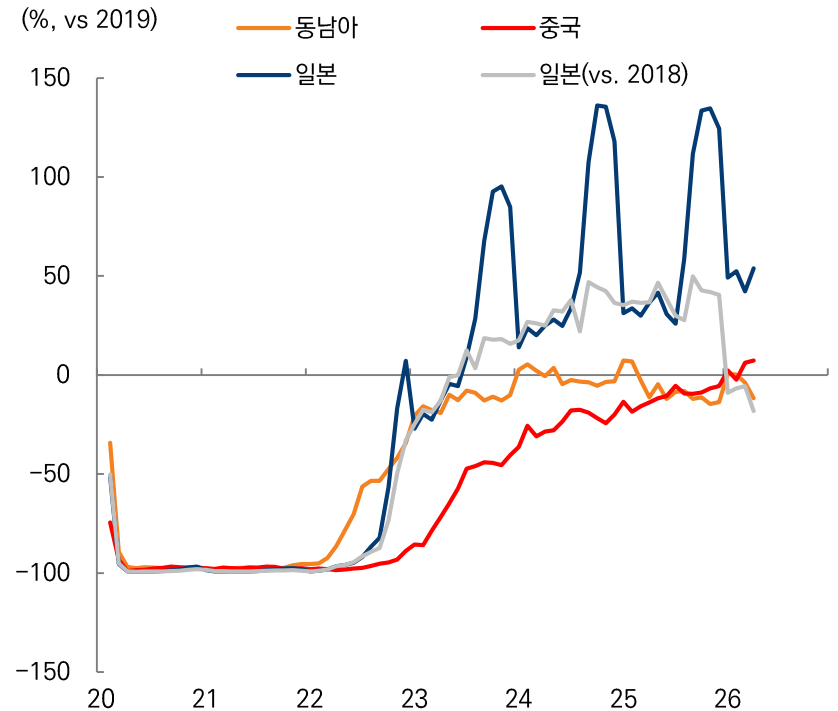
- 장거리 노선인 미주(5.9% YoY, 19년 대비 +10.4%)와 유럽(13.9% YoY)의 상승세
- 일본(53.9% YoY), 중국(7.3% YoY)의 호실적도 지속
- 동남아(-0.4% YoY)는 상대적으로 부진
- 5월 연휴 대기 수요, 지정학적 불안 등이 영향을 미친 것으로 보여
- 인바운드 수요 개선되고 있는 것으로 보이거나, 아웃바운드가 더 중요

인천공항 2019년 대비 장거리 여객 수송량



자료: 인천국제공항, 미래에셋증권 리서치센터

인천공항 2019년 대비 단거리 여객 수송량



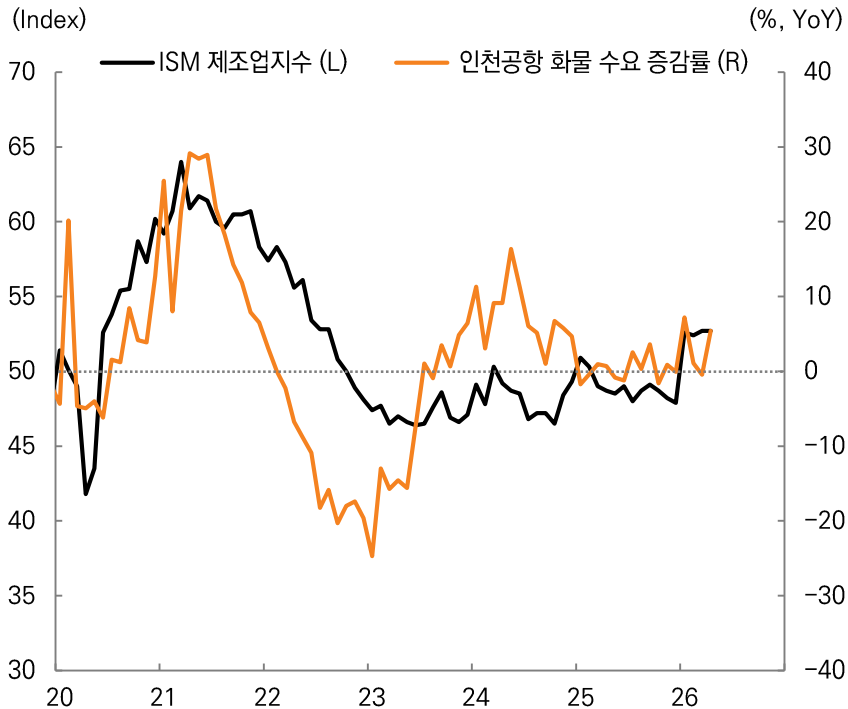
자료: 인천국제공항, 미래에셋증권 리서치센터

# FSC의 믿을 구석 - 화물의 반등

## 운임 회복 가시화

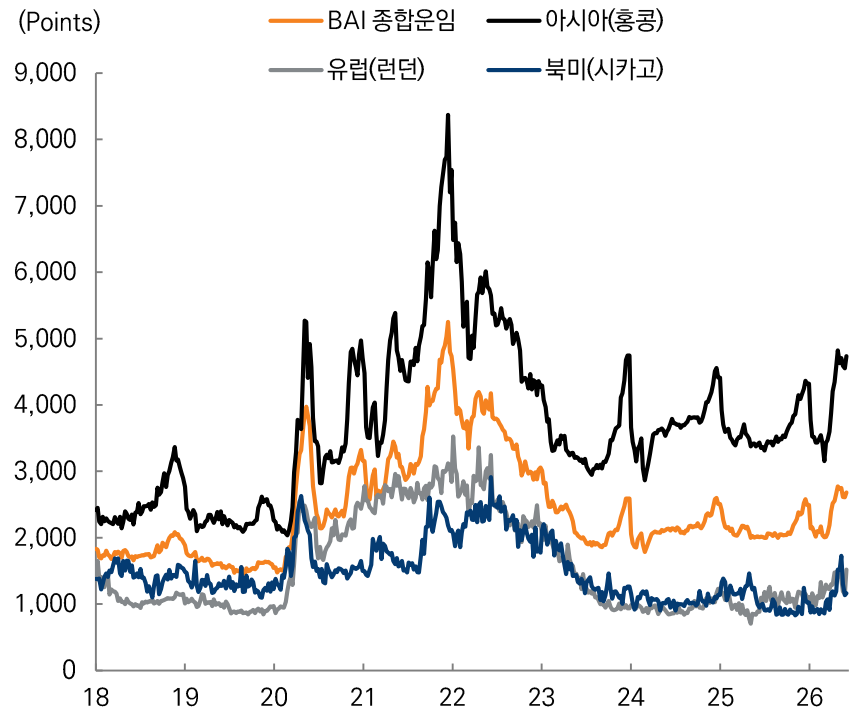
- 인천공항 기준 국제선 화물은 4월 5.4% 증가; 전월 -0.5%에서 반등
- 노선별로 미국(6.8%, 전월 -1.7%), 중국(2.0%, 전월 -5.1%) 이 돋보이며, 유럽(15.3%, 전월 8.3%) 또한 상승세 지속
- 운임 급등 후 소폭 하락; BAI 최근(6/1) 2,680pt로 +32.7% YoY, -2.1% MoM
  - 노선별로 미국(시카고 -23.4% MoM) 약세, 중국발(홍콩 2.2%, 상하이 -2.3%) 또한 상승폭 둔화

인천공항 화물 수요 증감률 vs. ISM 제조업지수 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

주간 BAI 항공화물 운임 추이



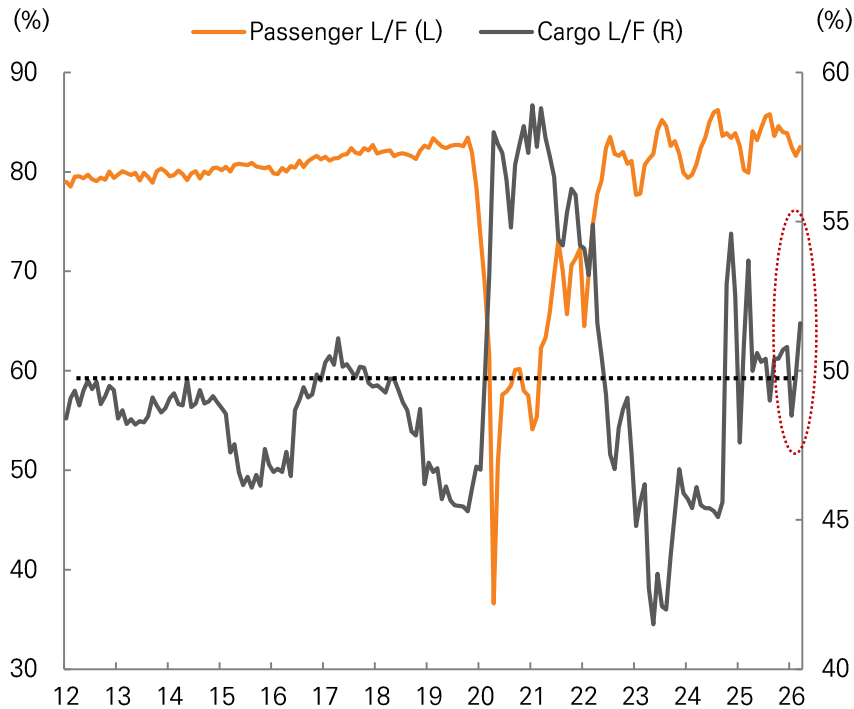
자료: TAC, 미래에셋증권 리서치센터

# FSC의 믿을 구석 - 화물의 반등

## 하방 경직성 기대

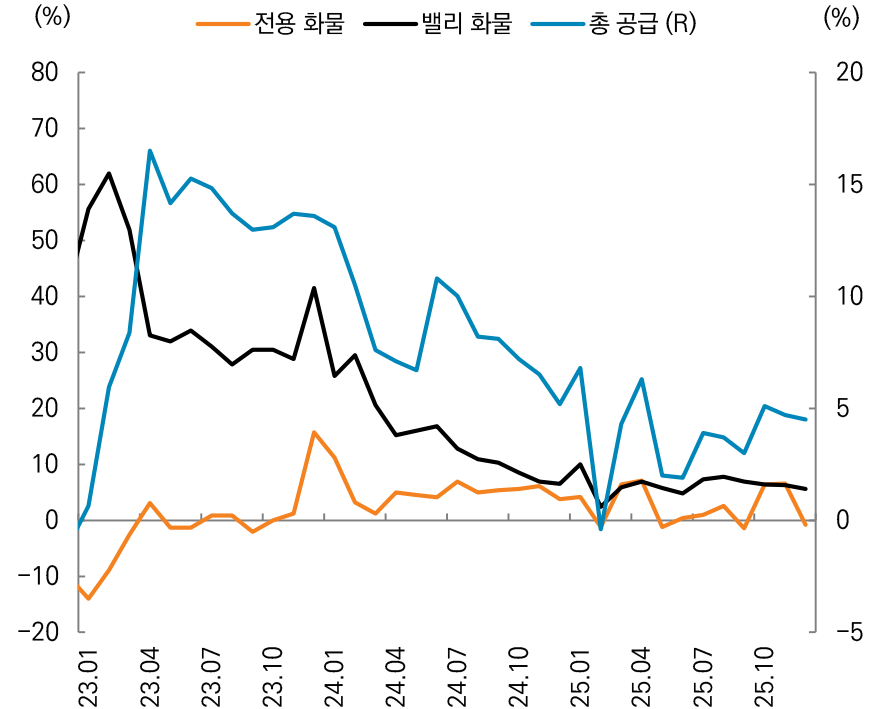
- 3월 글로벌 화물 CTK(-4.8% YoY)와 ACTK(-4.7% YoY)가 동반 감소하며 수급 균형은 유지
- 글로벌 CLF는 47.9%로 전년 대비 -0.1%p에 그쳐, 수요 둔화에도 적재율은 안정적
- 여객기 운항 정상화에 따른 벨리카고 증가세는 둔화, 전용화물 중심의 수급 조절이 운임 하방을 지지

글로벌 항공기 L/F indicator



자료: IATA, 미래에셋증권 리서치센터

화물 ACTK: 수송 수단별 전년동기대비 증감률



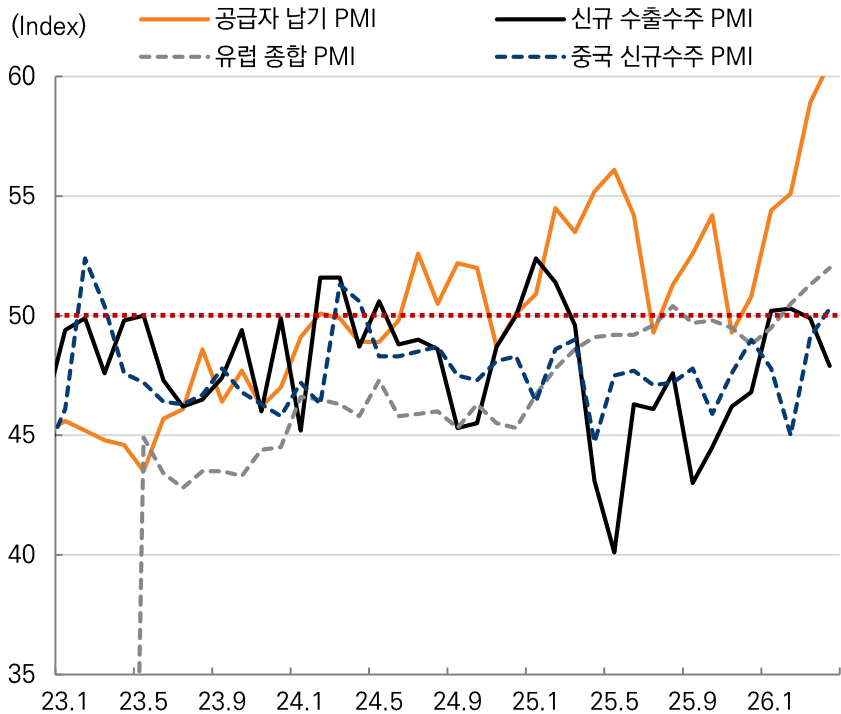
자료: IATA, 미래에셋증권 리서치센터

# 화물, 반도체가 이끈다

## 공급망 제약 속, 반도체 약진에 주목

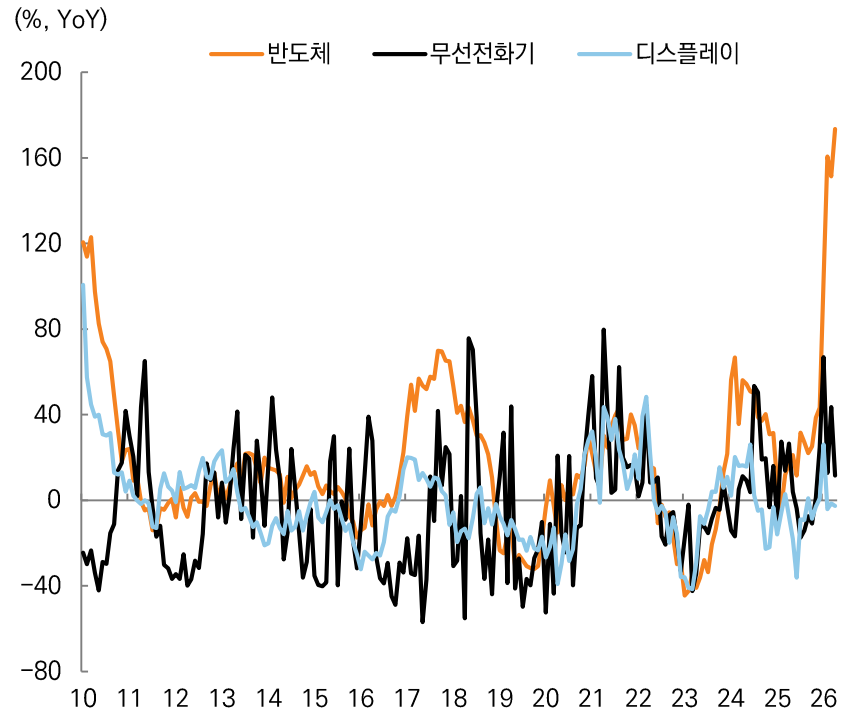
- 공급자 납기 PMI는 60.6까지 상승, 공급망 제약 재부각
- 유럽 종합 PMI와 중국 신규수출주문은 50선 회복, 글로벌 수요 저점 통과 시그널
- 신규 수출수주는 47.9, 하반기 재반등 가능

부문별 제조업 PMI 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

국내 IT제품 수출 전년동기대비 증감률



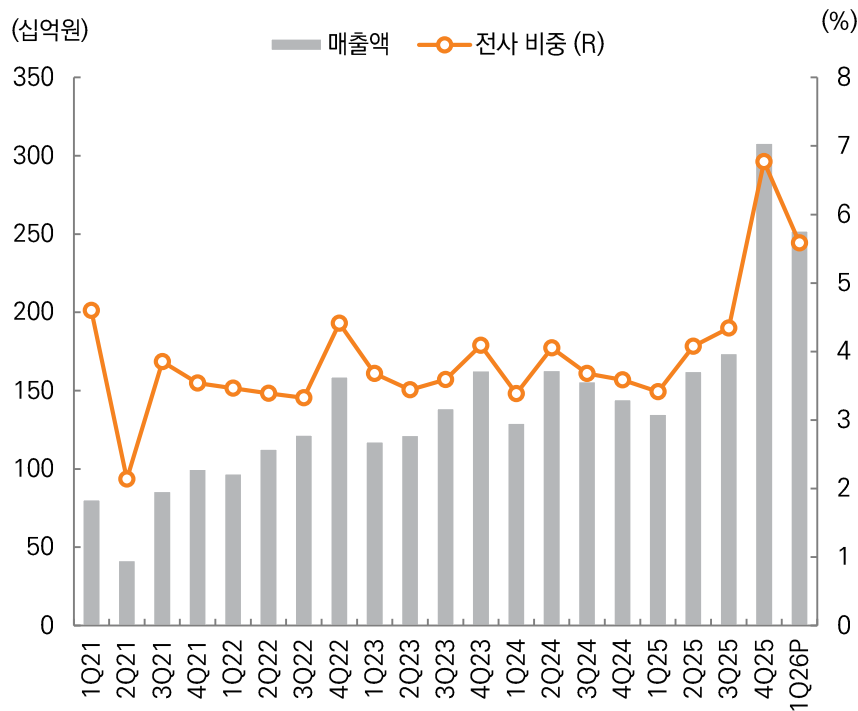
자료: 산업통상자원부, 미래에셋증권 리서치센터

# 대한항공: 방산, 밸류에이션 상승의 촉매

## 방산 MRO 수주잔고 확대

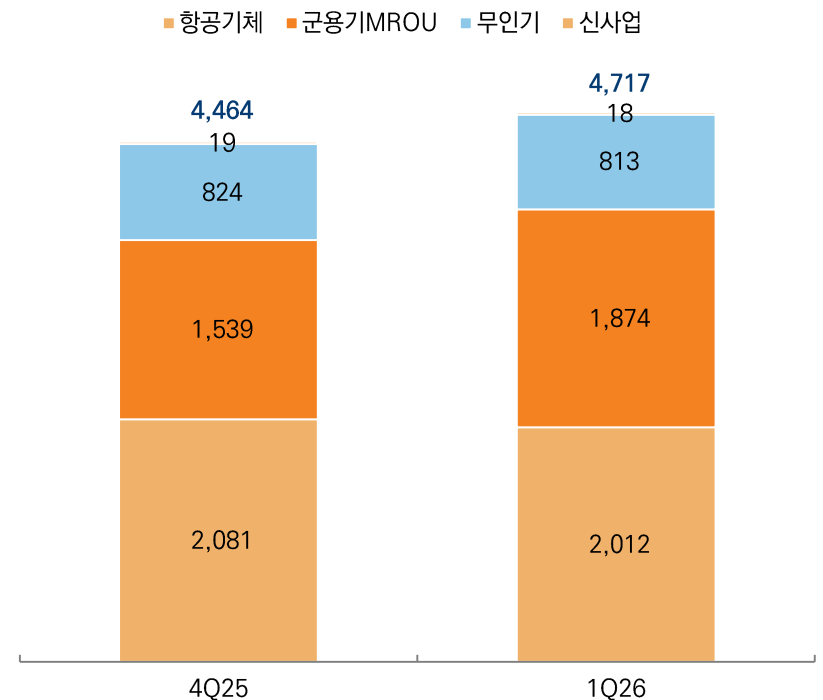
- 항공우주 매출은 1Q26 2,522억원으로 전년 대비 큰 폭 성장, 전사 매출 비중도 5.6% 수준 유지
- 4Q25 일회성 고점 이후에도 1Q26 매출은 2,500억원대를 기록하며 분기 매출 체력 확대 확인
- 항공우주 수주잔고는 4Q25 4.46조원에서 1Q26 4.72조원으로 증가
- 수주잔고 증가는 항공기체보다 군용기 MRO가 주도, 방산 중심 포트폴리오의 성장성 부각

대한항공 항공우주 매출액 및 전사 비중(분기)



자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

대한항공 항공우주 부문 수주잔고 추이



자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

# Game Changer: 통합 대한항공, 12월 17일 출범

## 메가 캐리어 탄생 공식화

- 대한항공과 아시아나항공은 5월 13일 각자 정기 이사회를 열고 통합 대한항공 정식 출범일자 확정
- 양사 이사회는 합병계약 체결 또한 공식 승인; 14일 합병 계약 정식 체결
- 합병 비율은 아시아나항공 보통주 1주당 대한항공 보통주 0.2736432주
- 향후 진에어, 에어부산, 에어서울 등 저비용항공사(LCC) 3사의 통합도 추진 예정

### 대한항공-아시아나항공 합병 주요 일지

일자	주요 내용
2019.04.15	금호아시아나그룹, 아시아나 항공 매각 결정
12.27	HDC현대산업개발, 금호산업과 주식매매계약 체결
2020.09.04	HDC현대산업개발, 금호산업 주식매매계약 해지 결정
11.16	산업은행, 대한항공-아시아나 통합 추진 결정
11.17	대한항공, 아시아나항공 신주인수계약 체결
2021.01.14	대한항공, 주요국에 기업결합 신고
12.29	공정거래위원회, 기업결합 조건부 승인
2022.11.15	미국, 기업결합 추가 심사 결정
2023.11.02	아시아나항공 이사회, 화물사업부 분리매각 가결
2024.11.28	EU, 기업결합 최종 승인
12.11	대한항공, 아시아나항공 신주 취득 후 자회사로 편입
2025.02.26	아시아나항공, 3조6000억원 정액자금 전액 상환 완료
8.1	아시아나항공, 화물기사업부 분할 후 에어인천 매각
2026.05.14	대한항공-아시아나항공 합병 계약 체결
12.16	대한항공-아시아나항공 합병
12.17	아시아나항공 품은 '통합 대한항공' 출범

