

| Industry In depth


| 운송

| Overweight

| 2024. 12. 3

다시 만난 세계

2025년
운송업 연간 전망

- 
1. 항공: 헤매임의 끝
 2. 해운: 격동기 도래
 3. 육운: 반전 모색 중

운송/조선

Analyst 이재혁

jaehyuklee@ls-sec.co.kr



LS증권 이재혁입니다.

“다시 만난 세계” 라는 제목으로 운송업종 25년 연간 전망 자료를 준비했습니다.

전통적으로 운송업종은 유가·금리·환율의 함수로 설명되어 왔습니다. 그러나 최근의 업황은 이들 전통적인 거시경기 요소들 뿐만 아니라 전쟁을 비롯한 지정학적 이슈와 기후 변화, 팬데믹~리오프닝, 환경규제, 국제 정치 환경 변화에 이르기까지 그 어느때보다도 다양한 변수들이 시장 변동성을 심화하는 촉매로서 작용하는 양상입니다.

육·해·공 각 업권의 기업들이 25년 또 한 번 저마다의 변화를 맞이합니다.

산업 생태계의 치열한 변화 속에서 업종 내 옥석가리기는 올해에도 이어집니다.

항공업종의 경우 **대한항공-아시아나항공 합병**이 비로소 마무리되며 산업 생태계의 재편이 이루어질 전망입니다.

가파른 경쟁구도 재편 속에서 몇몇 기업들은 눈에 띄는 반사수혜를 확인할 것입니다.

항공사들의 실적 흐름은 **2025년에도 여객·화물 두루 긍정적일 것**으로 기대됩니다.

일본·미주 노선의 수요 활황세가 지속되는 가운데 중국·유럽 노선의 판매비중이 서서히 상승하며 항공사들의 실적 성장 기회를 제공할 것입니다.

트럼프 2기 행정부 출범에 따라 항공사들의 **미주노선 환승수혜**가 이어지는 한편 **유가 하락에 따른 마진 상승** 또한 노려볼 수 있습니다.

해운업종의 경우 홍해사태의 수혜가 단기간 이어지지만 **신조 인도와 물동량 둔화, 폐선 부진**으로 인한 **컨테이너 시장의 점진 우하향**을 전망합니다.

‘25.02 2M의 해체로 **글로벌 컨테이너 해운동맹 재편**이 일어나며 경쟁환경은 더욱 격화될 것으로 예상됩니다.

건화물선 시장 또한 소폭 둔화가 예상됩니다. 중국의 신규착공 부진으로 Cape 화물 수요 반등까지는 시일이 걸릴 것으로 보입니다.

파나마스 시장 또한 파나마운하의 통행 안정화와 라니냐로 인한 브라질발 곡물 물동량 부족으로 수요 둔화가 점쳐집니다.

하반기 노후선대 퇴출 니즈의 점진 확대와 중국 경기부양 모멘텀 본격화를 기대합니다.

육운업종의 경우 **이커머스의 꾸준한 성장세**와 그간 이연되어 온 **평가 인상 기대**가 택배사들의 기회로 작용할 것으로 전망합니다.

해운/육운 최선호주로는 **현대글로벌비스**, 항공 최선호주로는 **대한항공, 진에어**를 제시합니다.

감사합니다.

Contents



다시 만난 세계 | 2025년 운송업 연간 전망

Part I 04 항공: 헤매임의 끝

불확실성, 이제 안녕

Part II 35 해운: 격동기 도래

공급과잉에 트럼프를 더하면

Part III 51 육운: 반전 모색 중

다시 ASP에 주목할 차례

Part IV 55 기업분석

★ 최선희주: 현대글로비스, 대한항공, 진에어

기업분석: 제주항공, 티웨이항공, HMM,
팬오션, CJ대한통운

Part I

항공: 헤매임의 끝

불확실성, 이제 안녕

- 공급 확대를 견뎌내는 강한 여객 수요
- 일본·미주 노선 호황 지속. 중국·유럽 노선 회복 기대
- 대한항공·진에어 최선호. 메가FSC·3사 통합LCC 출범 기대

[항공] 항공산업 생태계 재편의 원년

종합

항공 업종 투자의견으로 **Overweight** 제시

- 항공사들의 공급 확대에도 불구하고 강한 수요가 이어지며 운임, 탑승율 모두 견조할 것
- 트럼프 2기 행정부 출범 : 미중 환승 수혜와 유가 하락 효과로 국내 항공업종 반사이익 기대
- 대한항공-아시아나항공 합병 마무리. 업종 생태계 중대 불확실성 해소에 따라 밸류에이션 상방 리레이팅 기대