자료: 언론 보도, 미래에셋증권 리서치센터

### 합병 주요 조건(위) 및 투자자 주요 체크포인트(아래)

국가	대상 노선
합병 방식	대한항공이 아시아나항공 흡수합병
존속/소멸회사	존속회사: 대한항공 / 소멸회사: 아시아나항공
합병 비율	아시아나항공 1주당 대한항공 0.2736432주
합병 신주	대한항공 보통주 20,337,721주 발행 예정
합병기일	2026년 12월 16일
등기예정일	2026년 12월 17일

구분	주요 내용
합병 목적	시너지 창출, 사업 경쟁력 강화, 경영 효율성 제고
주식매수청구권	아시아나항공 주당 7,030원
해제 조건	주식매수청구대금 1조원 초과 시 계약 해제 가능
구조개편	LCC 및 지원사업 부문 효율화 방안 검토
규제 절차	국토교통부 합병 인가 필요

자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

# Game Changer: 압도적 수치

- 노선·운임·수익성 구조 비교**
- 장거리 독점(미주·유럽·중동) + 화물 GSSA + 프리미엄 캐빈 → LCC 대체 불가 영역에서 고수익 유지
  - 아시아나 흡수 → 중거리 점유율 + 인천 슬롯 독점. LCC 단거리 침식을 구조적으로 보완
  - 일본·중국 단거리: LCC 운임의 1.8~2.0배 수준. 비즈 vs 레저 수요 분기점이 핵심 변수

노선 유형별 경쟁 강도 (★多 = 투입 규모 大)

노선 유형	거리	통합 KAL	합병 LCC	제주항공	경쟁강도
미주 (미국·캐나다)	11h+	★★★★	—	—	독점
유럽 (서·동유럽)	11h+	★★★★	—	—	독점
중동·오세아니아	8~12h	★★★★	—	—	독점
동남아 (방콕·싱가포르)	5~7h	★★★★	★★★☆	★★★☆	중
중국 (베이징·상하이)	2~4h	★★★☆	★★★★	★★★★	고
일본 (도쿄·오사카)	1.5~3h	★★★☆	★★★★	★★★★	고
국내선	<1.5h	★☆☆	★★★★	★★★★	LCC 우세

자료: 각 사, 항공포털, IATA 2024, OAG, 미래에셋증권 리서치센터

핵심 경쟁 지표 비교 (2026E)

지표	통합 KAL	합병 LCC	제주항공
ASK (억km)	138.5	285	195
국제선 Yield (원/km)	185	102	99
국내선 Yield (원/km)	125	105	105
CASK 연료제외 (원/km)	140	85	88
OPM (%)	11.2%	8.9%	6.1%
화물 매출 비중	35%	0%	0%
프리미엄 캐빈 비중	25%	0%	0%
Load Factor (%)	79.5%	80.7%	80.0%
FFP 규모 (만명)	3,200	550	480

자료: 각 사, 항공포털, IATA 2024, OAG, 미래에셋증권 리서치센터

# LCC 모델의 한계와 기회: 이기지 못한 비용 부담

## LCC가 가고, 운임은 오른다

- Spirit 케이스는 항공유 가격 급등이 직접 트리거였으나, 저운임 모델의 구조적 취약성이 누적된 결과
- 저비용 항공사는 운임 전가력이 제한적이어서 연료비·인건비·정비비 상승기에 수익성 방어가 어려움
- Spirit 퇴출은 저가 항공 공급 축소로 이어지며, 가격 민감 수요층의 선택지 감소와 운임 상승 압력으로 연결

### 저운임 모델의 비용 전가 한계



자료: Nola.com, 미래에셋증권 리서치센터

### 저가 항공 공급 축소: 제한적 저가 좌석 공급은 운임 상승으로

## Summer travelers who relied on Spirit Airlines may struggle to find budget alternatives

Days after [Spirit Airlines](#) shut down in the middle of the night, a lawyer for the defunct budget carrier stood before a bankruptcy judge and apologized to the price-conscious customers who might struggle to find affordable flights in its absence.

⋮

The uncertain outlook for economical air travel reflects how difficult it has become for low-cost, no-frills airlines to operate while squeezed by [volatile fuel prices](#), inflation and increasingly fierce competition. While budget airlines appeal to customers

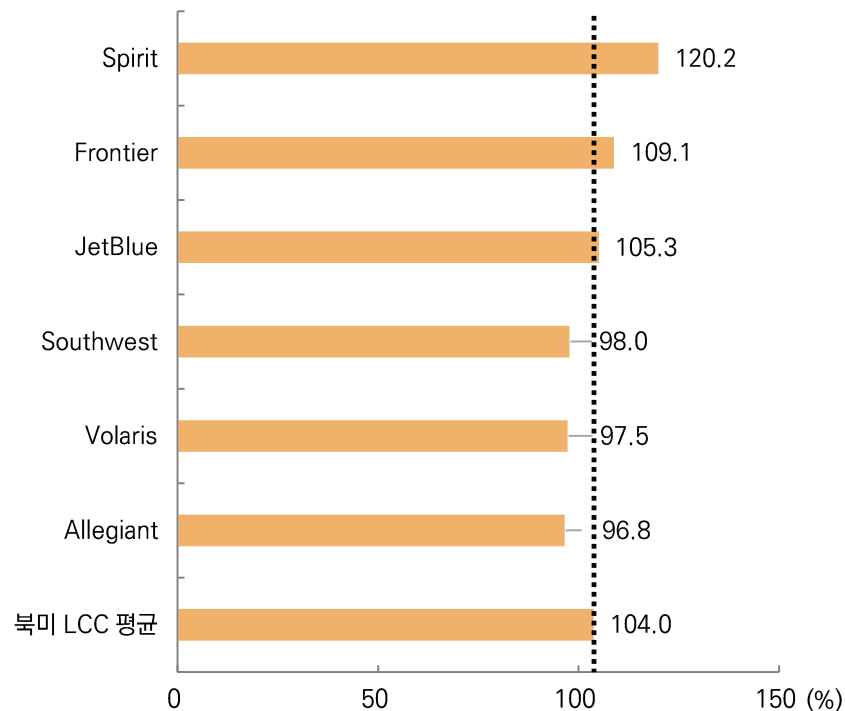
자료: AP, 미래에셋증권 리서치센터

# LCC 모델의 한계와 기회: 이기지 못한 비용 부담

## ULCC가 더 힘들다

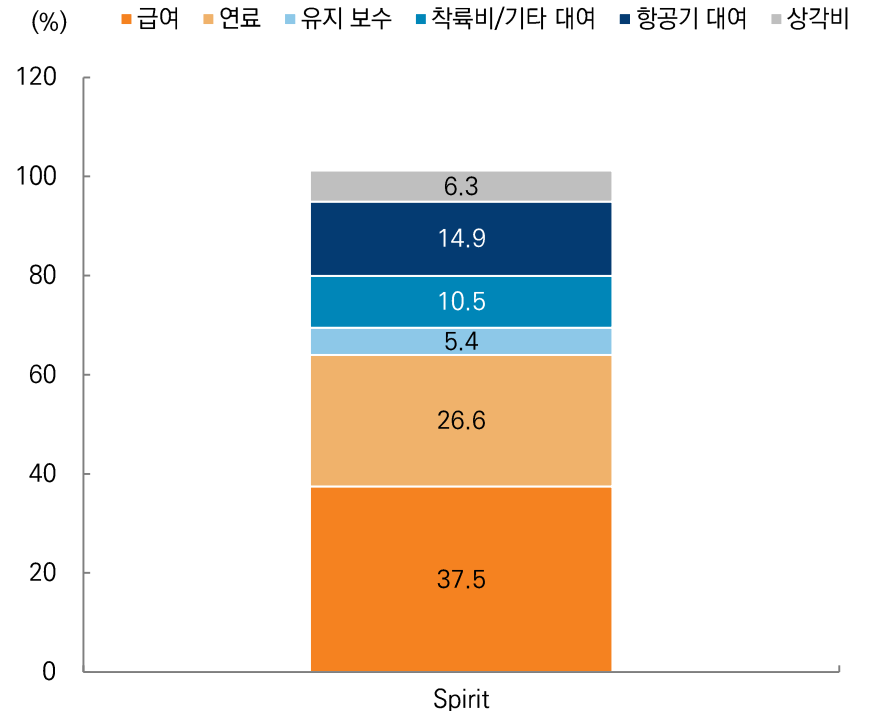
- Spirit은 최근 5개 분기 평균 기준 북미 LCC peer 대비 높은 총 영업비용/매출 비율을 기록
- 저운임 기반 ULCC 모델임에도 영업비용 비중이 100%를 상회하며 수익성 방어력 약화
- 비용 부담은 연료비 단일 요인이 아니라 임금·연료·항공기 대여료가 동시에 작용
- 주요 비용 항목 상승으로 비용 전가력이 낮은 ULCC 모델의 구조적 취약성 부각

최근 5개 분기 북미 LCC 비용 비교



주1: 총 영업비용/매출, 주2: 1Q25~1Q26 평균  
 자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Spirit 주요 비용 항목의 매출 대비 비중



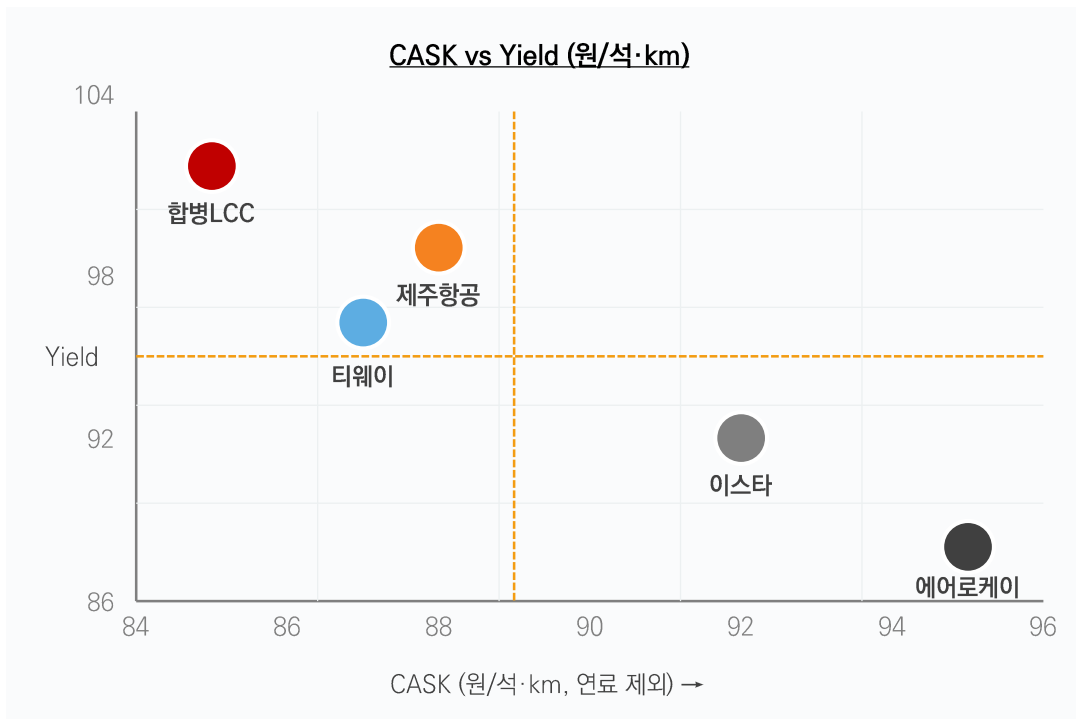
주1: 매출 대비 비중, 주2: 1Q25~3Q25 평균 기준  
 자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

# LCC 모델의 한계와 기회: 통합 LCC는?

## LCC도 경쟁력 확보

- CASK 우위 + OPM 9% 이상도 가능
- 합병 시너지가 가시화되면 LCC 섹터 PER 멀티플 자체가 재평가 가능

LCC 수익성 매트릭스 — CASK vs Yield



### 사분면 해석

#### 좌상 (우수)

합병LCC만 위치 - 비용효율 + 가격결정력 동반

#### 우상 (관찰음)

제주항공 - 가격은 받으나 비용 부담

#### 좌하 (위험)

현재 해당사 없음

#### 우하 (취약)

에어로케이·이스타 — 적자 구조 지속

자료: 각 사, 항공포털, IATA 2024, OAG, 미래에셋증권 리서치센터

III  
—  
해운



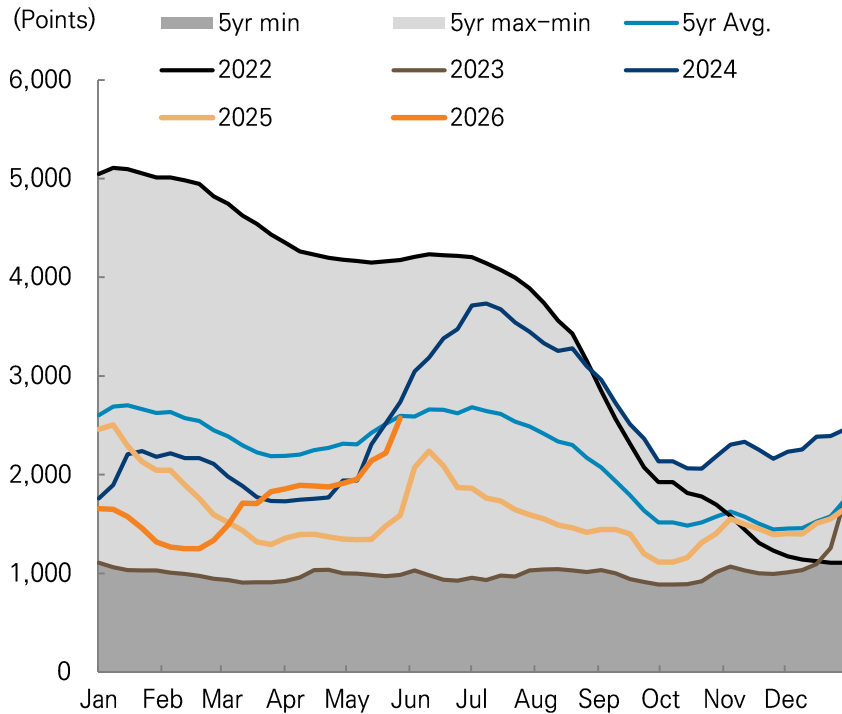
# 컨테이너: 선복 조절이 만든 운임 반등, 지속성은 물동량에 달려

## 운임 반등

### : 지속성은 물동량이 좌우

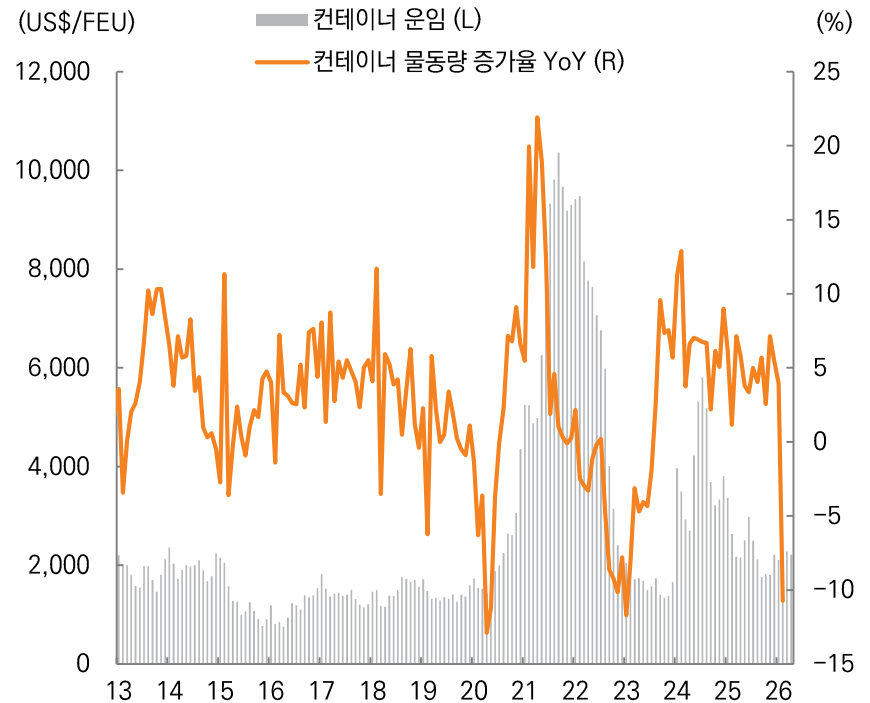
- 5월 말 SCFI 2,572pt로 반등, 4월 저점 대비 회복세 확인
- 아시아-유럽·태평양 항로 중심 운임 반등. GRI/PSS 및 선복 조절 효과 반영
- 다만 물동량 회복은 아직 제한적. 운임 반등의 지속성은 성수기 수요 확인 필요

SCFI 운임



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 컨테이너 물동량 vs. 운임



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

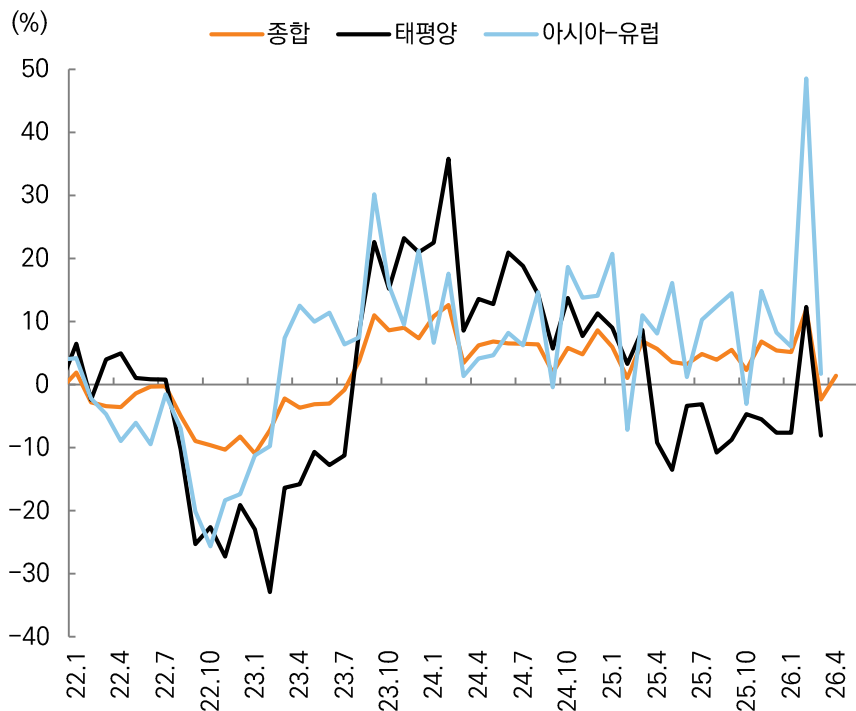
# 컨테이너: 불확실성에도 물동량 견조

## 물동량

### : 26년 성장률 견조

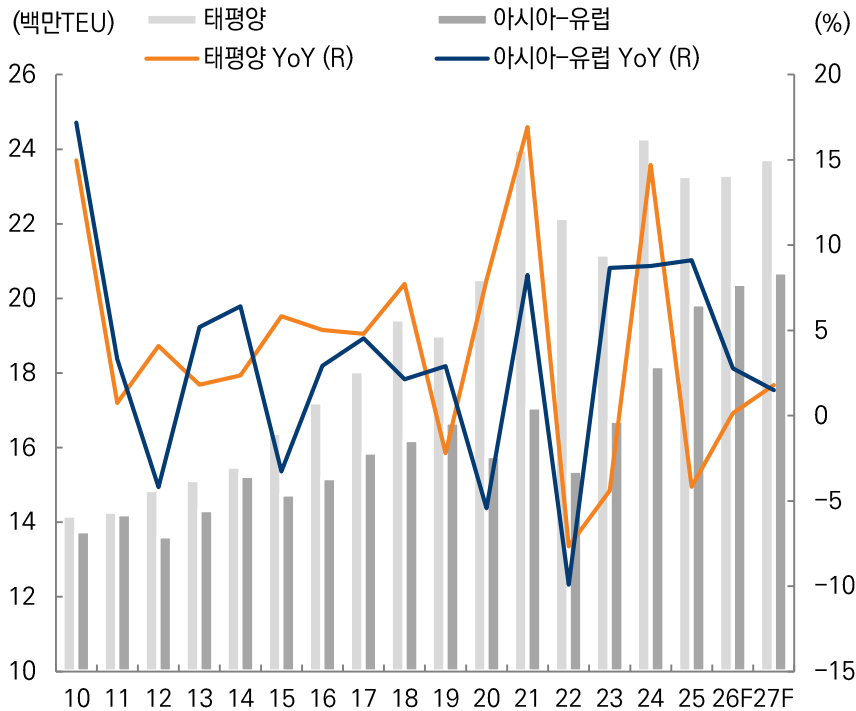
- 2025년 글로벌 컨테이너 물동량은 +8.4% YoY로 견조, 무역정책 불확실성에도 강한 회복세 시현
- 26년 들어 성장률은 둔화: 1월 +5.1%, 2월 +11.9%, 3월 -2.4%, 4월 +1.4% YoY로 변동성 확대
- 태평양 항로는 1월 -7.7%, 3월 -8.1% YoY로 부진한 반면, 아시아-유럽은 1월 +6.0%, 2월 +48.5% YoY로 상대적 강세
- 26~27년 글로벌 물동량 증가는 각각 +4.0%, +3.1%로 전망. 항로별 차별화와 재고조정 영향 지속

글로벌 컨테이너 물동량: 월간 노선별 증감률 추이



주: 태평양은 Eastbound 기준  
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 컨테이너 물동량: 연간 주요항로 총 수송량 및 전망치