여객

일본/미주 호실적 지속. 중국/유럽 반등 기대

- 국내선: 국제선 공급 확대 속 Peak-Out 추세 지속 예상
- 일본: 수요 강세 유지되나 공항 조업 및 항공유 급유 여건 Shortage로 실적 상승 Room은 제한적
- 동남아: 완전한 계절성 양상. 라니냐 영향에 따른 수요 둔화 우려 존재
- 중국: I/B 성장세 지속. 3Q25 이후 O/B 수요 확대 기대
- 미주: 미중 관계 경색으로 환승 수요 강세. FSC 실적 기여도 주목
- 유럽: 러우전쟁에 따른 운항 비효율 해소 급선무. 티웨이항공 추가 대형기재 확보가 변수

항공 화물

기저수요 발생으로 호황 지속

- 글로벌 공급망 쇼티지 속 특송수요 호조와 전자상거래 물동량 확대로 시장 성장 지속
- C커머스 수혜로 항공화물 Base 수요 형성되며 구조적 성장

투자 의견

2025 투자전략: 대한항공 · 진에어 최선호. 메가FSC · 3사 통합LCC 출범 기대

- 대한항공: OZ 인수 마무리. 여객 · 화물 동반 호시황 속 압도적 실적 역량 지속 입증 전망
- 진에어: 27년 3사 통합 LCC 출범으로 LCC 업계 1위 등극. 압도적 저평가 요인 점진 해소로 충분한 Upside 확보 전망

[항공] 누가 Peak-out 소리를 내었는가?

● Pre-Pandemic을 넘어, 이제 New-Normal에 진입

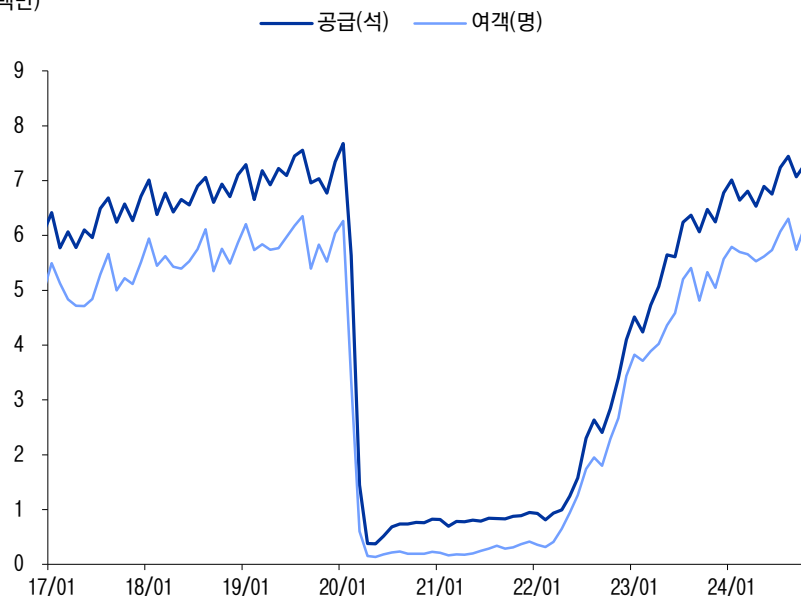
- '24.10 인천국제공항 국제선 여객 수송실적 616 만명 (YoY +15.5%) 으로 10월 기준 역대 최고 실적 기록
- 평년 대비 비싼 항공 운임과 비우호적 소비경기 환경에도 불구하고 항공 여객수요는 상대적 견조

● 근거리 중심 공급경쟁 이어지지만 강한 수요로 고운임, 고L/F 환경 유지

- 일본/동남아 노선 중심 항공사들의 공급 확대 이어지는 양상
- 그럼에도 불구하고 강한 여객 수요가 이를 커버하며 항공사들의 3분기 호실적 기록 배경으로 작용
- 여객 회복기 대비 절대적인 운임 레벨 다소 하락했으나 여전히 19년 수준을 아득히 상회

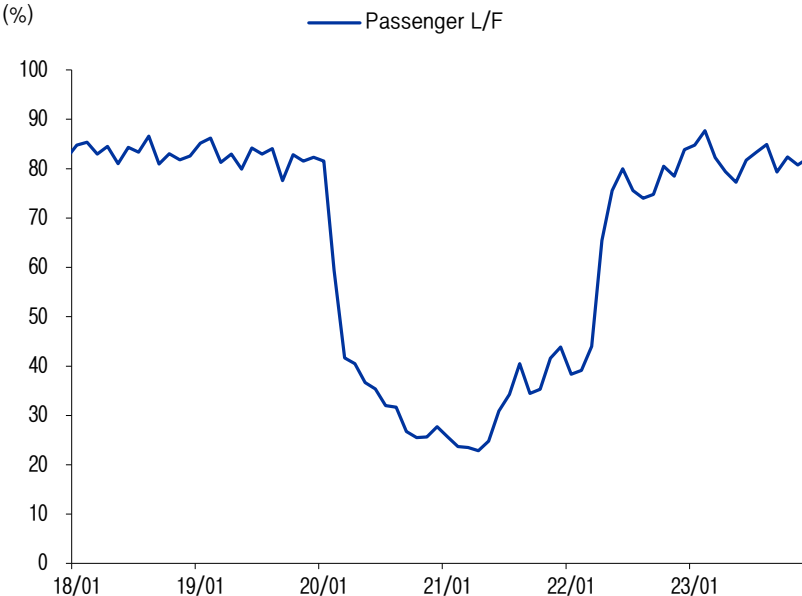
인천국제공항 국제선 여객 수송실적

(백만)



인천국제공항 국제선 여객 Load Factor 추이

(%)



자료: Airportal, LS증권 리서치센터

[항공] 우호적 유가 환경

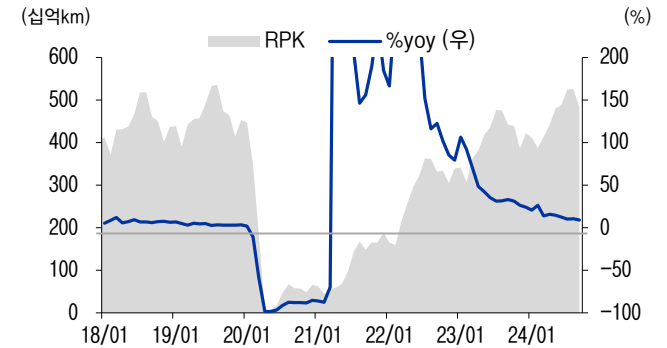
● 국제유가 하락 + 정제마진 축소로 유류비 부담 완화

- 글로벌 항공수요 상승세 둔화로 정제마진은 평년 수준으로 회귀
- 트럼프 2기 행정부 출범과 중국발 수요부진으로 국제유가 하락 기대 확대

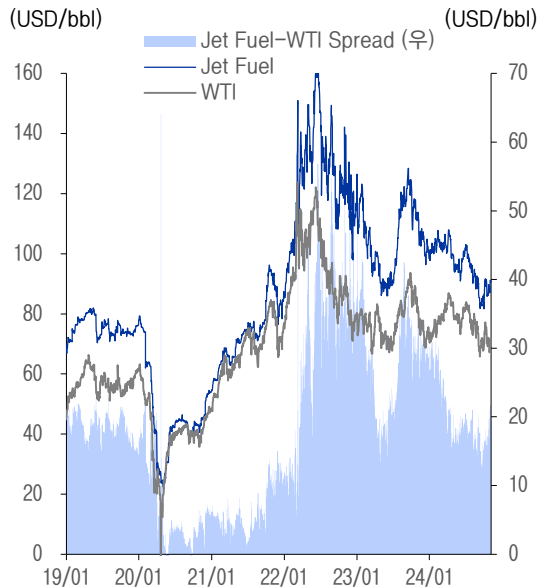
● 유류비 부담 해소로 여객수요 및 운임 Peak-Out 우려 상쇄

- 단거리 노선 중심의 공급확대로 항공사간 경쟁 심화양상 : 운임 하락 우려 확대
- 운임경쟁 불가피하나 우호적인 항공유 가격 환경이 항공사들의 수익성을 방어
- 통상적으로 유류비는 항공사 운항원가의 30% 가량을 차지 (장거리일수록, 이·착륙 횟수 늘어날수록 ↑)