주: 태평양은 Eastbound 기준  
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

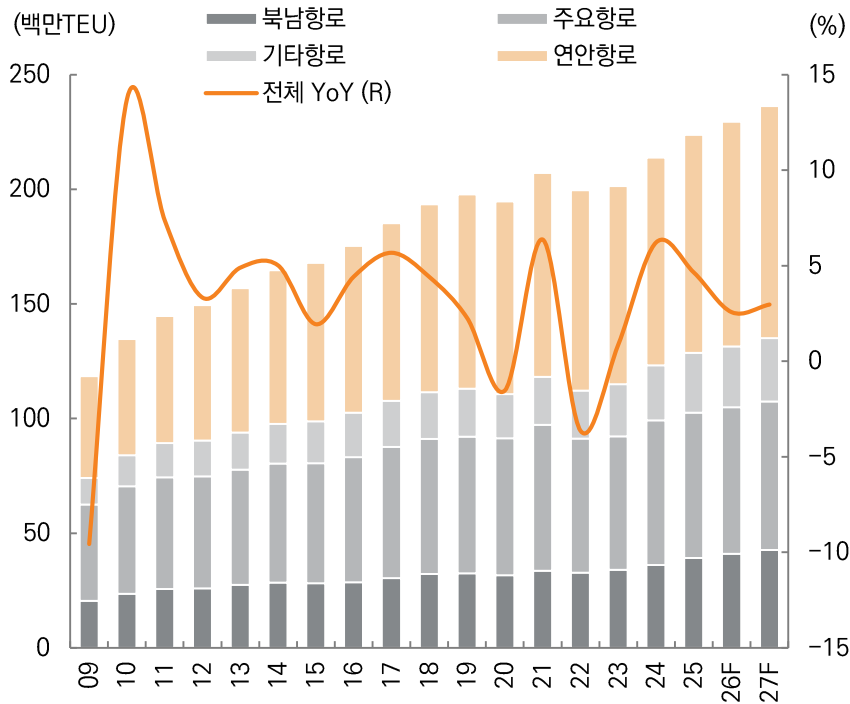
# 컨테이너: 미주 부진 지속, 27년 회복은 기타항로가 견인

## 주요기관 전망

### : 미주 부진, 기타항로 회복

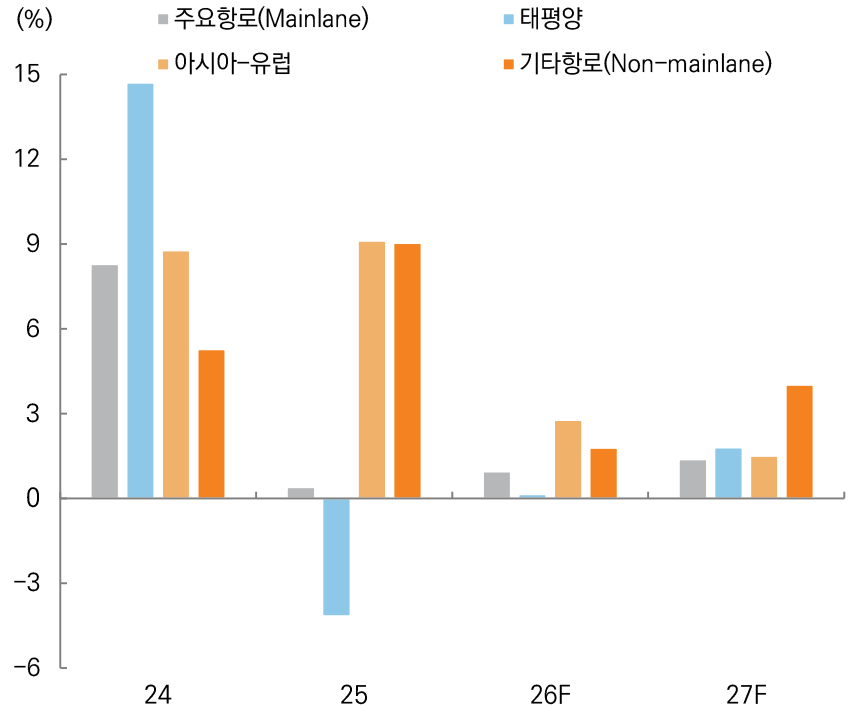
- 25년 태평양 항로는 -4.2%로 역성장, 아시아-유럽 및 기타항로가 수요 방어
- 26년 주요항로 성장률은 +0.9%에 그치며 미주 부진 여파 지속
- 27년 회복은 태평양보다 기타항로(+4.0%) 중심으로 전개
- 컨테이너 수요는 강한 V자 반등보다 비주요항로 중심의 완만한 회복 전망

컨테이너선 지역별 운송 수요 및 전체 증감률 전망



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

항로별 연간 물동량 증감률 전망치



주: 태평양은 Eastbound 기준  
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

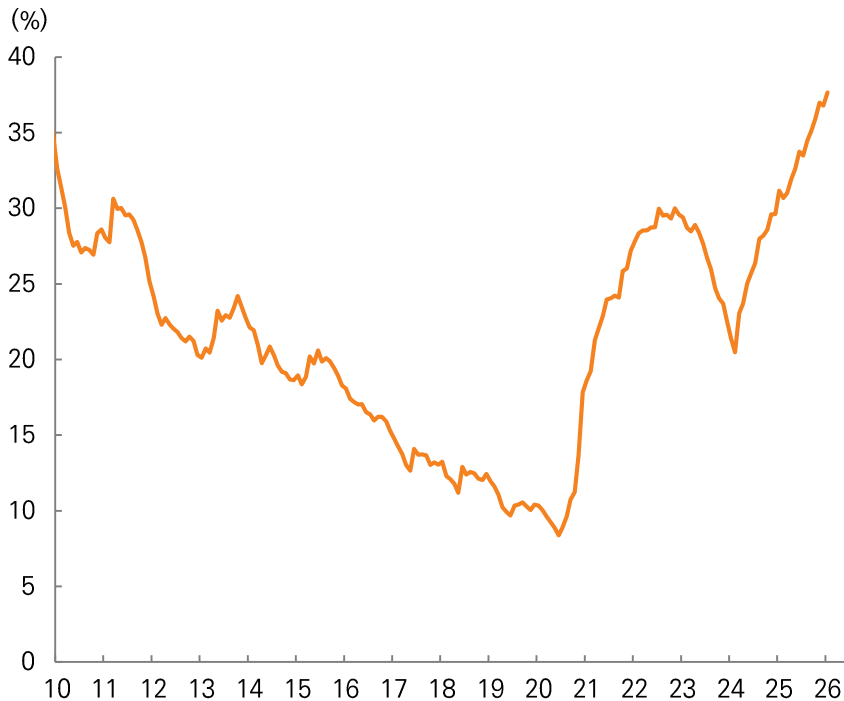
# 컨테이너: 신규발주는 둔화, 발주잔량 부담은 확대

## 공급

### : 신규발주 재개

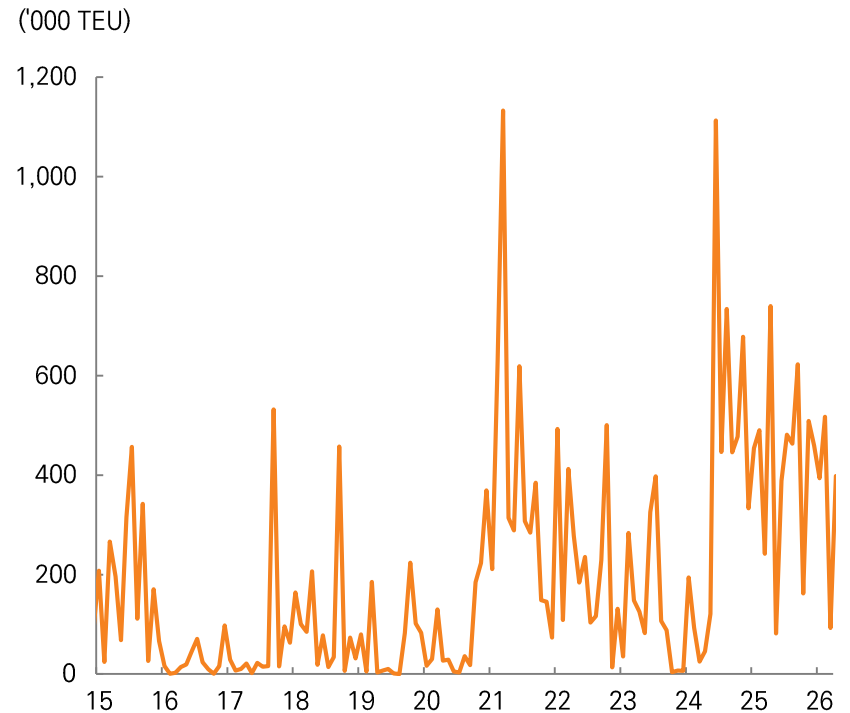
- 선복 대비 발주잔량은 26년 5월 37.7%로 상승, 2010년 이후 최고 수준
- 24~25년 대규모 발주 누적으로 중기 공급 부담 확대
- 26년 1~4월 신규발주는 약 140만 TEU로 둔화됐으나, 절대 규모는 여전히 높은 수준

컨테이너: 선복량 대비 발주잔량



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

컨테이너 신규발주



주: 26년 4월까지 수치  
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

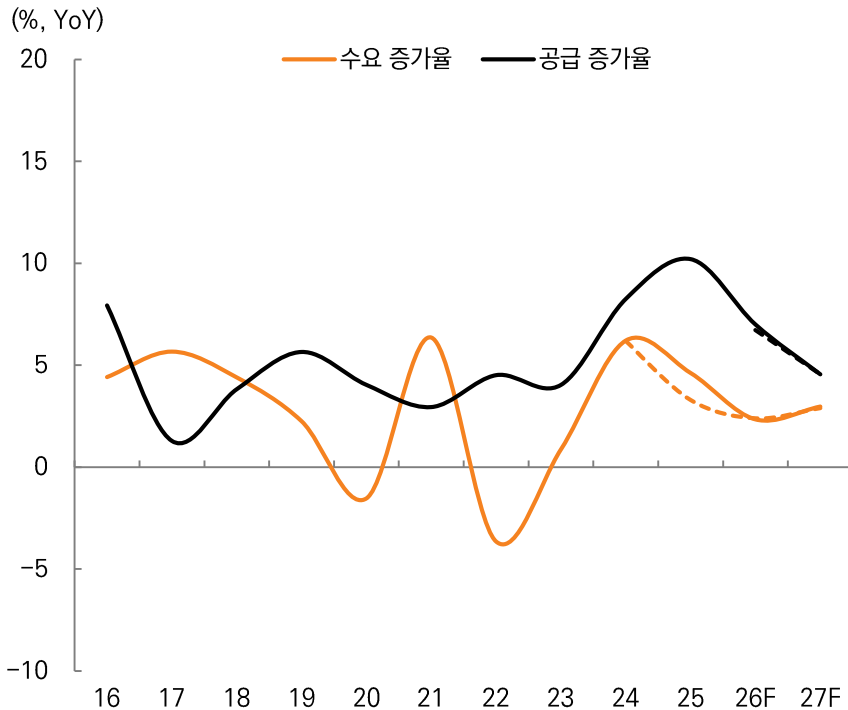
# 컨테이너: 2026년 수급 전망 – 최악을 지나는 중

## 종합

### : 수급갭 축소

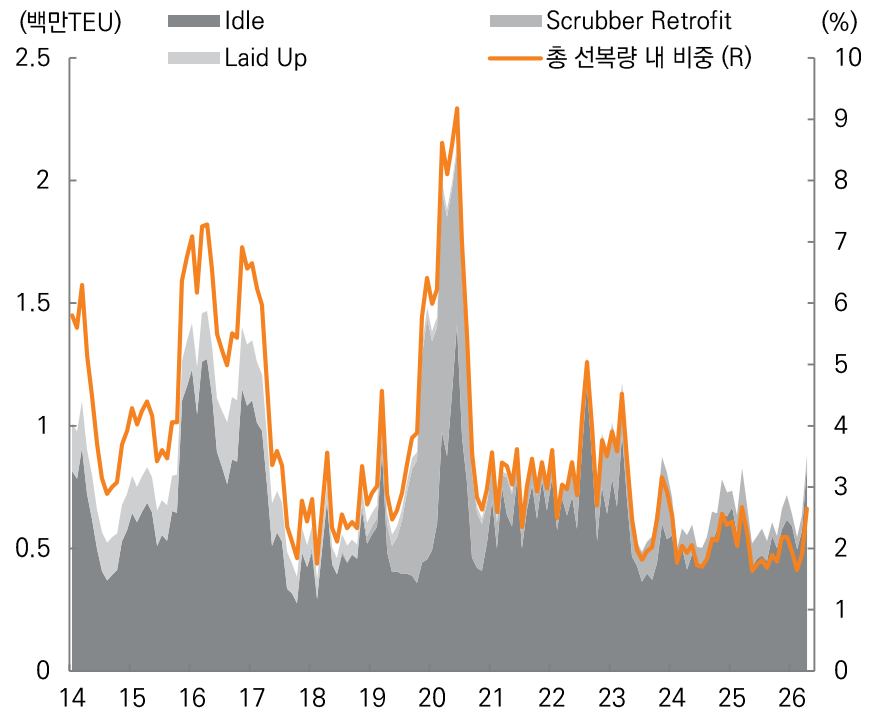
- 2026년 수급 전망: 공급 증가율(7%)이 수요 증가율(2.4%)을 상회
- 27년을 기점으로 수급 완화 기대: 공급(4.6%) 대비 수요(4.6%) 간극 축소
- 비활동 선박 2%대 초반으로 상반기 대비 소폭이나마 반등 지속: 운임 하락, 비수기 대응의 도구

### 컨테이너선 수급 전망



주: 점선은 이전 추정치  
 자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

### 컨테이너선 주요 요인별 비활동 선박



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

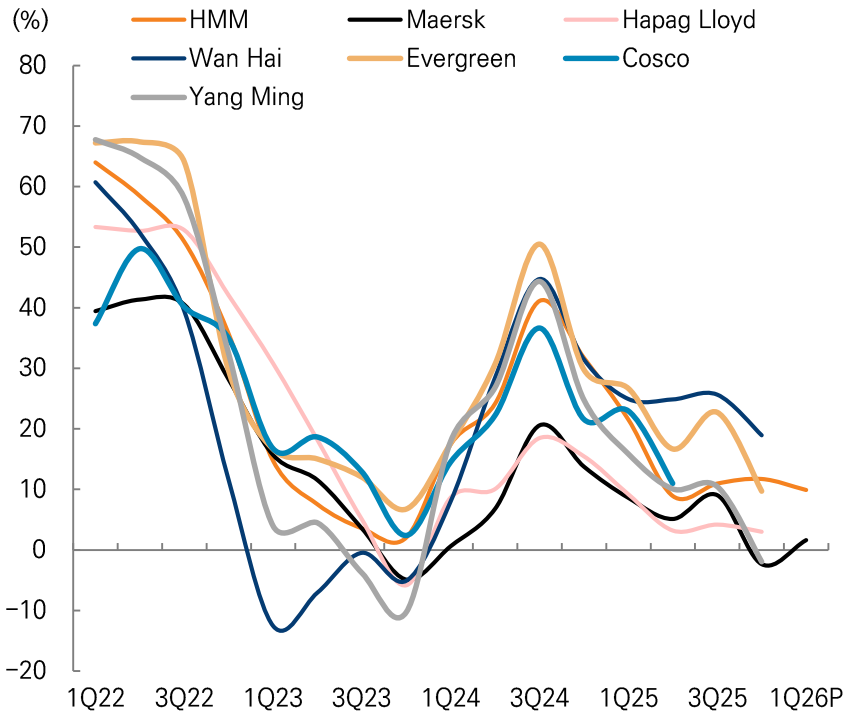
# 컨테이너: 선사별 실적, 돋보이는 HMM

## 선사별 마진

: 23년 저점을 높였다

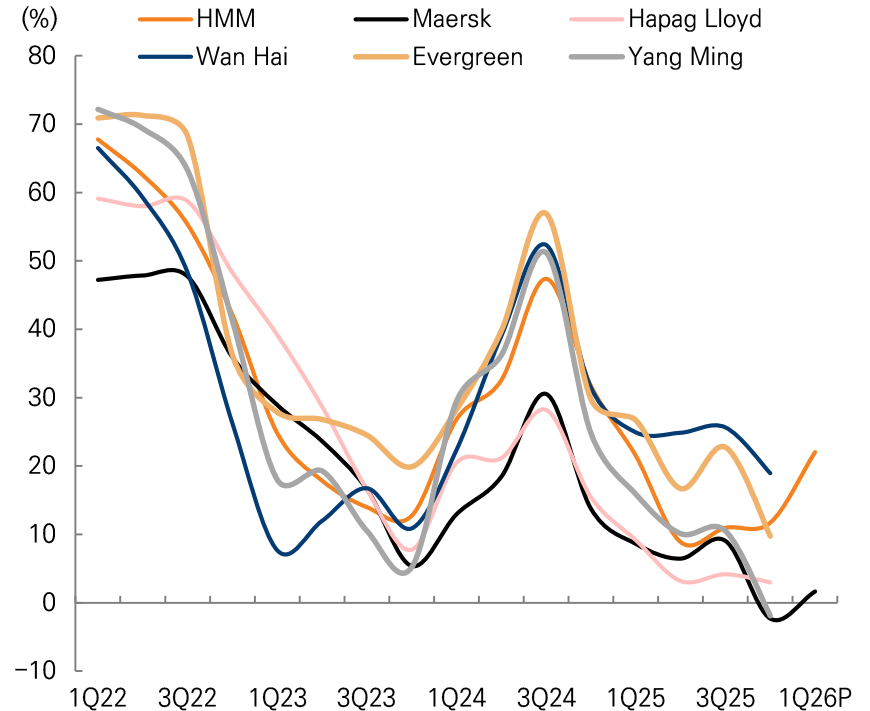
- 주요 선사들은 공급 조절·비용 관리로 23년 저점 대비 수익성 방어
- HMM은 운임 조정 국면에서도 글로벌 선사 대비 높은 마진 유지
- 컨테이너 부문 OPM은 저점 대비 8.6% → 12.3%로 개선, Maersk·Hapag-Lloyd 대비 회복 탄력 우위
- EBITDA 마진도 1Q26P 반등 예상, 현금창출력 방어 가능성 확인

주요 컨테이너선사 분기별 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

주요 컨테이너선사 EBITDA 마진 추이



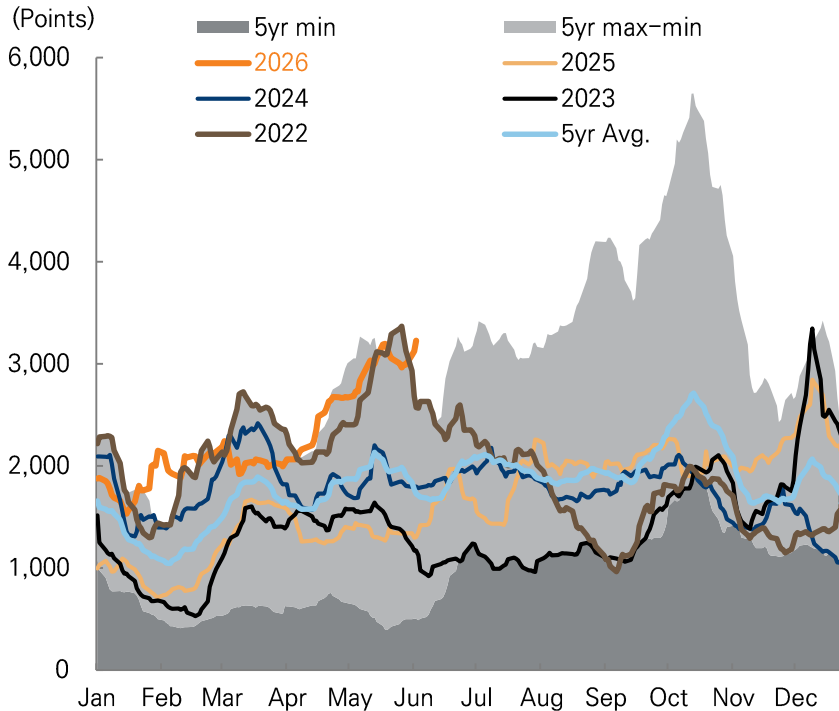
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

# 건화물: 1H Review – 예상 외의 선전

## 기대 이상의 상황

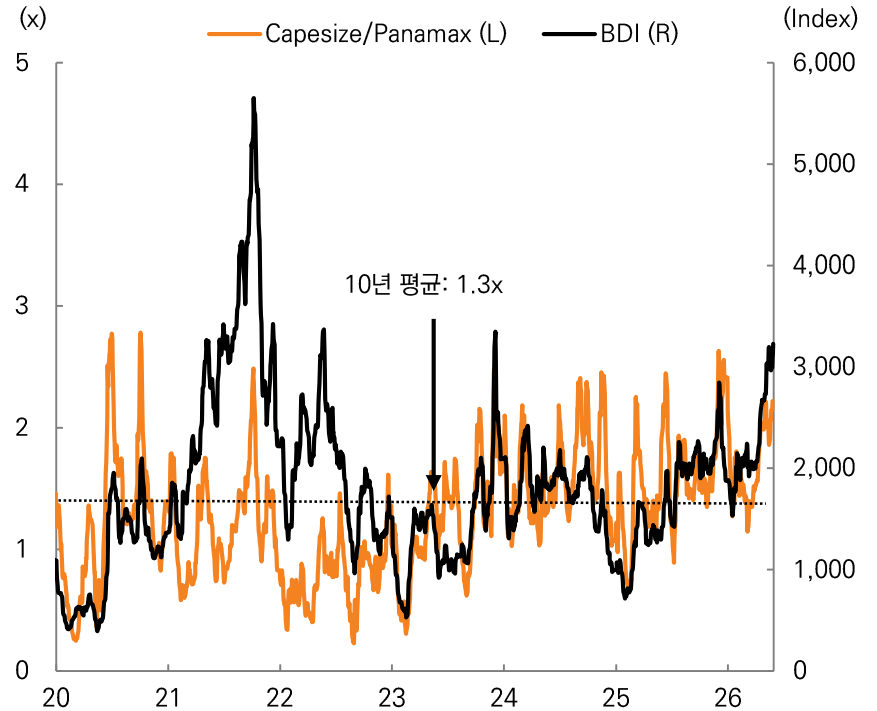
- 2026년 들어 벌크선 시장은 강세를 보이며 평균 수익이 하루 \$16,612로 전년 대비 약 57% 상승
- 5월 중순에는 평균 수익이 \$21,000/day에 도달하며 2년 만에 최고치를 기록
- 지역 및 지정학적 요인: 중동 분쟁으로 일부 지역 운영 차질과 연료비 상승 발생했으나, 글로벌 차원에서는 제한적 영향. 선박 공급 일부가 걸프 지역에 묶여 있어 시장 균형 유지에 기여
- 2026년 벌크선 시장은 하반기에도 긍정적 흐름을 이어갈 것으로 예상되며, 특히 Capesize 선박이 다른 선형보다 강세를 보일 전망

BDI 운임 추이



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

BDI vs. CAPESIZE 상대운임



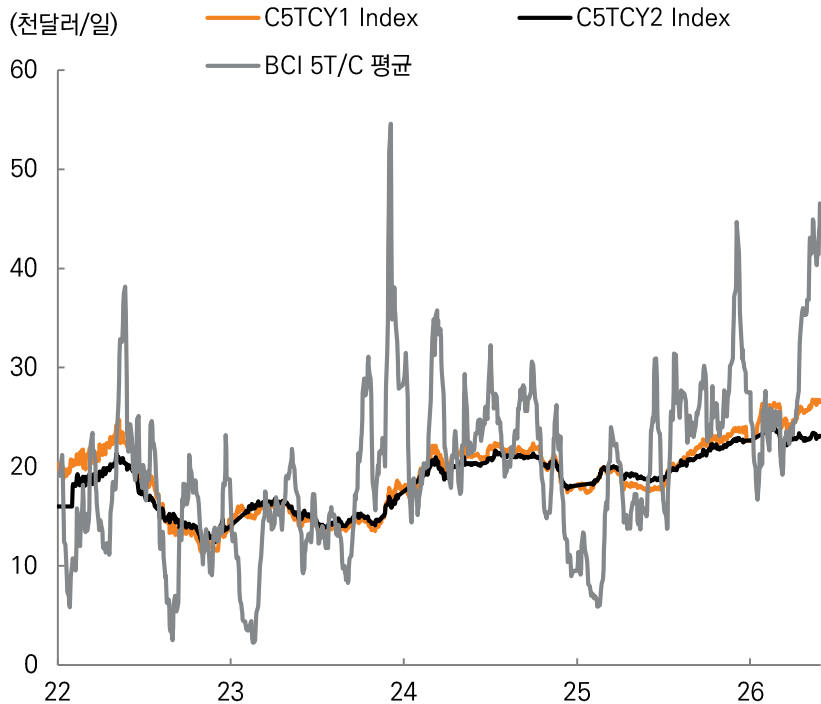
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