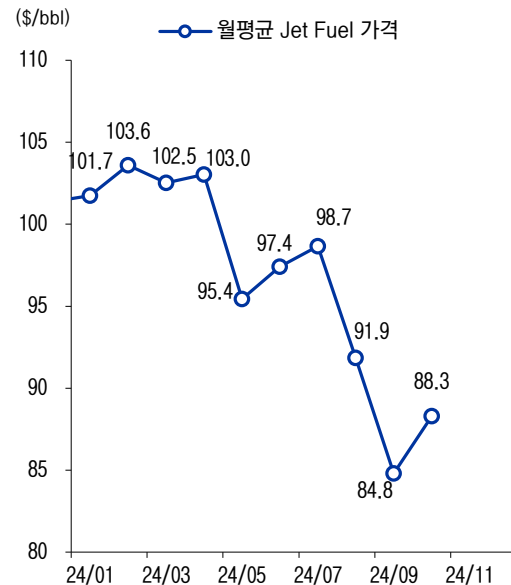
글로벌 여객 RPK 추이



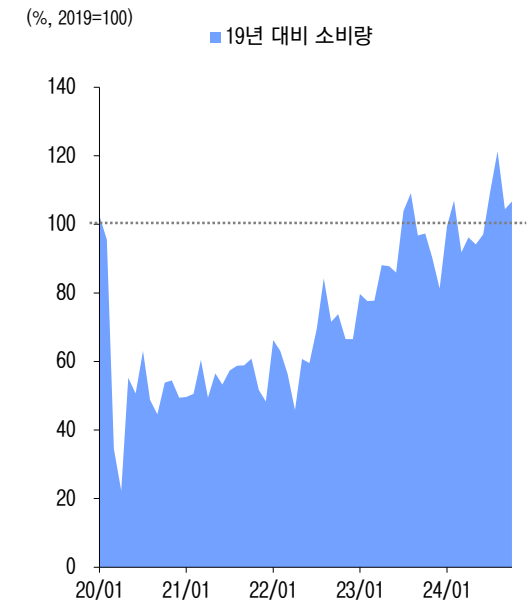
항공유 가격 추이



항공유 정제마진 추이



항공유 소비량 추이 (vs 2019)