# 건화물: 백워데이션 심화, 단기 조정 가능성

## 완만 조정 시 상승 압력은 유지

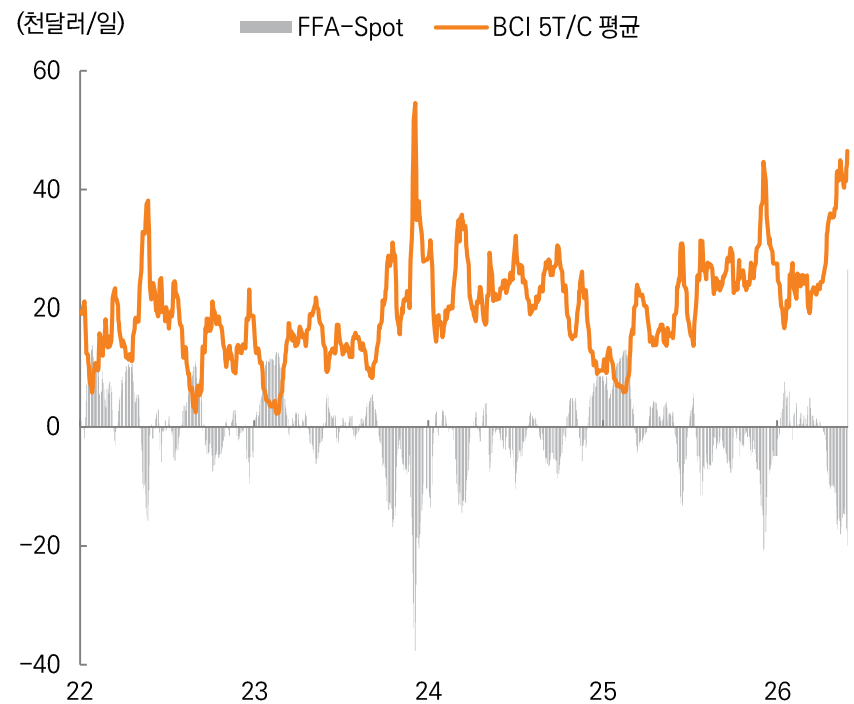
- Capesize 현물 운임은 26년 들어 급등, CY1/CY2 선도운임 방향성도 아직은 우상향
- FFA-Spot 격차 확대되며 단기적으로는 조정 압력은 존재
- 완만한 조정이후 FFA-Spot 괴리 축소 이어질 경우 추가 상승 가능성 높아

### BDI 운임 추이



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

### BDI vs. CAPESIZE 상대운임



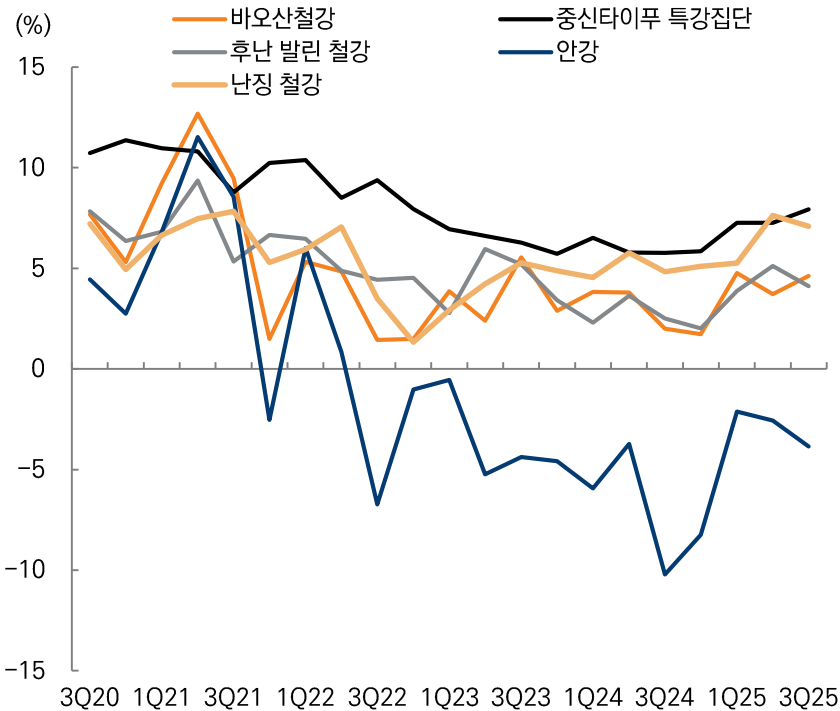
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

# 건화물: 철강사 안정화 국면, 예상 이상의 수요

## 예상외의 수요 호조

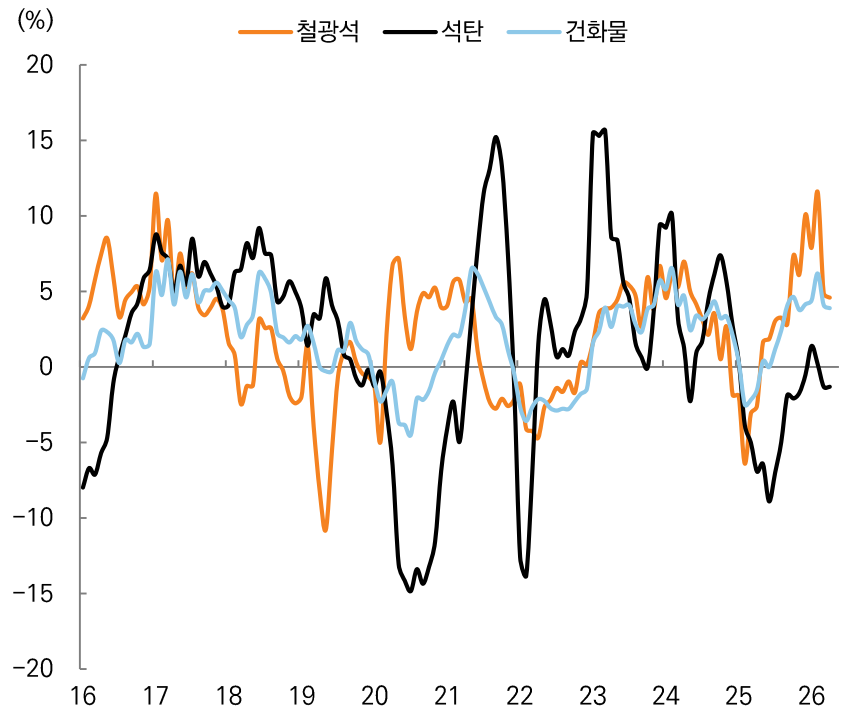
- 중국 철강사 마진, 안정화: 높은 철광석 재고에도 불구하고 극단적 불황 가능성은 제한적
- 월간 물동량은 26년 들어 철광석 중심으로 회복세 지속, 1~4월 건화물 물동량은 +3.9~6.2% YoY
- 철광석: 호주·브라질의 수출 증가와 Simandou 광산 가동(톤마일 증가)으로 1~4월 기준 +5% 성장
- Simandou 광산 가동시 톤마일 3X 증가(아시아-호주기준): 케이프사이즈 수요 급증
- 석탄: 중국·인도의 수입 둔화와 인도네시아 정책 영향으로 정체 상태이나 저점 대비 반등
- 곡물 및 기타 벌크: 중동 분쟁 영향에도 불구하고 전반적으로 강세

중국 철강사 분기별 OPM 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

건화물 화종 수요 증가율



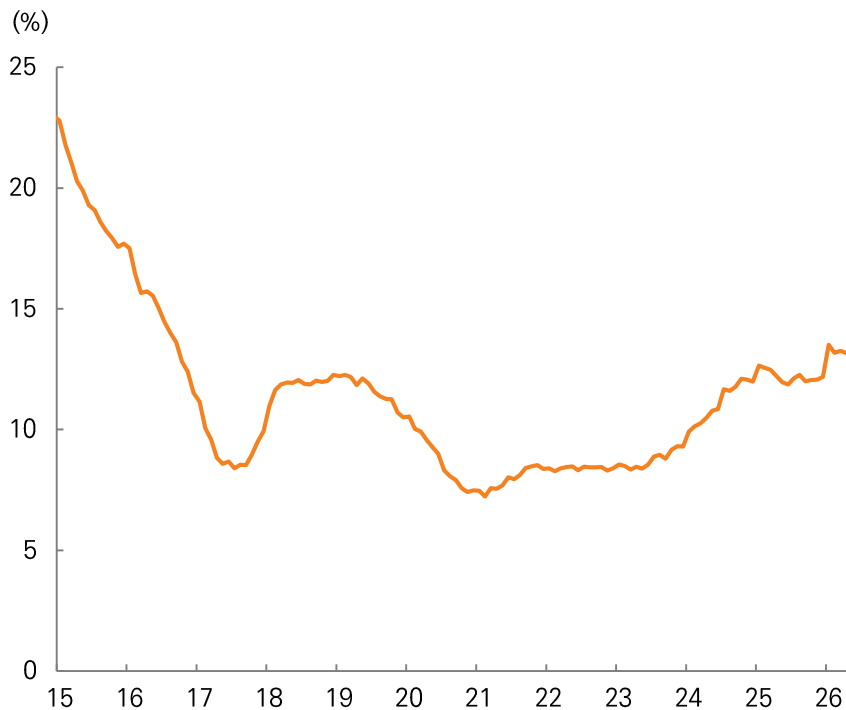
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

# 건화물: 2026년 하반기, 제한적 부담

## 공급 : 상대적으로 적은 부담

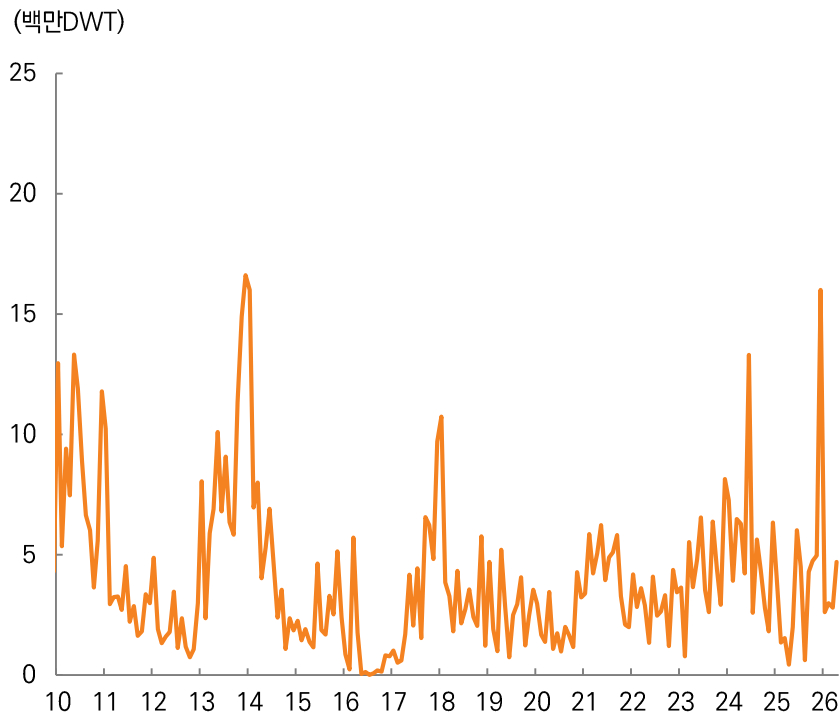
- 중동 분쟁으로 일부 지역 운영 차질과 연료비 상승이 발생했으나, 글로벌 차원에서는 제한적 영향
- 선박 공급 일부가 걸프 지역에 묶여 있어 시장 균형 유지에 기여
- 벌크선 시장은 하반기에도 긍정적 흐름을 이어갈 것: Capesize 선박 상대 강세
- 수주잔량 재차 하락하며 10%대 이하로 조정 전망
- 중국 철강 수요 둔화, 석탄 에너지 전환, 엘니뇨에 따른 곡물 무역 변수 등이 리스크 요인

### 건화물선 선복량 대비 수주잔량



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

### 건화물선 신규 발주



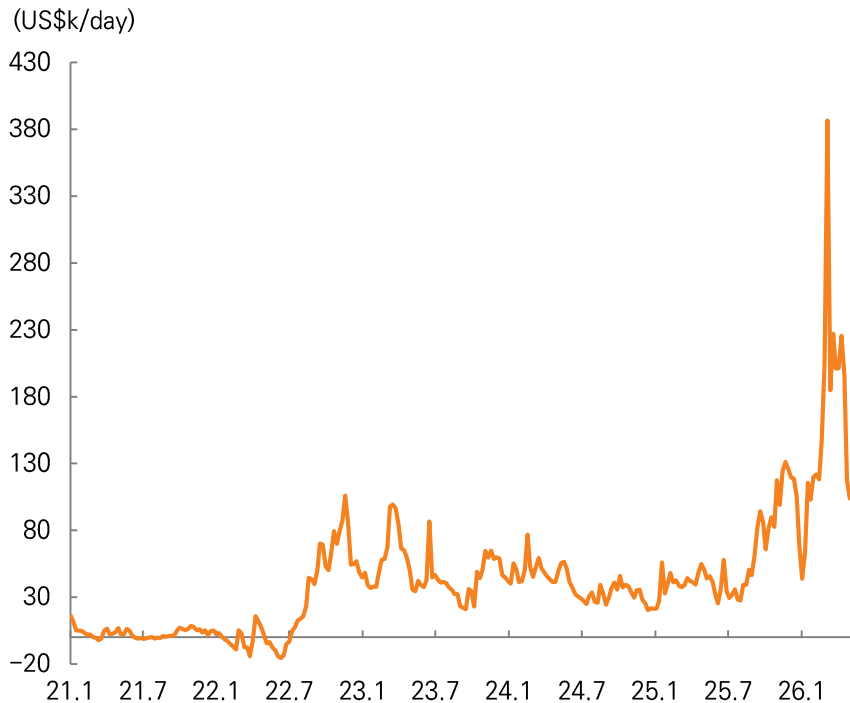
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

# 탱커: VLCC는 고수익권 유지, MR은 고점 이후 조정

## 원유선 강세, 제품선 조정

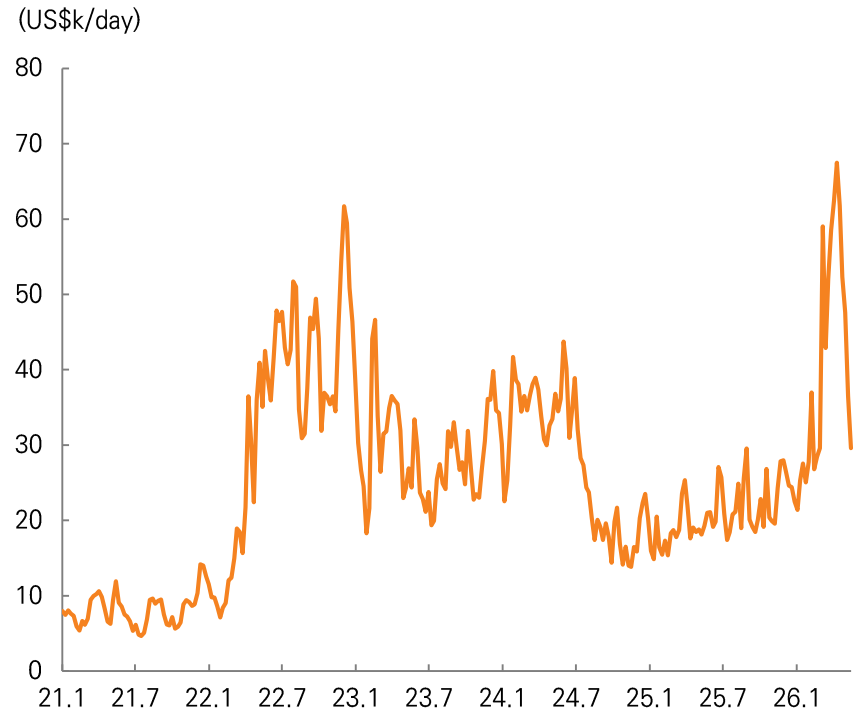
- VLCC 일일 수익성은 26년 초 급등 이후 조정됐으나, 100k달러/day 내외의 고수익권 유지
- 원유선은 타이트한 수급과 장거리 운송 수요가 수익성 하방을 지지
- MR 탱커 일일 수익성은 60k달러/day 전후에서 30k달러/day 수준으로 하락
- 탱커 내 원유선 강세와 제품선 조정이 동시에 나타나며 선종별 온도차 확대

VLCC Earnings



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

MR Tanker Earnings



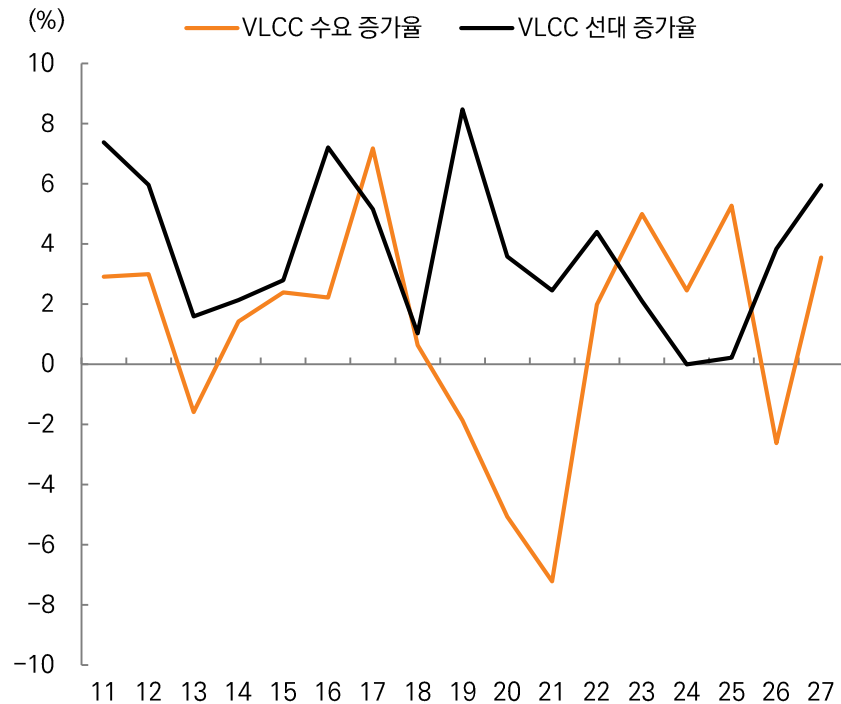
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

# 탱커: 26년 공급 재개, 톤 마일 수요에 기대

## 공급 부담 속 수요 회복 대기

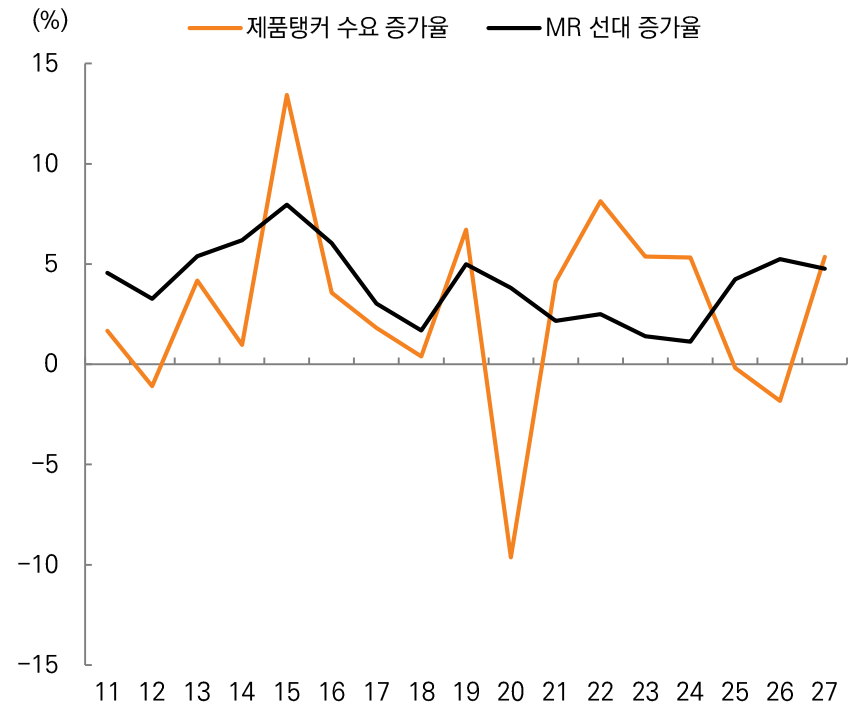
- VLCC는 25년 수요 증가율이 선대 증가율을 상회, 2026년 이후 공급 증가율 반등 예상  
- 톤마일 증가시 수요 서프라이즈 가능성 상존
- MR/Product Tanker 역시 25~26년 선대 증가율이 수요 증가율을 상회
- 27년에는 VLCC와 Product Tanker 모두 수요 회복이 예상: 톤마일 수요 변화로 고수익 유지 기대

VLCC 수요·선대 증가율



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

제품탱커 수요·MR 선대 증가율



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

# 팬오션: SK해운 VLCC 인수는 단기 운임 베틱보다 현금흐름 확보

## 장기계약 기반 Wet Bulk 확장

- SK해운 VLCC 10척 인수는 단순 선박 매입이 아니라, 장기화물운송계약 Wet Bulk 사업 확장
- 기존 CVC 승계 구조로 스팟 운임 급등의 단기 직접 수혜는 제한적이나, 안정적 현금흐름 확보 가능
- 2028~2030년 계약 종료 이후 재계약·스팟 투입·매각 등 중장기 선택권 확보
- 회계상 리스 분류, 계약가치 배분, 금융비용 반영 방식은 실적 추정 핵심 변수 (6월 윤곽 예상)

### SK해운 VLCC 인수 개요(위) 및 실적·회계 체크포인트(아래)

항목	세부 내용
인수 대상	SK해운 VLCC 10척 및 관련 장기화물운송계약
인수 금액	약 9,737억원
인도 시점	2026년부터 순차 인도, 2027년 완료 예정
계약 구조	기존 CVC 승계
전략적 의미	Wet Bulk 익스포저 확대 및 안정적 현금흐름 확보