[항공] 보잉發 기재 공급난 지속 중

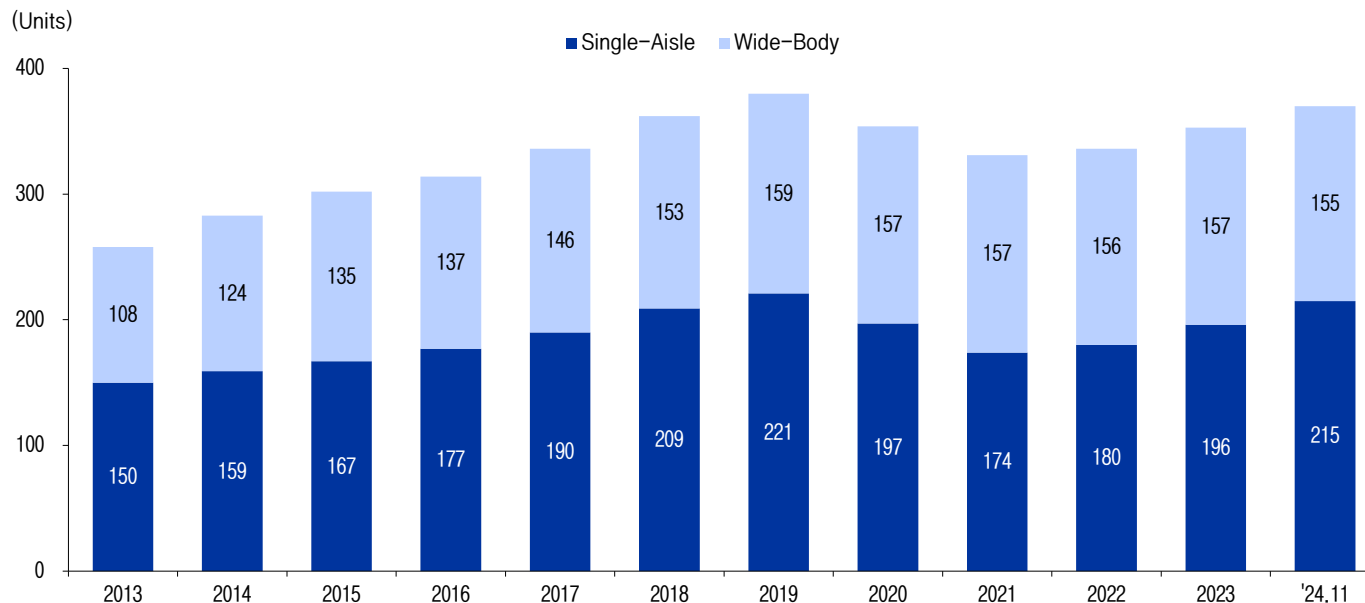
● 기대 대비 아쉬운 신규 기재 인도

- 보잉발 생산차질과 글로벌 신조기 시장 공급자 우위환경 지속에 따라 국내 항공사들의 기재 확보 계획에 차질
- 시베리아 영공 통과 제한(러우전쟁) 과 국내 항공 여객시장의 초과수요 환경을 고려할 때, 19년 대비 많은 기재가 필요

● 바람 잘 날 없는 Boeing

- 11/21 미 연방 항공청(FAA)는 B737 Max 기재의 엔진 안전 문제 검토위원회를 몇 주 이내 소집할 계획이라고 밝힘 (Reuters)
- CFM LEAP-1B 엔진의 안전지침 개정 및 안전기준 상향 논의와 관련해 MAX 7, 10 모델의 인증절차 및 MAX 8, 9 모델의 생산 지연 우려 확대

국내 항공사 보유 여객기 총 기단 규모 추이



'24.11 기재 현황

Single-Aisle	
A220	10
A320	10
A321	58
B737	137
계	215
Wide-Body	
A330	45
A350	15
A380	14
B747	9
B767	1
B777	50
B787	21
계	155

[항공] 보잉發 기재 공급난 지속 중

● 기대 대비 아쉬운 신규 기재 인도

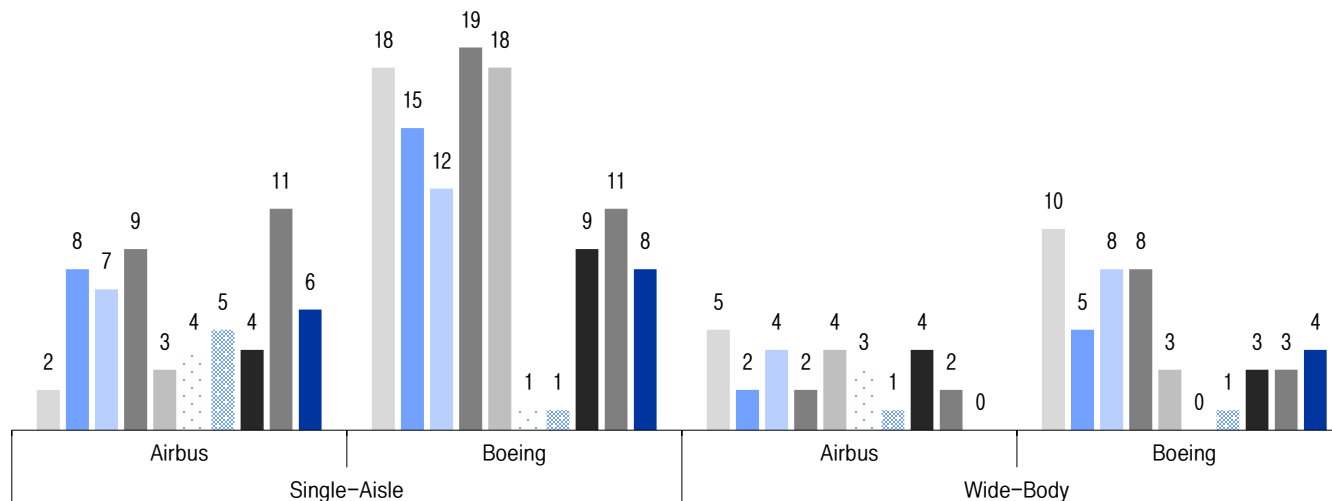
- 보잉발 생산차질과 글로벌 신조기 시장 공급자 우위환경 지속에 따라 국내 항공사들의 기재 확보 계획에 차질
- 시베리아 영공 통과 제한(러우전쟁) 과 국내 항공 여객시장의 초과수요 환경을 고려할 때, 19년 대비 많은 기재가 필요

● 바람 잘 날 없는 Boeing

- 11/21 미 연방 항공청(FAA)는 B737 Max 기재의 엔진 안전 문제 검토위원회를 몇 주 이내 소집할 계획이라고 밝힘 (Reuters)
- CFM LEAP-1B 엔진의 안전지침 개정 및 안전기준 상향 논의와 관련해 MAX 7, 10 모델의 인증절차 및 MAX 8, 9 모델의 생산 지연 우려 확대

국내 항공사 연도별 신규 기재 도입 추이

(Units) ■ 2015 ■ 2016 ■ 2017 ■ 2018 ■ 2019 ■ 2020 ■ 2021 ■ 2022 ■ 2023 ■ 2024

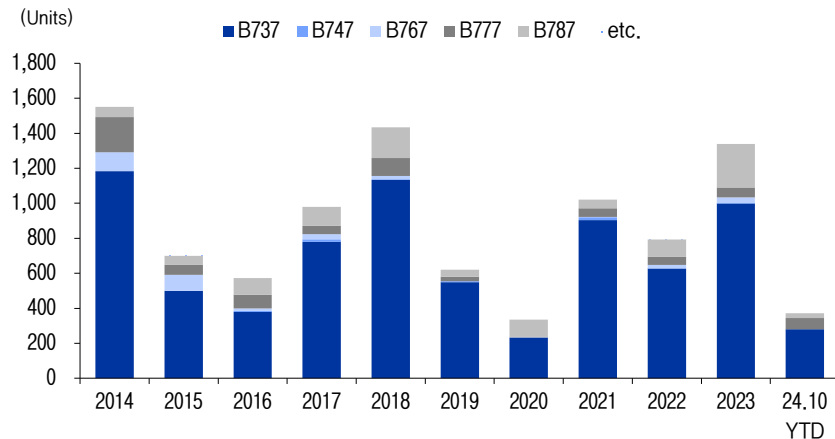


24년 신규 도입 기재

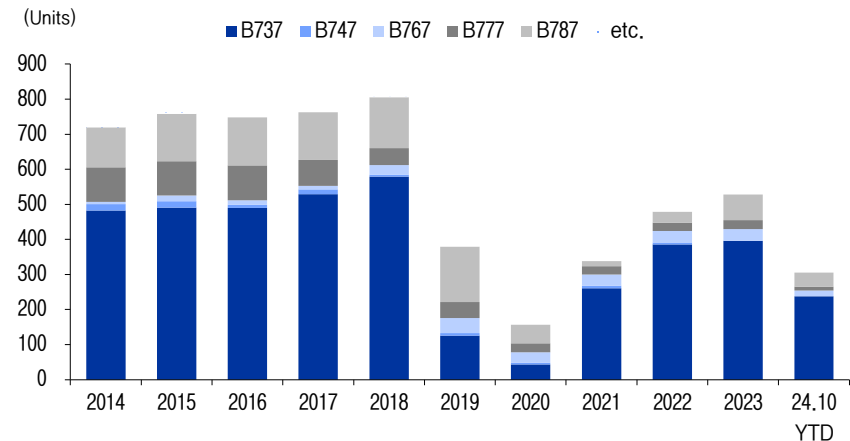
Narrow-Body	
A320	1
A321	5
B737-800	5
B737-8	3
계	14
Wide-Body	
A330	0
A350	0
A380	0
B747	0
B777	0
B787-9	1
B787-10	3
계	4