구분	핵심
단기 수혜	기존 장기계약 승계로 스팟 운임 급등의 직접 수혜는 제한적
현금흐름	CVC 기반 안정적 수익 확보 가능
중장기 옵션	계약 종료 후 재계약, 스팟 투입, 매각 등 선택지 확보
회계 변수	리스 분류, 계약가치 배분, 감가상각비·금융비용 반영 방식 확인 필요

자료: 언론보도, 미래에셋증권 리서치센터

### 팬오션 신규 인도 예정 선박

선박	Size	대수 (척)	인도 예정 시점		비고
탱커	MR (50K DWT)	5	2026. 4, 4, 7 2027. 4, 8	신조	
	VLCC (300K DWT)	3	2027. 7, 8 2029. 3	신조	
	VLCC (300K DWT)	10	2026. 6 이후 순차 인도	중고	SK해운 양수도 선박
벌크	U'max (64K DWT)	4	2026. 5, 7 2027. 10, 2028. 1	신조	
	N'Max (210K DWT)	4	2029. 10, 12 2030. 3, 6	신조	
합계		26			

주: 2026년 3월 말 기준  
자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

# IV — 물류

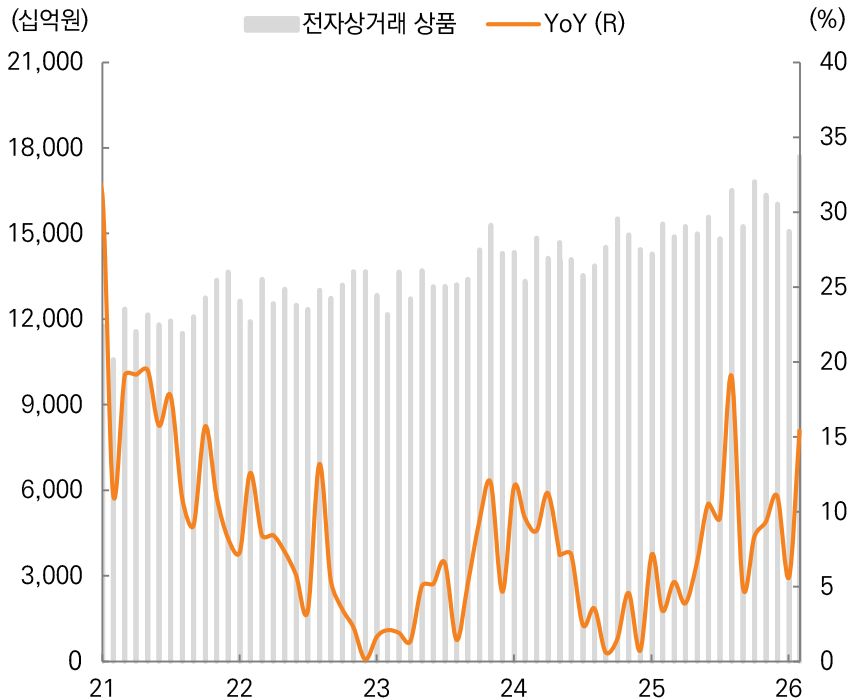


# 택배 시황: 뚜렷한 반등

## 물동량 반등

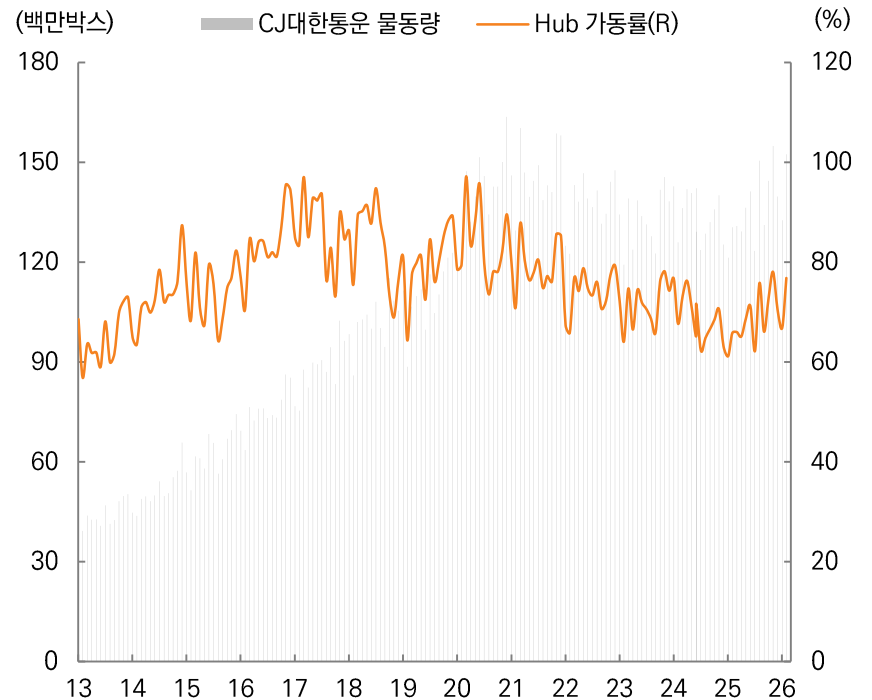
- 내수 전자상거래 시장: 월간 물동량 증가율 상승세 뚜렷(3월 소매판매액 14.1%, 상품 15.4% 성장)
- 내수 택배시장 1분기 지속적으로 상승세; 물동량 성장률 1월 5.5%→2월 4.6%→3월 7.5% 성장
- 업계 전반적 주7일 배송 및 새벽/당일배송 등 신 LMD 서비스 도입 효과 역시 영향

국내 전자상거래 시장 월간 상품판매액



자료: CJ대한통운, 미래에셋증권 리서치센터

CJ대한통운 월간 물동량 및 가동률



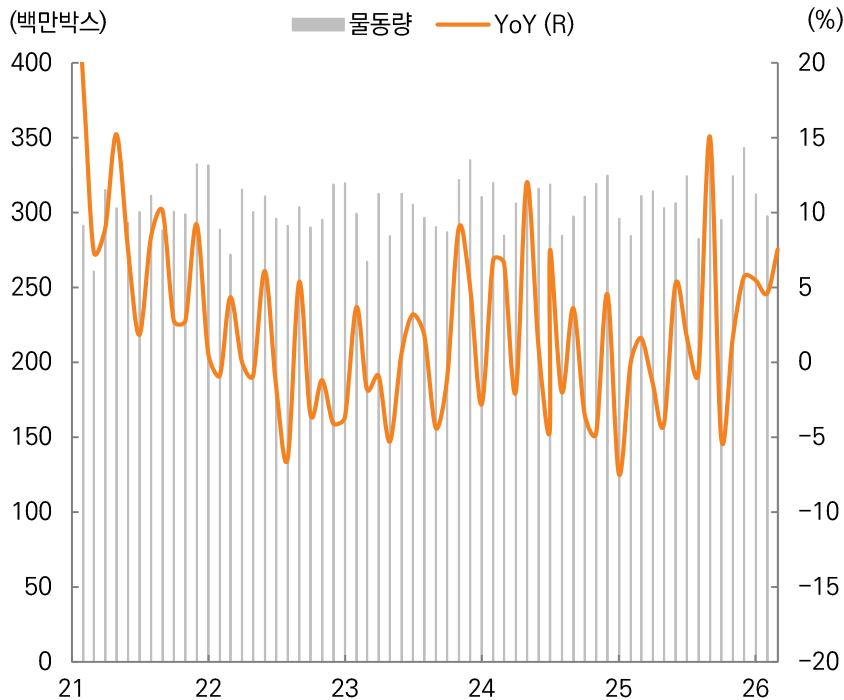
자료: CJ대한통운, 미래에셋증권 리서치센터 추정

# 택배 현황: 시장 반등과 나타난 주7일 배송

## CJ대한통운 반등도 시작

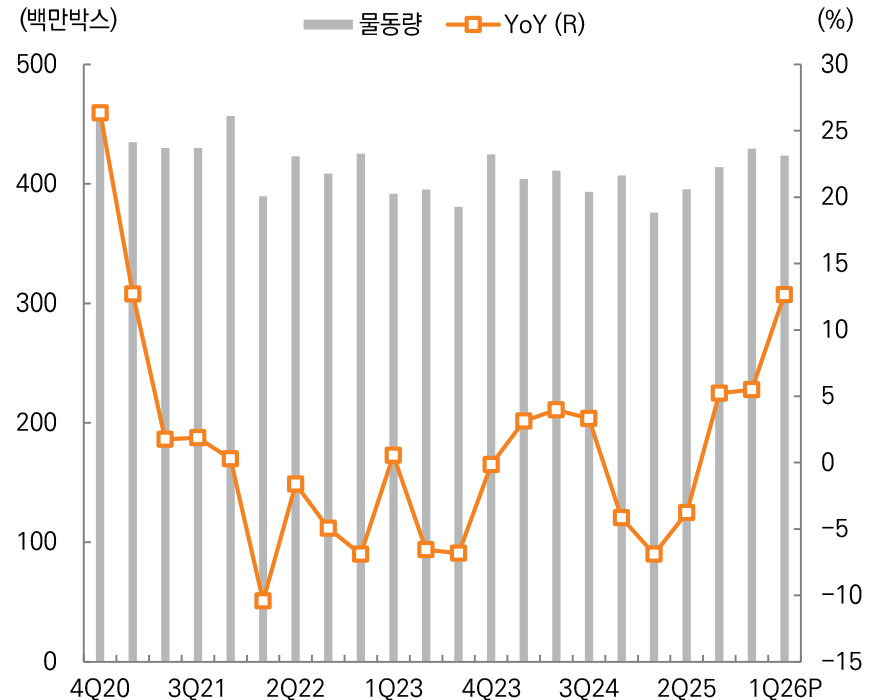
- CJ대한통운 가동률 25년 상반기 저점(60%대 초반) 대비 반등하고 있는 것으로 추정: 3월 76% 이상
- CJ대한통운: 분기 물동량 12.6% YoY 성장한 4.25억 박스
  - 매일오네 효과 및 새벽/당일배송 물량 성장 지속

국내 택배시장 월간 물동량 및 전년동기대비 증감률



주: 쿠팡 제외 기준  
자료: CJ대한통운, 미래에셋증권 리서치센터

CJ대한통운 분기 물동량 및 전년동기대비 증감률



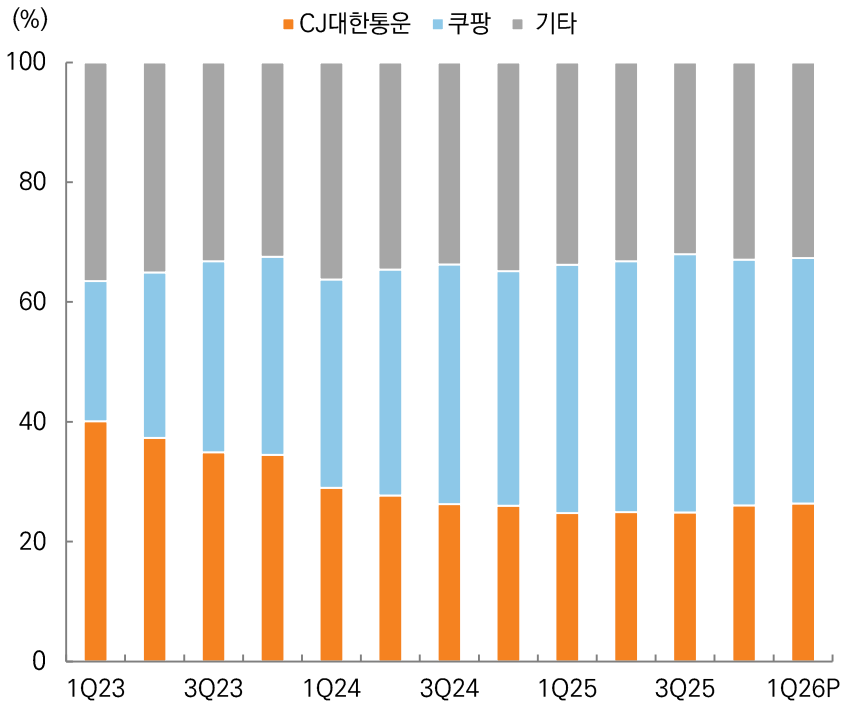
자료: CJ대한통운, 미래에셋증권 리서치센터

# 택배 시황: 반쿠팡 연대의 힘

## CJ대한통운, 점유율 반등 지속

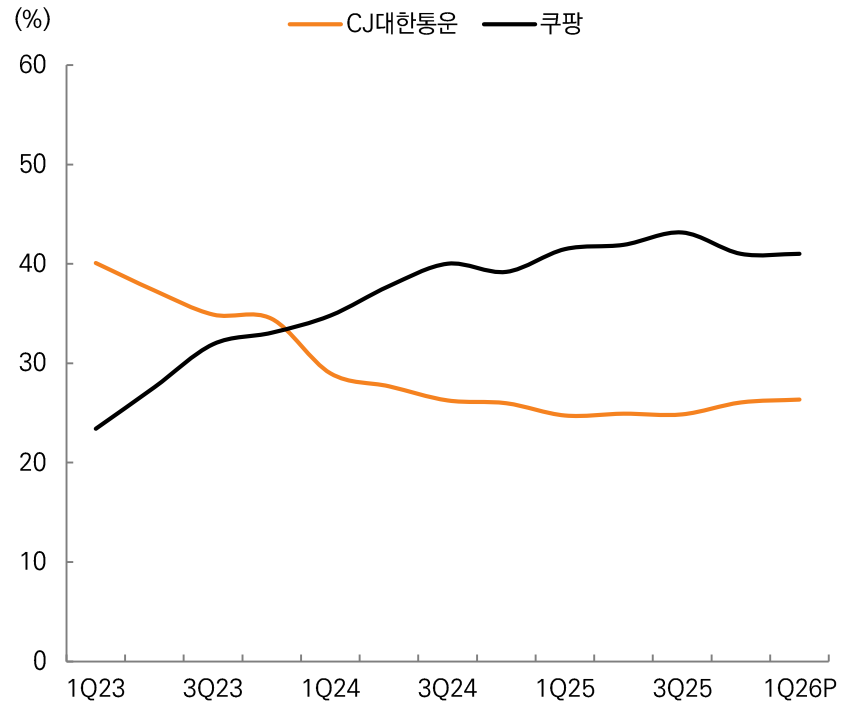
- 다만, 시장 성장률 및 물동량 추이 고려시 CJ대한통운의 점유율은 2분기 연속 방어에 성공
- 1) 주7일 배송 효과 및 2) 전방 양극화 심화(대형물 쏠림) 현상 맞물린 결과로 해석
- 배송 경쟁력 통한 소비자 수요 부양으로 상생 효과 노릴 유인이 충분
  - i.e. 대형 이커머스(네이버 브랜드스토어/무신사/크림), 홈쇼핑 및 신선배송(쓱닷컴) 등
- 시장 반등으로 일부 택배사 실적 개선 추정; 주 7일제 배송 대응, 단가 경쟁력 유지가 관건

국내 주요 택배사 점유율 추이



자료: CJ대한통운, 쿠팡, 물류산업총람, 미래에셋증권 리서치센터 추정

CJ대한통운 vs. 쿠팡 점유율 트렌드



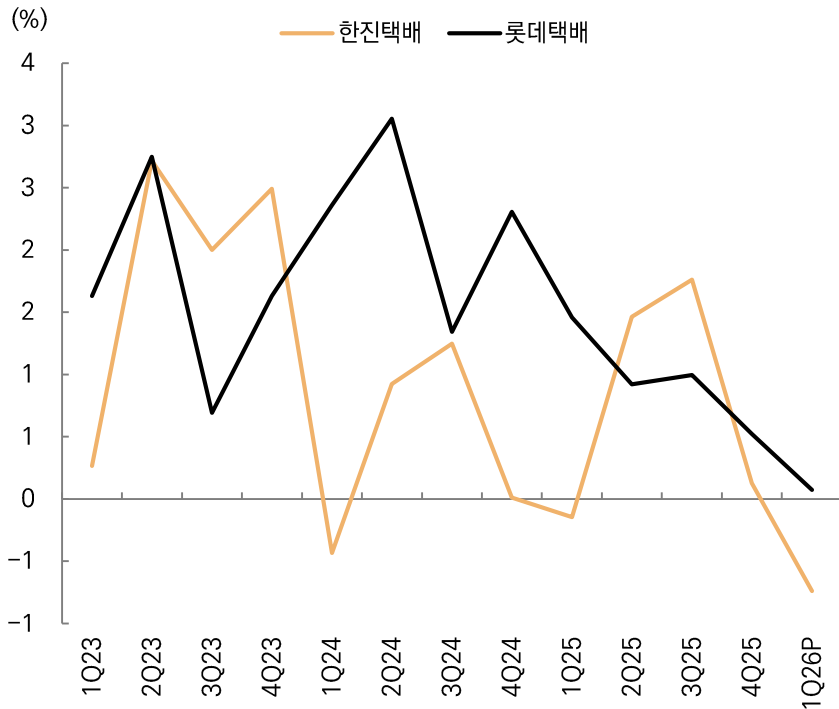
자료: CJ대한통운, 쿠팡, 물류산업총람, 미래에셋증권 리서치센터 추정

# 택배 현황: 반쿠팡 연대의 힘

## CJ 우위 지속

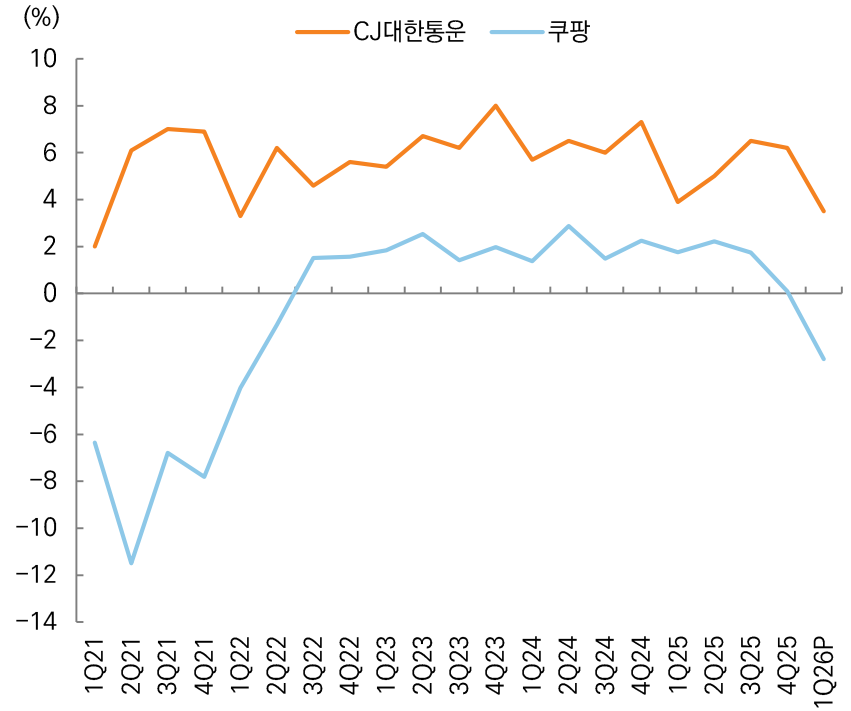
- 쿠팡은 2022년 이후 적자 구간을 벗어났으나, 최근 OPM이 다시 낮아지며 수익성 개선 속도 둔화
- CJ대한통운은 분기 OPM 5~6% 수준을 유지하며 쿠팡 대비 구조적 마진 우위 지속
- 한진·롯데택배 역시 낮은 수익성과 높은 변동성을 보이며, CJ와의 운영 효율 격차 확대
- 3PL 확대와 TES·자동화 기반 효율화가 CJ대한통운의 마진 방어력을 뒷받침

롯데글로벌로지스, 한진택배 분기 영업이익률 추이



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

CJ대한통운, 쿠팡 분기 영업이익률 추이



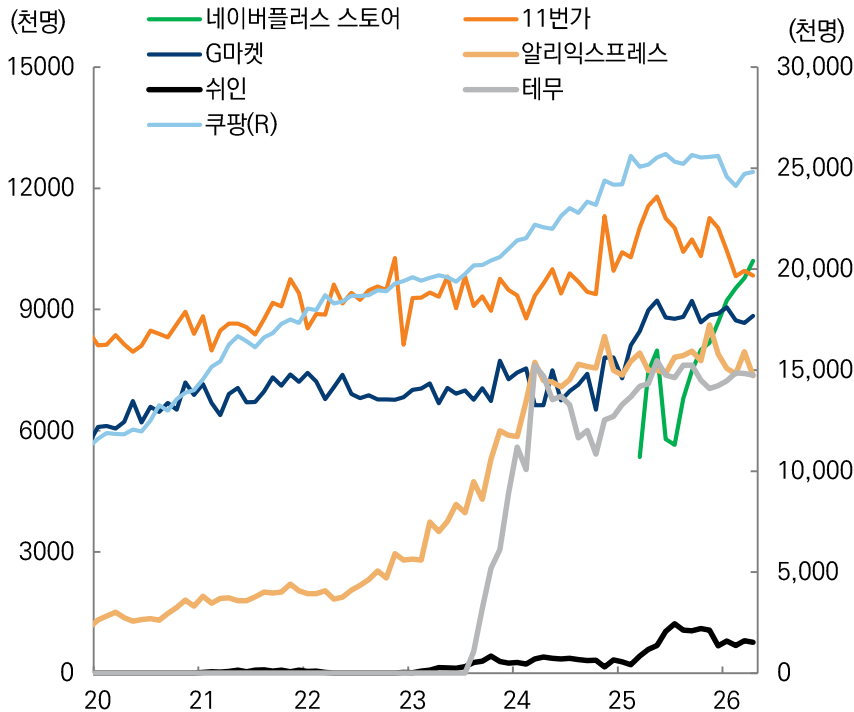
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