[항공] Boeing, Airbus Orders & Deliveries

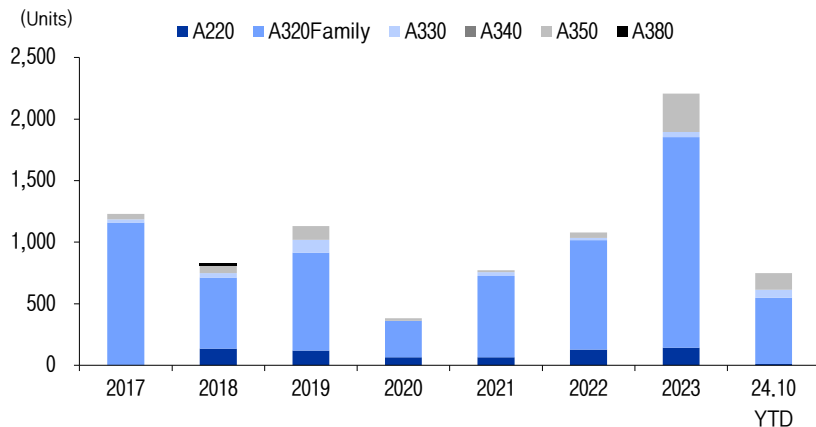
Boeing 항공기별 주문량 추이



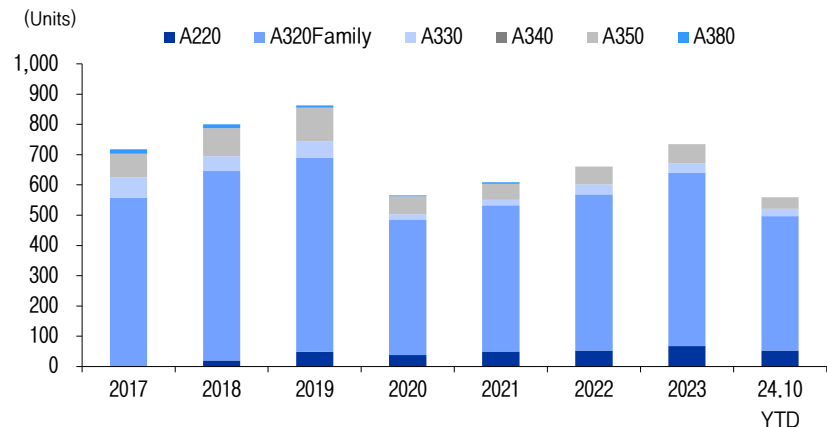
Boeing 항공기별 인도량 추이



Airbus 항공기별 주문량 추이



Airbus 항공기별 인도량 추이



[항공] 노선별 실적 점검 및 전망

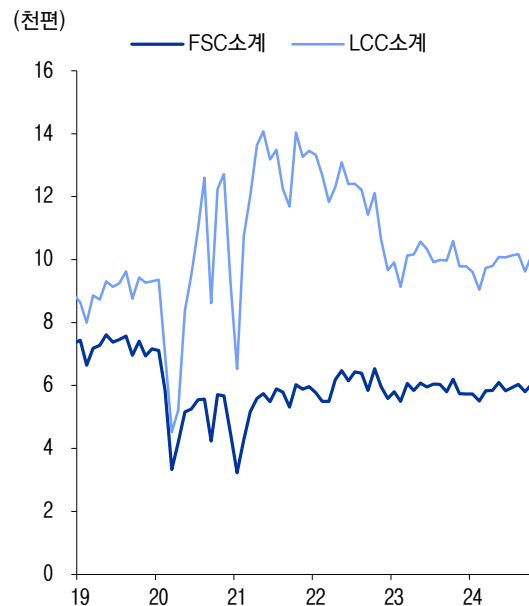
● 노선별 Summary

- 국내선: Pandemic Peak-out 마무리. 계절적 요인에 따라 변동
- 국제선: 일본/미주 호실적 지속 흐름 속 유럽/중국 회복세 예상. 동남아는 완전한 계절성 양상 전망되지만 라니냐가 변수
- In-Bound 관광 성장세로 계절성 Smoothing 효과 기대

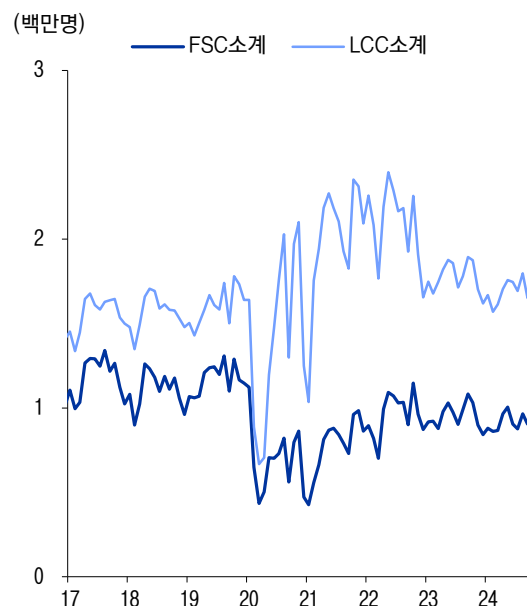
● 국내선: Pandemic Peak-out 확인. 수요/공급 상승 여력 제한적