# 택배 시황: 네이버플러스 스토어 확산, 쿠팡 독주 완화

## 이커머스: 네이버 약진

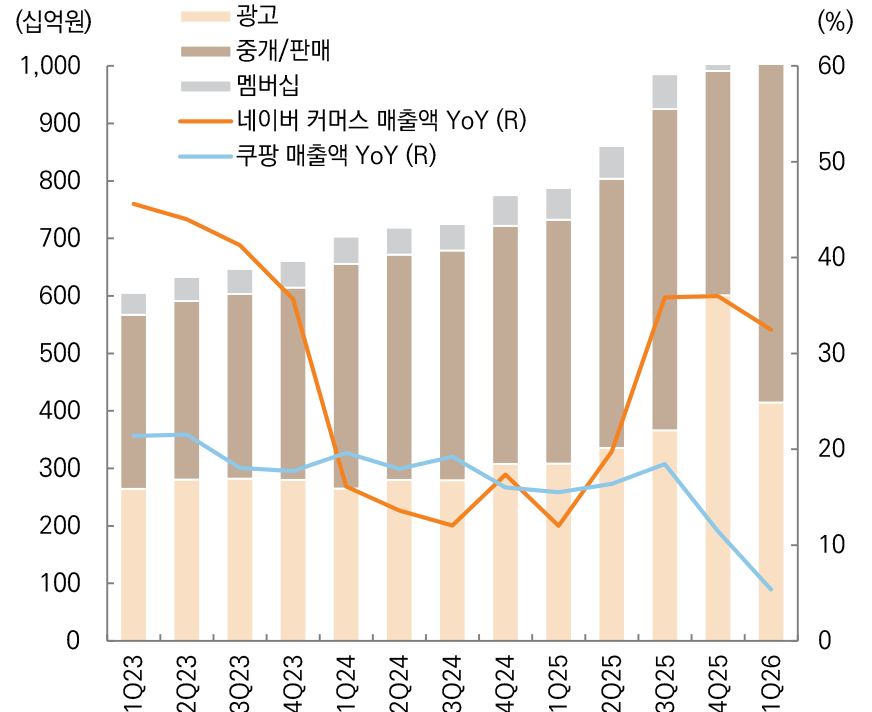
- 쿠팡 MAU는 여전히 2,400만명대 압도적 1위이나, 26년 들어 성장률은 둔화
- 네이버플러스: 25년 3월 535만명에서 26년 4월 1,021만명까지 확대, 신규 수요 채널로 부상
- 11번가·G마켓 등 기존 오픈마켓은 정체/감소 흐름, 국내 쿠팡·네이버 중심으로 재편 중
- 알리·테무는 24년 급증 이후 700만명대에서 횡보, C커머스 충격은 확산보다 안정화 국면

국내 쇼핑앱 월간 이용자수 추이



자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

네이버 커머스 부문 vs. 쿠팡 PC부문 매출액 성장률 비교



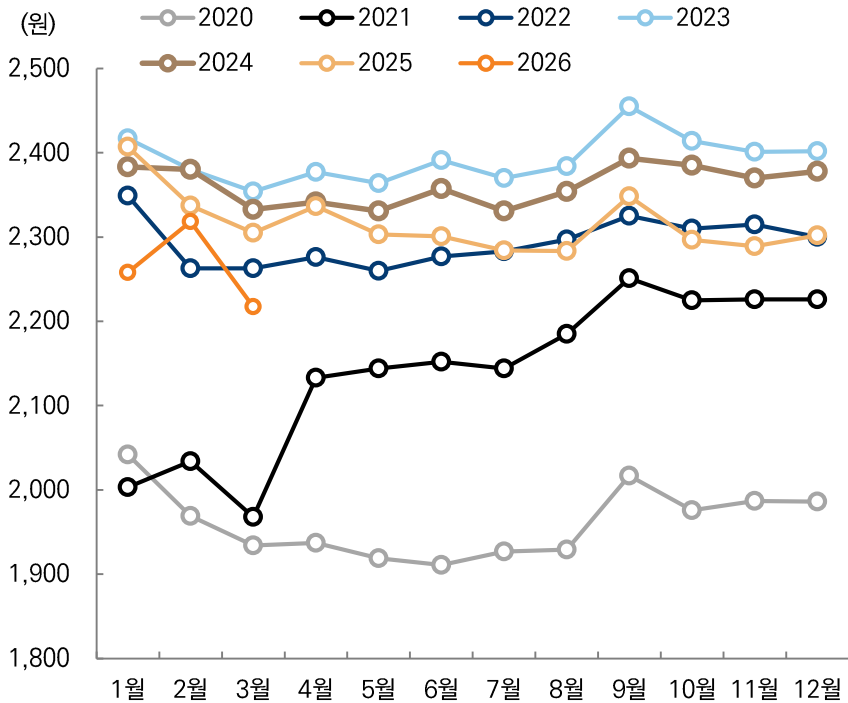
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

# 수익성 점검: 단가 하락, 비용 증가로 일시적 둔화

## 단가 하락 압력 vs. MS

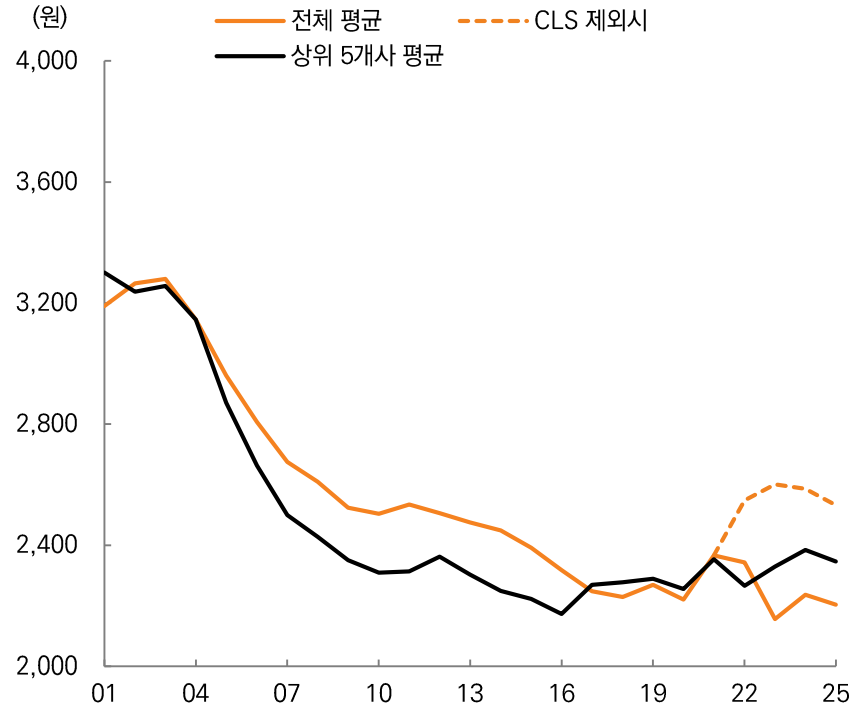
- 2000년대 초반부터 시작된 지속적 단가 하락은 고질적 수익성 상한의 원인
- 쿠팡 CLS 24년 1,695원, 25년 1,751원으로 집계됨에 따라 전체 평균단에 지속 하락 압력
- 국내 평균운임 25년 2,204원으로 24년(2,236원) 대비 소폭 하락; 기업고객 대상 인상 및 순차적 운임인상이 기여
- 최근 비용 증가하고 있으나 점유율 경쟁으로 단가 인상 못하면서 국지적 마진 축소 예상

CJ대한통운 월별 택배 단가 추이



자료: CJ대한통운, 미래에셋증권 리서치센터

국내 택배 평균단가 추이



자료: 물류산업총람, 미래에셋증권 리서치센터

# PCTC: 용선료 급락 이후 바닥권 탐색

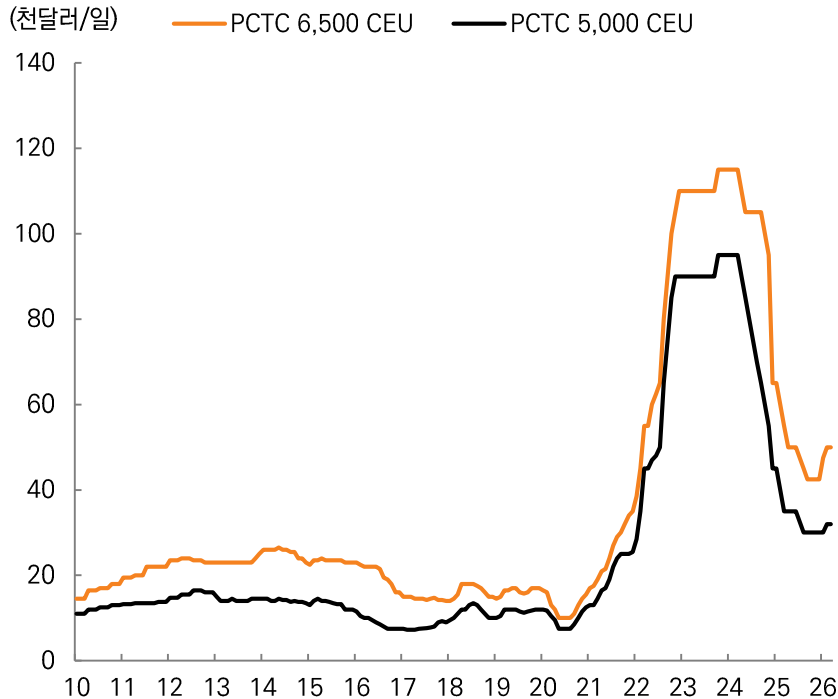
## 수급

### : 갭 축소에도

### 공급 부담 잔존

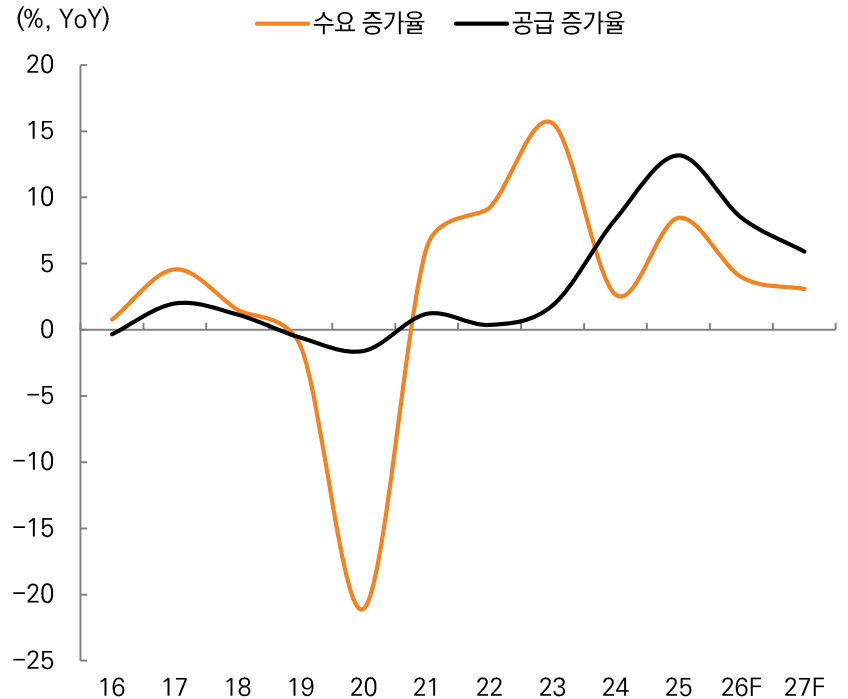
- PCTC 용선료는 2024년 고점 대비 급락, 6,500/5,000 CEU 모두 2025년 이후 하향 안정화
- 2026년 들어 6,500 CEU 용선료는 저점 대비 반등했으나, 23~24년 고점 대비로는 여전히 낮은 수준
- 수요 증가율은 2026년 +4.0%, 2027년 +3.1%로 둔화되는 반면, 선박 증가율은 각각 +8.5%, +5.9%로 공급 부담 지속
- 수급 갭은 2026년 이후 축소될 전망이나, 용선료의 본격 반등보다는 하락 압력 완화에 무게

PCTC선 용선료 추이



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

PCTC선 수급 전망



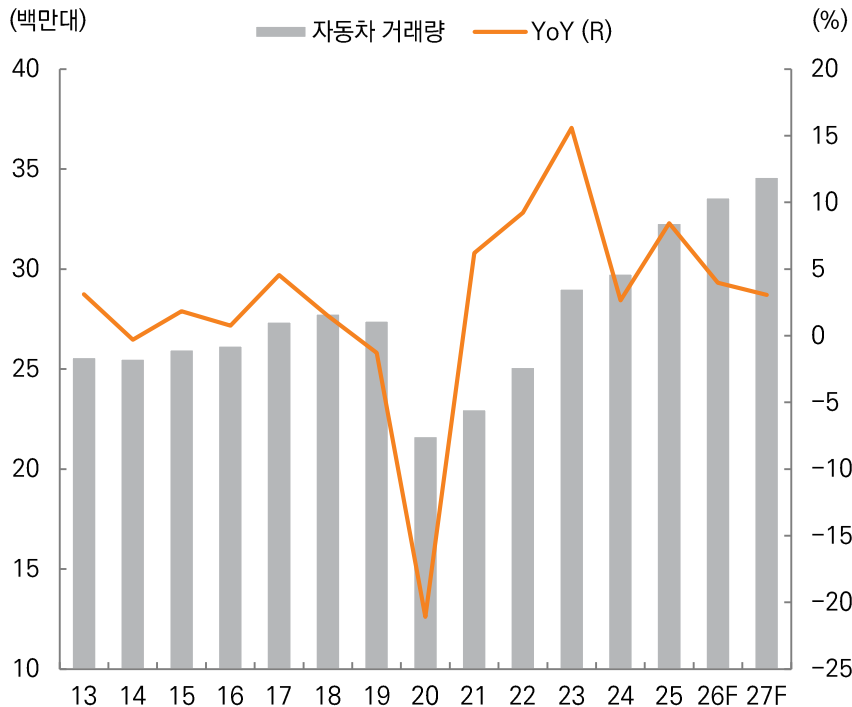
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

# PCTC: 관세 여파에도 탄탄한 수요

## 글로벌 수요: 정중동 성장

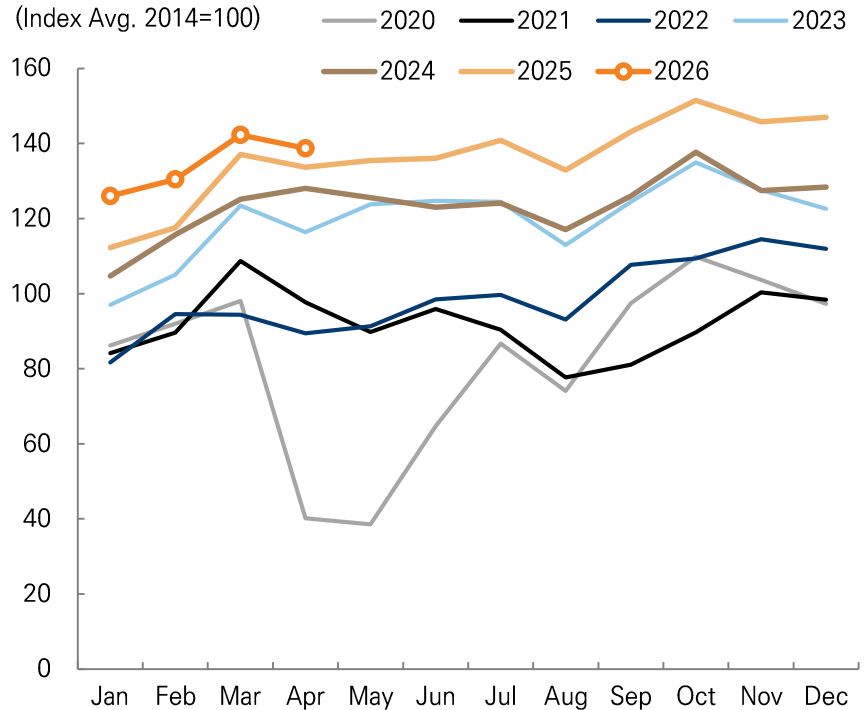
- 2025년 우려를 딛고 성장세는 지속: 대부분의 성장은 중국 OEM으로부터
- 관세 협상 결과에 따라 교역량 축소 우려: 미주 외 시장 확장 필요

### 글로벌 해상 자동차 거래량 및 증감률 추이



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

### 월별 자동차 거래 인덱스



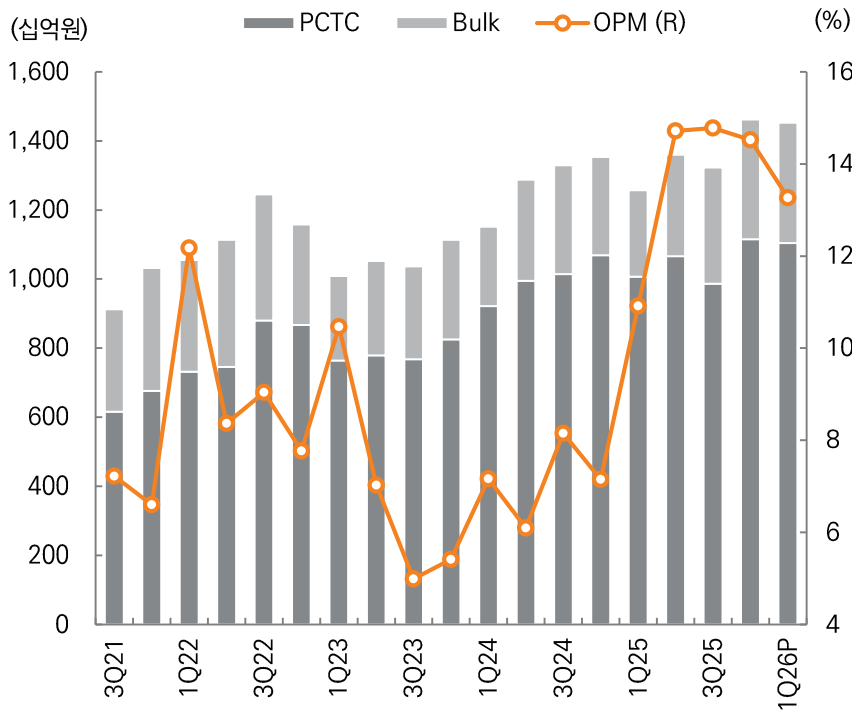
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

# PCTC: 현대글로벌비스, 해운 부문 고마진 지속

## 현대글로벌비스: 고마진 지속

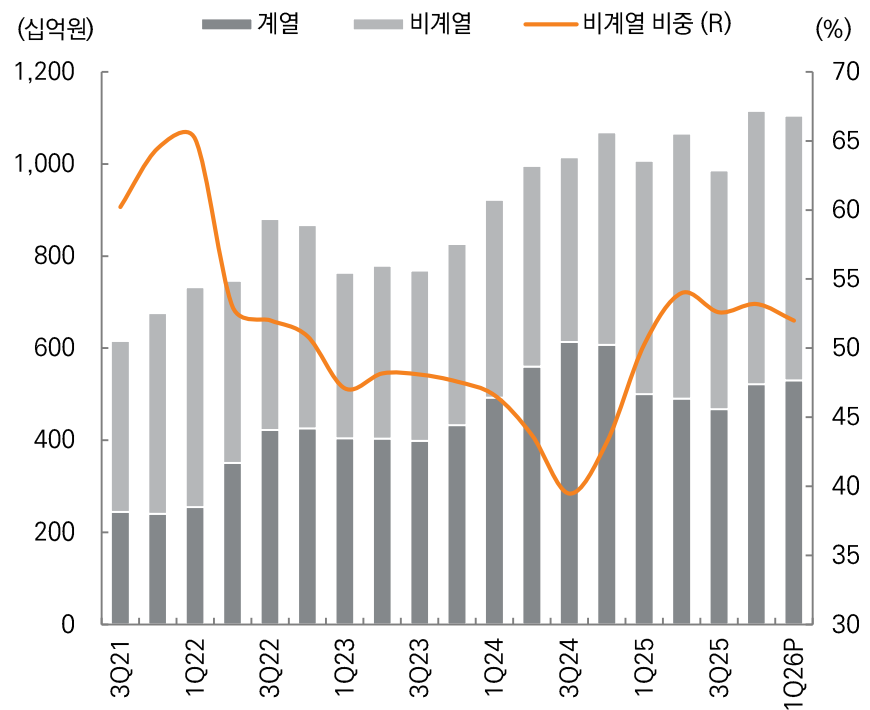
- 1Q26P 해운 부문 영업이익은 1,926억원으로 40.4% YoY 증가, OPM 13.3%의 고마진 유지
- PCTC 매출은 1.1조원 수준으로 견조, Bulk도 3,479억원으로 회복되며 해운 부문 외형을 지지
- PCTC 비계열 매출 비중은 1Q26P 52%로 4Q24 43% 저점 이후 회복, 단기 파업 영향은 상당 부분 정상화
- 비계열 비중 회복은 운임·선복 믹스 개선 요인이나, 완성차 물동량과 선대 운영 효율성이 향후 마진 지속성의 핵심 변수

현대글로벌비스 해운 부문 사업부별 매출액 및 영업이익률



자료: 현대글로벌비스, 미래에셋증권 리서치센터

현대글로벌비스 해운 부문 PCTC 비계열 매출액 비중



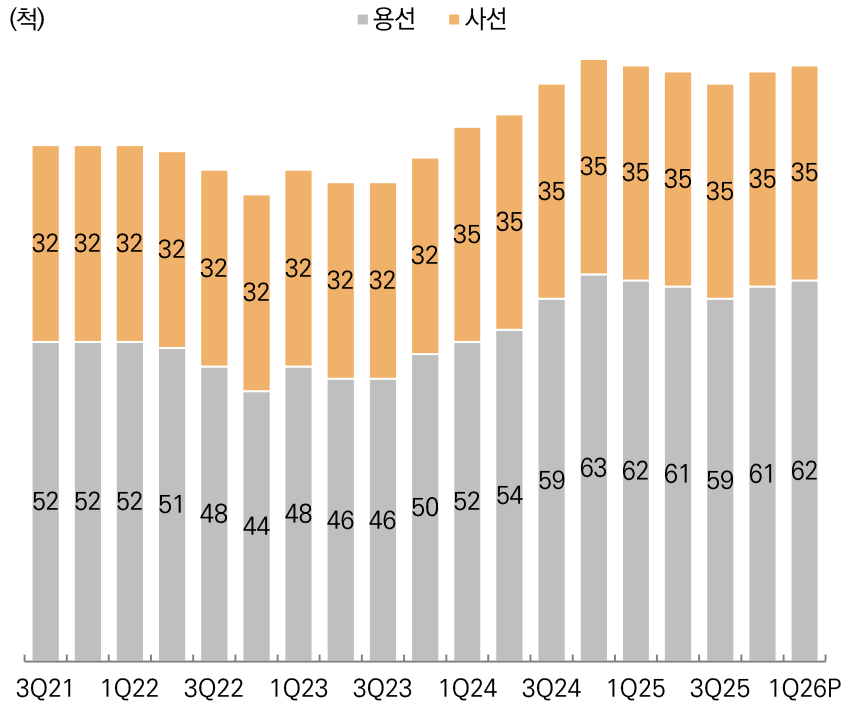
자료: 현대글로벌비스, 미래에셋증권 리서치센터

# PCTC: 현대글로벌비스, 고정선복 확대 통한 원가 방어

## 단기 용선 축소, 고정선복 확대

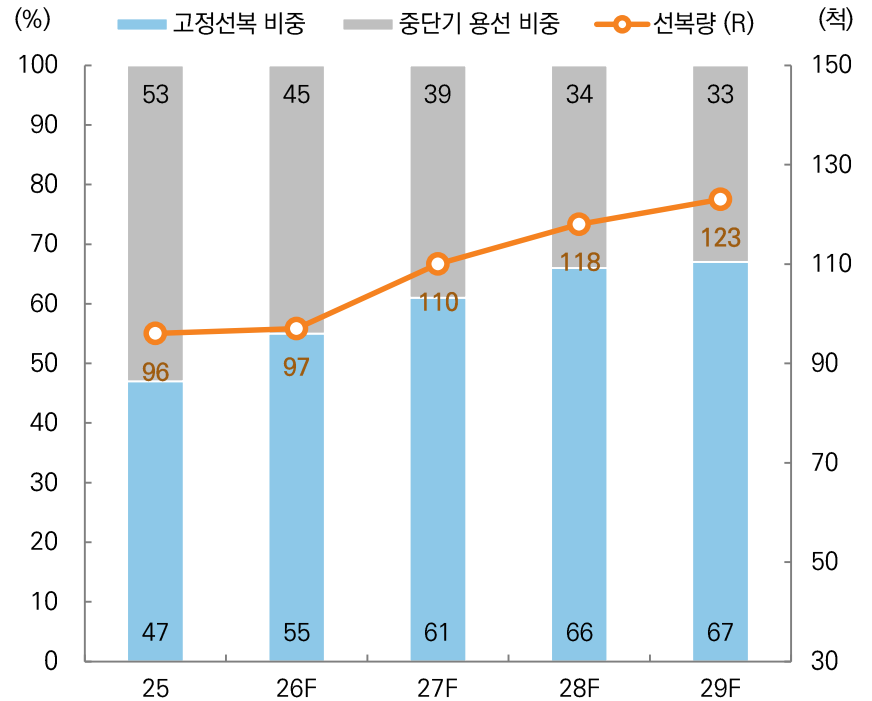
- 현대글로벌비스는 단기 용선 비중을 축소하고 고정선복 비중을 확대하며 PCTC 원가 변동성 완화 추진
- 고정선복 비중은 25년 47%에서 2029년 67%까지 상승, 중단기 용선 비중은 53%에서 33%로 하락 전망
- 선복량은 25년 96척에서 29년 123척까지 확대되며, 운송 물량 증가에 대응 가능한 선대 기반 확보
- PCTC 용선료 하락 구간에서는 비용 절감 효과가 제한될 수 있으나, 중장기적으로 안정적 선복 확보와 마진 방어에 기여

현대글로벌비스 PCTC 운용선대 현황



자료: 현대글로벌비스, 미래에셋증권 리서치센터

현대글로벌비스 연도별 선대 계획 및 고정선복 비율

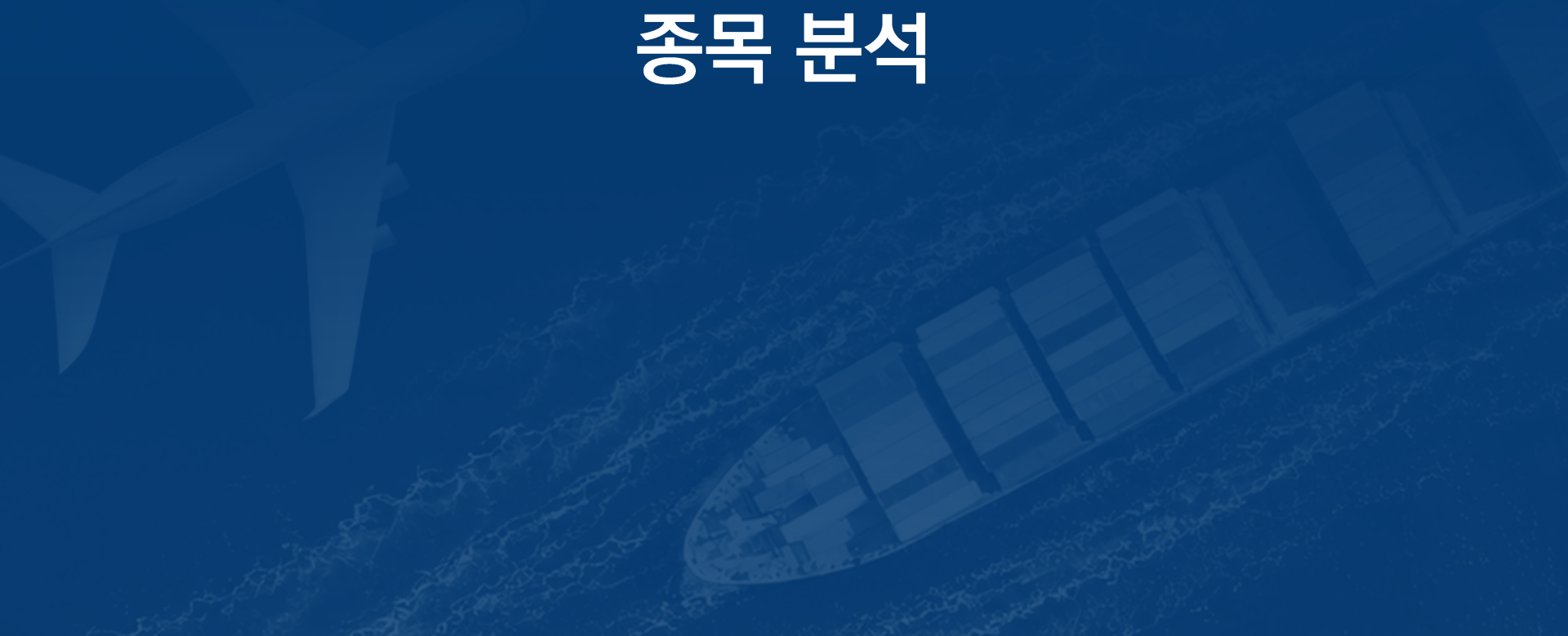


자료: 현대글로벌비스, 미래에셋증권 리서치센터

COMPANY

—

종목 분석



## 깜짝 실적, 이제는 방어력에 주목

투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	31,000원
현재주가(26/6/2)	25,300원
상승여력	22.5%

영업이익(26F, 십억원)	1,010		
Consensus 영업이익(26F, 십억원)	741		
EPS 성장률(26F, %)	-71.0		
MKT EPS 성장률(26F, %)	239.0		
P/E(26F, x)	41.3		
MKT P/E(26F, x)	9.6		
KOSPI	.00		
시가총액(십억원)	9,316		
발행주식수(백만주)	389		
유동주식비율(%)	67.3		
외국인 보유비중(%)	20.6		
베타(12M) 일간수익률	0.70		
52주 최저가(원)	21,000		
52주 최고가(원)	28,950		
(%)	1M	6M	12M
절대주가	3.1	14.5	11.7
상대주가	0.0	0.0	0.0

### 1Q26 Review: 장거리 노선의 힘으로 이뤄낸 호실적

- 1Q26 대한항공의 별도 기준 매출액은 14.1% YoY 4조 5,151억원으로 1Q 기준 사상 최고 수준
- 별도 기준 영업이익 또한 5,169억원(47.3% YoY)으로 크게 개선

### 2Q26 유가 영향 본격화: 실적 추정치는 하향하나, 향상된 방어력에 주목

- 2Q26부터 고유가, 고환율, 중동 지정학적 리스크 등 불안정한 환경의 영향이 지속 전망
- 단가 인상에도 불구하고, 4~5월 국제선 예약률은 80% 이상으로 완만하게 증가 중인 추세

### 밸류에이션/리스크

- 대한항공에 대한 목표주가 31,000원(PBR 1배)를 유지
- 현재 불리한 외부 변수는 시장 재편 가속화를 야기할 전망; 아시아나항공의 합병과 함께 동사의 상대적인 경쟁력 강화로 이어질 것으로 기대



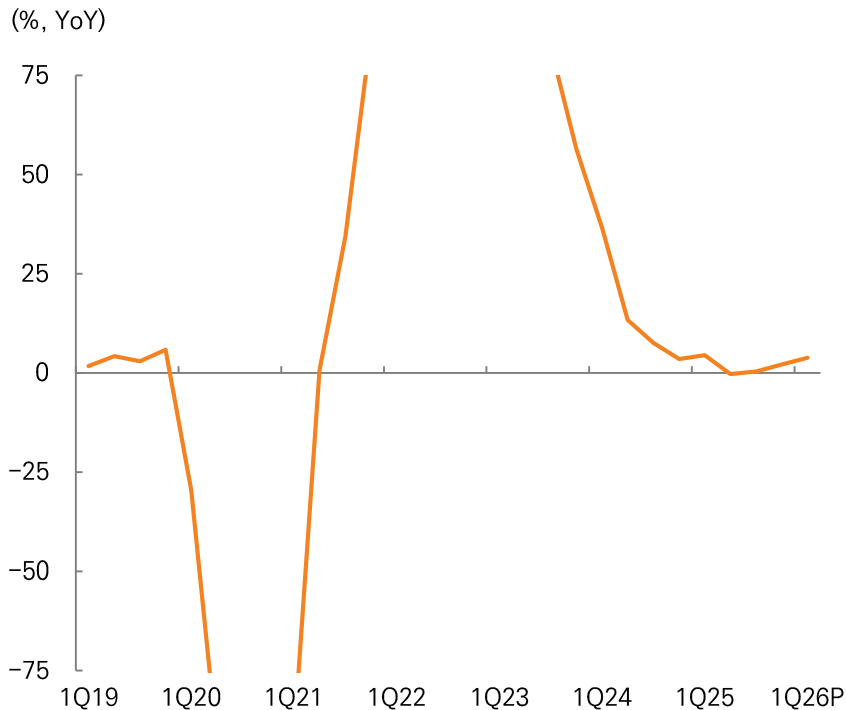
계산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	17,871	25,226	29,963	30,172	30,545
영업이익 (십억원)	2,110	1,114	1,010	1,608	1,715
영업이익률 (%)	11.8	4.4	3.4	5.3	5.6
순이익 (십억원)	1,317	780	226	676	910
EPS (원)	3,567	2,111	612	1,831	2,464
ROE (%)	13.2	7.3	2.0	5.7	7.1
P/E (배)	6.3	10.7	41.3	13.8	10.3
P/B (배)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7
배당수익률 (%)	3.3	3.3	3.0	3.0	3.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
 자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

## 1Q26 Review

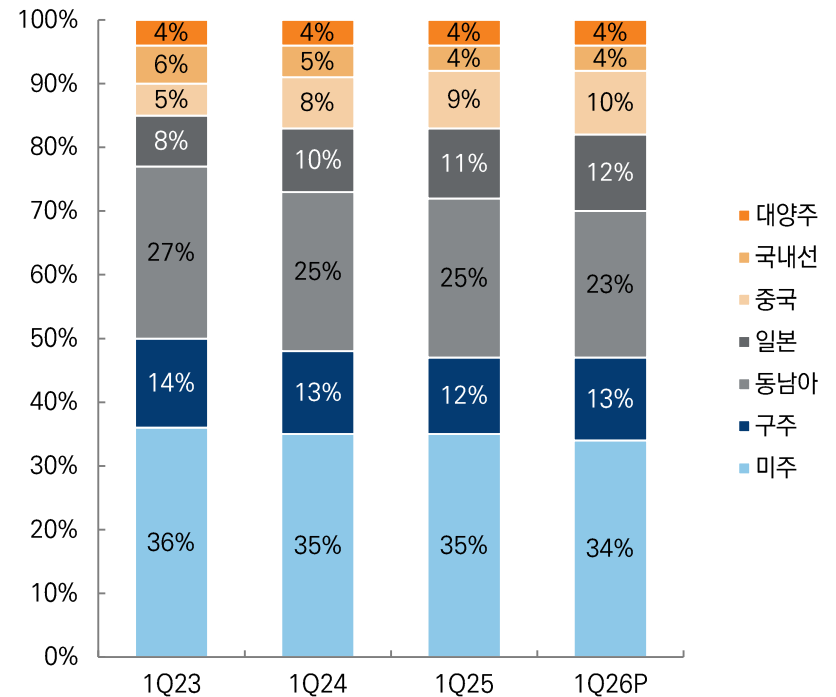
- 1Q26 별도 영업수익은 4조 5,151억원(+14.1% YoY), 영업이익은 5,169억원(+47.3% YoY)으로 큰 폭 개선
- 여객 노선 수익은 +7.3% YoY, 화물 노선 수익은 +3.5% YoY 증가하며 본업 매출 성장 지속
- 기타 수익은 항공우주 매출 2,522억원 기여로 +74.0% YoY 증가, 외형 성장의 핵심 요인으로 작용
- 연료비는 단가 상승에도 소모량 감소로 -1.2% YoY 감소, 비용 통제 효과가 영업이익률 개선 견인

### 대한항공 국제여객 수송 증감률



자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

### 대한항공 여객 노선별 매출 비중

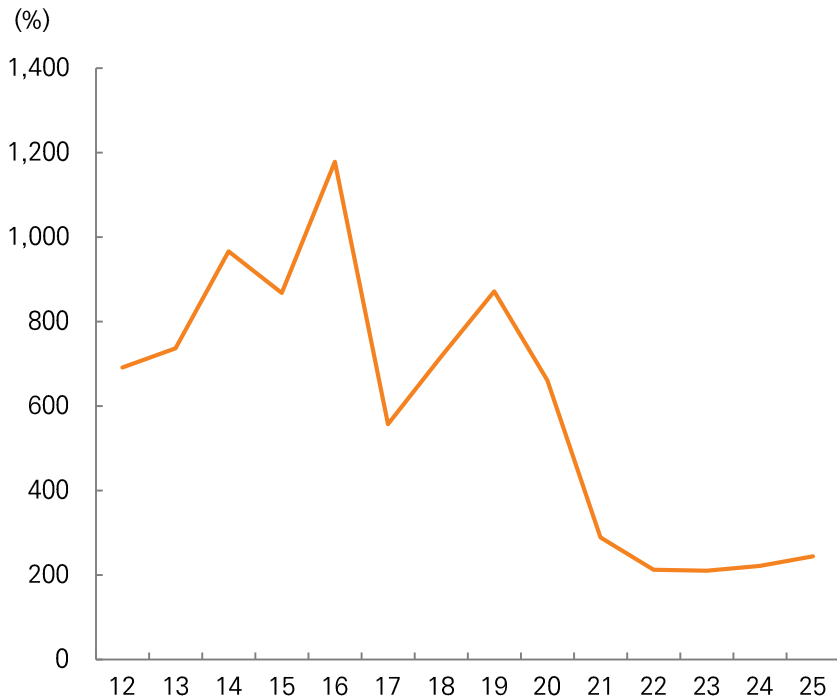


자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

## 빨라질 시장 재편에 주목

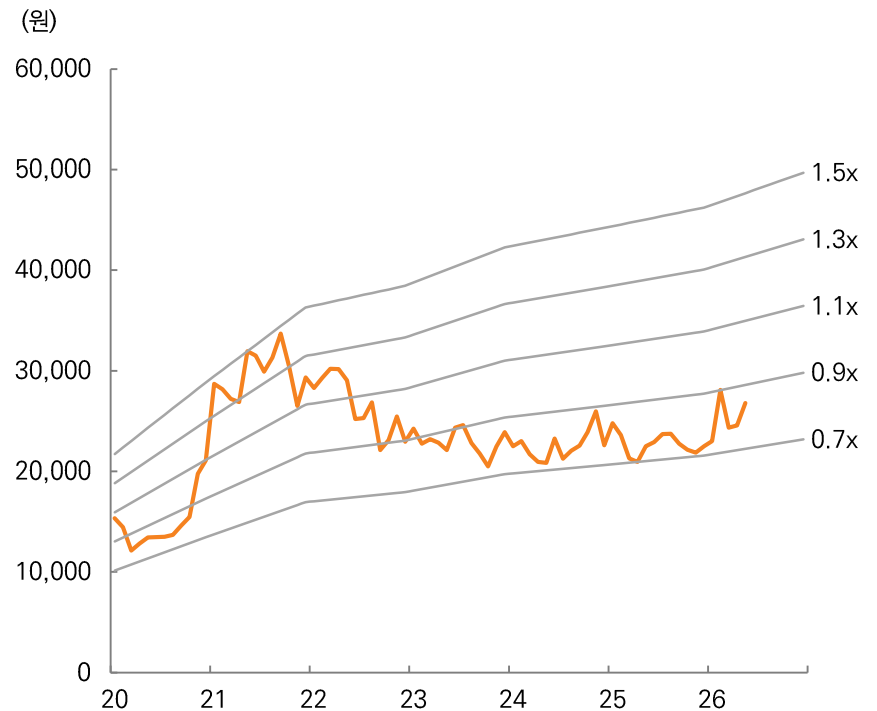
- 목표주가 31,000원(PBR 1배)를 유지  
 - 다만 비수기인 2Q26에 현 상황이 유지될 경우 대다수의 항공사 영업 실적이 적자로 전환될 가능성도 배제할 수 없는 상황
- 아시아나항공 합병과 함께 상대적인 경쟁력 강화로 이어질 것
- 항공우주 사업부의 재평가 기대감도 유효

### 대한항공 부채비율 추이



자료: 현대글로벌비스, 미래에셋증권 리서치센터

### 대한항공 12M FWD PBR 밴드



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	25,226	29,963	30,172	30,545
매출원가	21,550	26,640	26,160	26,295
매출총이익	3,676	3,323	4,012	4,250
판매비와관리비	2,562	2,313	2,403	2,536
조정영업이익	1,114	1,010	1,608	1,715
영업이익	1,114	1,010	1,608	1,715
비영업손익	-291	-693	-659	-438
금융손익	-558	-584	-567	-345
관계기업등 투자손익	22	20	20	20
세전계속사업손익	823	317	949	1,277
계속사업법인세비용	176	79	237	319
계속사업이익	647	238	712	958
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	647	238	712	958
지배주주	780	226	676	910
비지배주주	-132	12	36	48
총포괄이익	631	238	712	958
지배주주	783	1,091	3,263	4,391
비지배주주	-152	-853	-2,551	-3,433
EBITDA	3,969	3,293	3,945	4,109
FCF	-214	3,377	1,685	2,737
EBITDA 마진율 (%)	15.7	11.0	13.1	13.5
영업이익률 (%)	4.4	3.4	5.3	5.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	3.1	0.8	2.2	3.0

자료: 대한항공, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	9,709	12,811	13,746	15,906
현금 및 현금성자산	1,870	3,490	4,034	5,831
매출채권 및 기타채권	1,202	1,430	1,490	1,546
재고자산	1,449	1,723	1,796	1,863
기타유동자산	5,188	6,168	6,426	6,666
비유동자산	40,697	40,939	41,435	40,892
관계기업투자등	173	206	214	222
유형자산	32,944	33,176	33,743	33,262
무형자산	2,986	2,871	2,767	2,673
자산총계	50,406	53,749	55,181	56,798
유동부채	15,081	16,867	17,339	17,777
매입채무 및 기타채무	893	1,062	1,107	1,148
단기금융부채	5,689	5,695	5,697	5,698
기타유동부채	8,499	10,110	10,535	10,931
비유동부채	23,866	24,911	24,978	25,019
장기금융부채	16,841	16,556	16,271	15,986
기타비유동부채	7,025	8,355	8,707	9,033
부채총계	38,947	41,779	42,318	42,796
지배주주지분	10,954	11,454	12,310	13,402
자본금	1,847	1,957	2,067	2,177
자본잉여금	4,145	4,492	4,840	5,188
이익잉여금	3,949	3,899	4,298	4,931
비지배주주지분	505	517	553	600
자본총계	11,459	11,971	12,863	14,002

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	10.7	41.3	13.8	10.3
P/CF (x)	1.7	2.9	2.4	2.3
P/B (x)	0.8	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA (x)	6.5	7.3	5.9	5.1
EPS (원)	2,111	612	1,831	2,464
CFPS (원)	13,226	8,827	10,377	10,818
BPS (원)	29,659	31,012	33,333	36,286
DPS (원)	750	750	750	750
배당성향 (%)	42.7	116.0	38.8	28.8
배당수익률 (%)	3.3	3.0	3.0	3.0
매출액증가율 (%)	41.2	18.8	0.7	1.2
EBITDA증가율 (%)	1.6	-17.0	19.8	4.1
조정영업이익증가율 (%)	-47.2	-9.3	59.3	6.6
EPS증가율 (%)	-40.8	-71.0	199.0	34.6
매출채권 회전율 (회)	21.5	25.2	22.9	22.3
재고자산 회전율 (회)	19.3	18.9	17.1	16.7
매입채무 회전율 (회)	62.8	72.7	64.3	62.2
ROA (%)	1.3	0.5	1.3	1.7
ROE (%)	7.3	2.0	5.7	7.1
ROIC (%)	2.9	2.5	3.9	4.2
부채비율 (%)	339.9	349.0	329.0	305.6
유동비율 (%)	64.4	76.0	79.3	89.5
순차입금/자기자본 (%)	148.0	119.8	103.6	79.1
조정영업이익/금융비용 (x)	1.4	1.2	1.9	2.6

## 드라이벌크에서 웨트벌크로 재편 지속

투자이견(유지)	매수
목표주가(유지)	7,400원
현재주가(26/6/2)	5,000원
상승여력	48.0%

영업이익(26F,십억원)	582
Consensus 영업이익(26F,십억원)	565
EPS 성장률(26F,%)	34.0
MKT EPS 성장률(26F,%)	239.0
P/E(26F,x)	6.6
MKT P/E(26F,x)	9.6
KOSPI	8,801.49
시가총액(십억원)	2,673
발행주식수(백만주)	535
유동주식비율(%)	45.1
외국인 보유비중(%)	16.6
베타(12M) 일간수익률	0.40
52주 최저가(원)	3,550
52주 최고가(원)	6,200
(%)	1M 6M 12M
절대주가	-9.7 14.2 35.0
상대주가	-32.3 -48.2 -58.6

### 1Q26 Review: 탱커 부문 선전으로 시장 기대치 상회

- 매출액 1.5조원(+8.3% YoY), 영업이익 1,409억원(+24.4% YoY)으로 시장 기대치 상회
- 탱커(281억원, +41% YoY) 및 LNG(472억원, +50% YoY) 중심 실적 개선
- 건화물은 BDI 상승에도 유가 급등 영향으로 수익성 개선 제한

### 지속될 실적 모멘텀: 웨트벌크 중심 사업재편 지속

- 탱커 시황은 고점 대비 조정에도 높은 수준 유지 → 안정적 이익 창출
- LNG는 장기 계약 기반으로 분기당 약 3,000만 달러 수준의 안정적 이익 기대
- SK해운 탱커 인수 효과로 하반기 실적 개선 가속화 전망

### 밸류에이션/리스크

- 목표주가 7,400원, EV/EBITDA 7배 기준으로 매수 의견 유지
- 웨트벌크(탱커·LNG) 중심 재편으로 고마진 구조(30~40%) 확대; PBR 0.5배 저평가 해소 기대



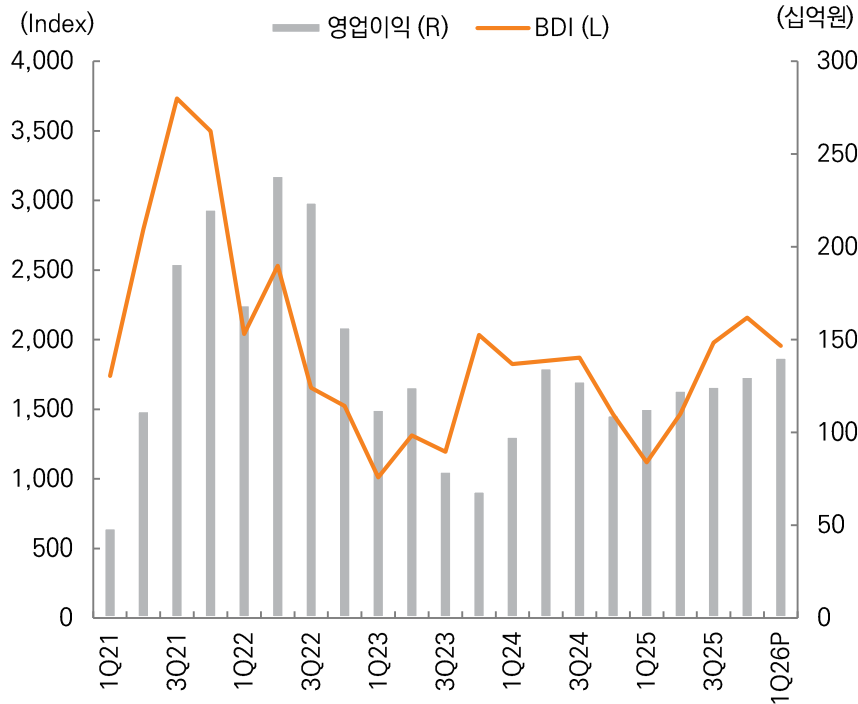
계산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	5,161	5,433	6,184	6,566	6,796
영업이익 (십억원)	471	492	582	593	614
영업이익률 (%)	9.1	9.1	9.4	9.0	9.0
순이익 (십억원)	268	301	404	497	514
EPS (원)	502	564	755	929	961
ROE (%)	5.2	5.3	6.9	7.9	7.7
P/E (배)	6.6	6.8	6.6	5.4	5.2
P/B (배)	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
배당수익률 (%)	3.6	3.9	3.0	3.0	3.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
 자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

## 1Q26 Review

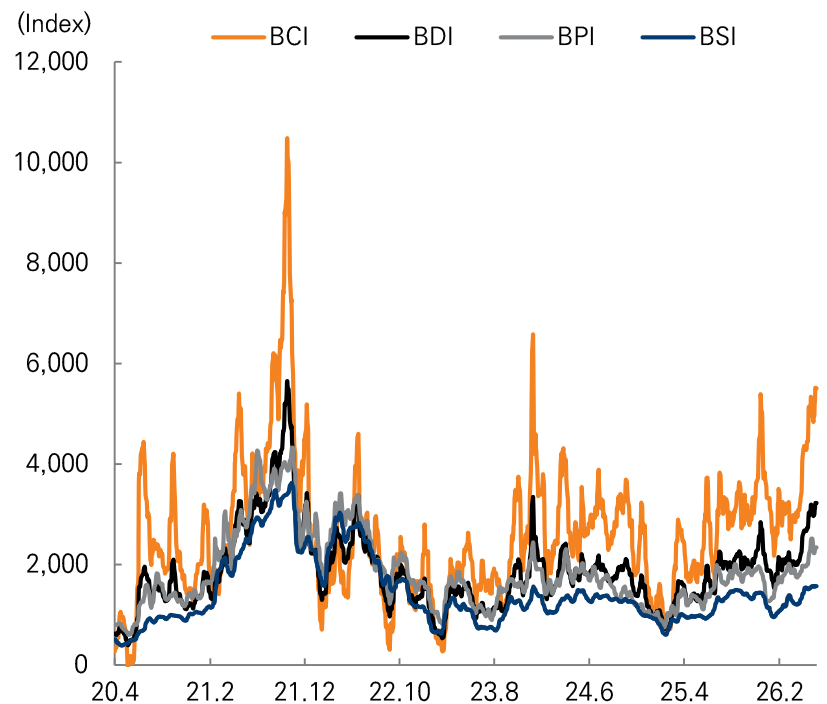
- 1분기 영업이익 24.4% YoY 증가한 1,409억원
- 건화물 부문은 유가 상승 영향의 상쇄가 기대되며, 탱커 부문은 2Q26 영업이익 212억 전망
- 6월 SK해운으로부터 인수한 VLCC; 하반기 수익 개선의 가속화로 Wet Bulk 중심의 사업 재편이 본격화될 것

분기 평균 BDI 및 팬오션 영업이익 추이



자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

BDI vs. BCI vs. BPI vs. BSI

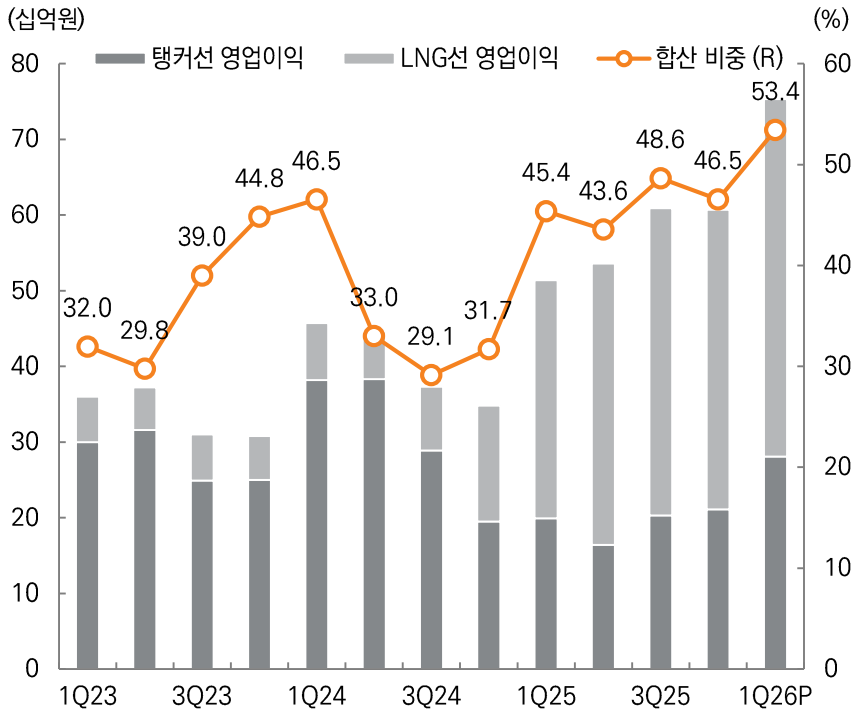


자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

## 웻벌크 전환 :이익 안정성 보강

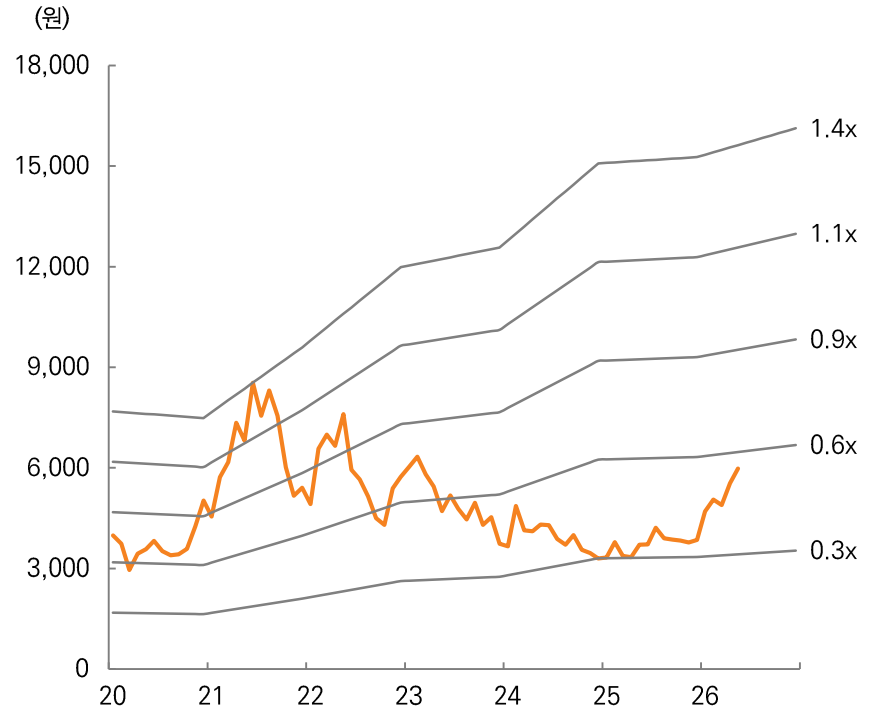
- 탱커·LNG 합산 영업이익 비중은 1Q26 53.4%까지 확대되며 벌크선 의존도 완화
- LNG는 장기계약 기반의 안정적 이익을 제공, 탱커는 SK해운 VLCC 인수 효과로 하반기 기여 확대 기대
- 웻벌크 이익 비중 확대는 건화물 시황 변동성을 완화하고 전사 이익 안정성을 보강
- 이익 구조 개선이 지속될 경우, 팬오션의 P/B 0.5배 저평가 해소 논리 강화

탱커·LNG 영업이익 및 합산 비중 추이



자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

팬오션 12M FWD PBR 밴드



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

### 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	5,433	6,184	6,566	6,796
매출원가	4,820	5,467	5,821	6,025
매출총이익	613	717	745	771
판매비와관리비	121	136	151	156
조정영업이익	492	582	593	614
영업이익	492	582	593	614
비영업손익	-174	-154	-61	-63
금융손익	-177	-192	-190	-172
관계기업등 투자손익	29	40	60	60
세전계속사업손익	318	428	532	551
계속사업법인세비용	17	24	35	37
계속사업이익	301	404	497	514
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	301	404	497	514
지배주주	301	404	497	514
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	134	404	497	514
지배주주	134	404	497	514
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	1,013	1,120	1,141	1,163
FCF	481	-254	366	382
EBITDA 마진율 (%)	18.6	18.1	17.4	17.1
영업이익률 (%)	9.1	9.4	9.0	9.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	5.5	6.5	7.6	7.6

자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

### 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	1,854	2,237	2,291	2,292
현금 및 현금성자산	840	1,076	1,095	1,057
매출채권 및 기타채권	262	300	309	319
재고자산	115	132	136	140
기타유동자산	637	729	751	776
비유동자산	9,000	9,475	9,538	9,601
관계기업투자등	202	242	249	257
유형자산	8,653	9,078	9,132	9,185
무형자산	10	8	6	4
<b>자산총계</b>	<b>10,854</b>	<b>11,712</b>	<b>11,828</b>	<b>11,893</b>
유동부채	1,366	1,898	1,656	1,301
매입채무 및 기타채무	226	259	266	275
단기금융부채	748	1,356	1,099	725
기타유동부채	392	283	291	301
비유동부채	3,764	3,767	3,708	3,694
장기금융부채	3,740	3,740	3,680	3,665
기타비유동부채	24	27	28	29
<b>부채총계</b>	<b>5,130</b>	<b>5,665</b>	<b>5,365</b>	<b>4,995</b>
<b>자배주주지분</b>	<b>5,723</b>	<b>6,047</b>	<b>6,464</b>	<b>6,897</b>
자본금	535	535	535	535
자본잉여금	1,942	1,942	1,942	1,942
이익잉여금	2,097	2,420	2,837	3,271
비지배주주지분	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>5,723</b>	<b>6,047</b>	<b>6,464</b>	<b>6,897</b>

### 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	6.8	6.6	5.4	5.2
P/CF (x)	2.0	2.3	2.1	2.1
P/B (x)	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA (x)	5.4	5.8	5.4	4.9
EPS (원)	564	755	929	961
CFPS (원)	1,898	2,155	2,326	2,329
BPS (원)	10,707	11,312	12,092	12,903
DPS (원)	150	150	150	150
배당성향 (%)	26.6	19.9	16.1	15.6
배당수익률 (%)	3.9	2.7	2.7	2.7
매출액증가율 (%)	5.3	13.8	6.2	3.5
EBITDA증가율 (%)	7.7	10.6	1.9	1.9
조정영업이익증가율 (%)	4.4	18.3	2.0	3.5
EPS증가율 (%)	12.4	34.0	23.0	3.4
매출채권 회전율 (회)	19.8	22.2	21.8	21.8
재고자산 회전율 (회)	45.8	50.1	49.1	49.3
매입채무 회전율 (회)	21.8	25.5	25.0	25.1
ROA (%)	2.9	3.6	4.2	4.3
ROE (%)	5.3	6.9	7.9	7.7
ROIC (%)	5.5	6.0	5.8	5.9
부채비율 (%)	89.6	93.7	83.0	72.4
유동비율 (%)	135.7	117.9	138.3	176.1
순차입금/자기자본 (%)	60.1	62.6	53.2	44.7
조정영업이익/금융비용 (x)	2.3	2.5	2.6	2.9

# Global Peer Group (Valuation)

## 글로벌 해운업체 Peer Valuation

(십억원, %, 배)

	회사명	시가총액	매출액		영업이익		순이익		ROE		PER		PBR		EV/EBITDA	
			26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F
건화물	팬오션	2,678	6,037	6,205	569	602	381	437	6.5	7.1	7.0	6.1	0.4	0.4	5.6	5.3
	대한해운	665	1,241	1,238	241	240	150	152	6.7	6.4	4.4	4.4	0.3	0.3	5.2	5.2
	가와사키기선	15,578	9,670	9,800	812	871	905	850	6.1	6.1	16.6	15.9	0.9	0.9	11.6	10.8
	미쓰이 OSK라인스	18,836	18,037	18,237	1,193	1,259	1,646	1,614	6.2	6.2	10.5	10.5	0.7	0.6	16.0	14.0
	엔와이케이라인	20,350	23,358	24,024	1,318	1,417	1,799	1,765	6.2	6.2	11.2	11.2	0.7	0.7	9.9	9.2
	퍼시픽 베이슨	3,247	3,562	3,512	210	225	203	219	7.6	7.7	15.9	14.3	1.1	1.1	-	-
	스타 벌크 캐리어스	4,768	1,701	1,693	745	741	694	660	19.8	20.1	6.8	7.2	1.3	1.3	5.4	5.6
	다이애나 시핑	460	374	418	128	171	65	114	2.3	7.6	6.1	3.8	0.5	0.5	4.9	4.0
	D/S 노르덴	2,163	4,432	4,327	177	182	93	139	4.9	4.7	21.8	14.7	1.0	1.0	4.3	3.9
<b>건화물 평균</b>		<b>7,638</b>	<b>7,601</b>	<b>7,717</b>	<b>599</b>	<b>634</b>	<b>660</b>	<b>661</b>	<b>7.4</b>	<b>8.0</b>	<b>11.1</b>	<b>9.8</b>	<b>0.8</b>	<b>0.7</b>	<b>7.9</b>	<b>7.3</b>
컨테이너	코스코해운	49,780	49,622	46,730	6,177	3,713	5,158	3,801	8.7	-	9.7	12.8	-	-	-	-
	OOIL	17,978	14,480	14,174	1,423	1,070	1,476	957	7.3	6.0	11.8	18.3	0.8	0.8	-	-
	에버그린 마린	24,092	18,018	17,911	2,509	2,673	2,348	2,230	6.5	6.1	11.6	15.3	0.9	0.9	5.6	6.0
	양밍 해운	9,017	7,877	8,783	337	516	569	618	3.8	4.3	15.0	17.5	0.6	0.5	0.6	0.6
	SFL	2,471	1,013	1,136	256	321	41	109	4.5	9.3	76.0	28.9	1.7	1.8	10.2	9.2
	Hapag-Lloyd AG	35,469	31,266	32,253	(9)	(396)	(195)	(447)	(1.0)	(1.8)	-	-	1.1	1.2	9.5	8.9
	MAERSK	60,428	80,404	79,353	504	(760)	268	(1,402)	0.0	(1.6)	408.4	-	0.7	0.7	7.9	8.9
<b>컨테이너 평균</b>		<b>20,950</b>	<b>21,509</b>	<b>21,280</b>	<b>1,210</b>	<b>812</b>	<b>1,048</b>	<b>678</b>	<b>4.4</b>	<b>4.7</b>	<b>63.5</b>	<b>15.1</b>	<b>0.9</b>	<b>0.9</b>	<b>6.3</b>	<b>6.1</b>
<b>전체 평균</b>		<b>16,749</b>	<b>16,943</b>	<b>16,862</b>	<b>1,037</b>	<b>803</b>	<b>975</b>	<b>738</b>	<b>6.0</b>	<b>6.3</b>	<b>42.2</b>	<b>12.9</b>	<b>0.9</b>	<b>0.8</b>	<b>7.4</b>	<b>7.1</b>

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

# Global Peer Group (Valuation)

## 글로벌 탱커 Peer Valuation

(십억원, %, 배)

	회사명	시가총액	매출액		영업이익		순이익		ROE		PER		PBR		EV/EBITDA	
			26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F
탱커	중위안 해운 능원 운수	20,974	7,634	7,474	3,407	3,070	2,555	2,322	22.3	16.9	8.2	9.7	1.9	1.8	-	-
	초상기선	27,977	8,085	8,316	3,260	3,031	2,740	2,767	25.1	21.7	10.1	10.0	2.4	2.1	-	-
	MISC	13,908	4,968	5,113	1,105	1,180	923	993	6.9	7.1	14.6	13.6	1.0	1.0	8.6	8.3
	네비게이터 홀딩스	2,044	831	791	269	193	202	166	10.2	7.8	10.6	12.2	1.0	0.9	7.2	7.5
	아드모어 시핑	1,014	400	278	185	71	185	104	16.5	-	5.5	14.6	1.0	0.9	4.2	6.3
	노르딕 아메리칸 탱커스	1,691	465	350	275	142	221	98	34.1	13.8	7.8	17.4	2.5	2.5	6.5	9.9
	유로나브	-	3,138	3,034	1,659	1,273	951	715	36.6	14.4	-	-	-	-	-	-
	스코피오 탱커스	5,837	1,765	1,323	987	489	886	494	19.5	9.1	6.0	11.6	1.0	0.9	4.3	7.0
	글라 LNG	7,805	611	659	362	299	218	139	5.0	2.4	49.1	87.5	2.7	2.8	24.7	25.7
	DHT 홀딩스	4,064	1,040	778	676	486	764	471	46.7	26.3	5.7	9.0	2.3	2.3	5.1	7.2
	스톨트-닐슨	2,837	4,229	4,265	466	467	243	252	6.7	6.5	10.3	9.9	0.7	0.6	6.1	6.0
	플렉스 LNG	-	524	527	277	281	165	172	16.2	18.3	-	-	-	-	-	-
	오드펠	1,390	1,371	1,428	294	287	206	198	13.9	12.4	6.7	7.0	0.9	0.8	5.1	5.0
<b>세계 평균</b>		<b>8,140</b>	<b>2,697</b>	<b>2,641</b>	<b>1,017</b>	<b>867</b>	<b>789</b>	<b>684</b>	<b>20.0</b>	<b>13.0</b>	<b>12.3</b>	<b>18.4</b>	<b>1.6</b>	<b>1.5</b>	<b>8.0</b>	<b>9.2</b>

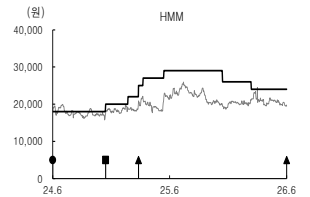
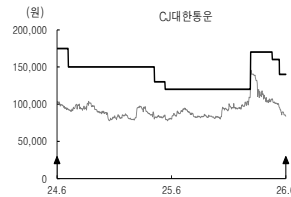
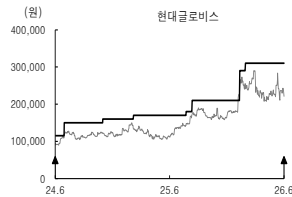
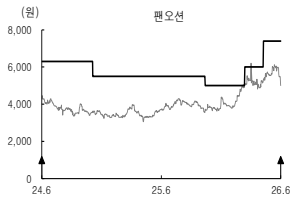
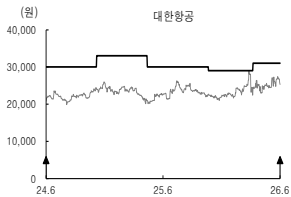
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

# Compliance

## 투자이건 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자이건	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자이건	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
대한항공 (003490)					2024.07.01	매수	150,059	-18.50	-14.97
2026.03.10	매수	31,000	-	-	2024.01.26	매수	115,046	-19.16	-0.22
2025.10.22	매수	29,000	-20.48	-0.17	CJ대한통운 (000120)				
2025.04.14	매수	30,000	-22.93	-12.50	2026.05.13	매수	140,000	-	-
2024.11.07	매수	33,000	-28.71	-21.36	2026.04.20	매수	160,000	-36.71	-33.13
2024.01.31	매수	30,000	-26.65	-18.33	2026.02.10	매수	170,000	-31.71	-14.29
팬오션 (028670)					2025.05.13	매수	120,000	-25.74	-2.42
2026.04.10	매수	7,400	-	-	2025.04.09	매수	130,000	-36.05	-34.23
2026.02.12	매수	6,000	-13.57	3.33	2024.07.08	매수	150,000	-40.47	-30.67
2025.10.14	매수	5,000	-18.73	1.60	2024.02.13	매수	175,000	-33.96	-20.40
2024.11.05	매수	5,500	-33.14	-21.91	HMM (011200)				
2024.05.14	매수	6,300	-38.93	-29.21	2026.02.12	매수	24,000	-	-
현대글로비스 (086280)					2025.11.14	매수	26,000	-22.62	-18.46
2026.01.30	매수	310,000	-	-	2025.05.15	매수	29,000	-22.68	-10.52
2026.01.12	매수	290,000	-11.79	-5.86	2025.03.11	매수	27,000	-27.88	-22.41
2025.08.13	매수	210,000	-16.72	7.86	2025.02.25	매수	25,000	-16.01	-11.40
2025.07.25	매수	180,000	-13.80	-5.67	2025.01.23	Trading Buy	22,000	-15.75	-9.09
2025.02.07	매수	170,000	-27.10	-12.47	2024.11.14	Trading Buy	20,000	-7.85	-0.90
2024.11.01	매수	160,000	-22.69	-6.63	2024.08.11	1년 경과 이후	18,000	-4.00	4.78
2024.07.25	매수	150,000	-23.10	-16.87	2023.08.11	종립	18,000	-4.57	22.78

\* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조분분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



# Compliance

## 투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(-), 목표주가(→), Not covered(■)

\* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

\* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

## 투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
80.84%	0%	18.56%	0.6%

\* 2026년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

## Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 대한항공, HMM, 현대글로벌비스 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사의 애널리스트는 자료 작성일 기준으로 1개월 이내에 현대글로벌비스 의 기업설명회 등에 해당 법인의 비용으로 참석한 사실이 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.