- 국제선 공급 확대로 코로나19 기간 중 폭증한 수요가 23~24년을 거치며 반락
- 일본노선 여객 수요 Boom 지속 양상. 항공사들의 단거리 기재 국내선 운항편수 상승 여력 제한적

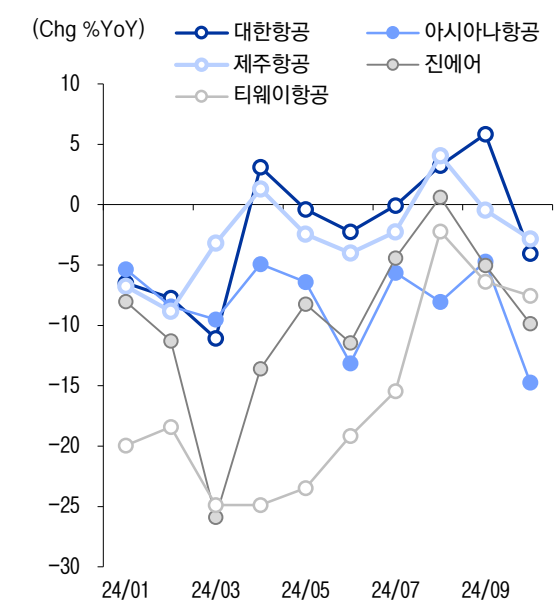
국내선 여객 운항편수 추이



국내선 여객 탑승객수 추이



주요 국적사 국내선 탑승객 수 추이



자료: Airport, LS증권 리서치센터

[항공] 국내선: 가격 메리트 부재

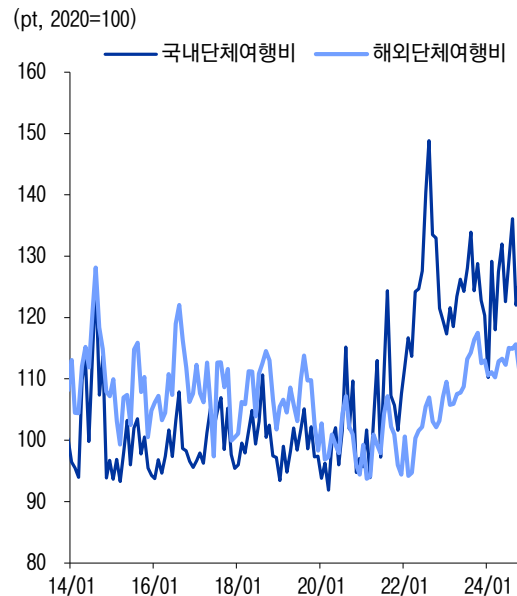
● 여전히 비싼 국내여행

- '24.10 통계청 소비자물가지수 기준 국내단체여행비 지수는 125.98 pt로 해외단체여행비 지수인 111.18 pt 를 13% 상회
- 외화 강세에도 불구하고 국내여행 대비 해외여행의 가격적 메리트가 꾸준히 부각

● 중국인 제주도 입도 상승세

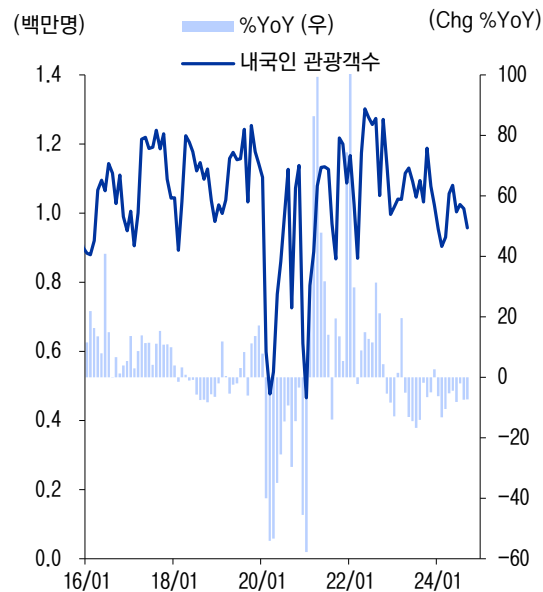
- 한국관광 열풍을 타고 중국인의 제주도 입도 또한 늘어나는 추세
- 김포/인천-제주 노선 국내선 수요 하락기조 뚜렷하나 중국인 관광 수요가 이를 소폭 상쇄

국내/해외 단체여행비 소비자물가지수

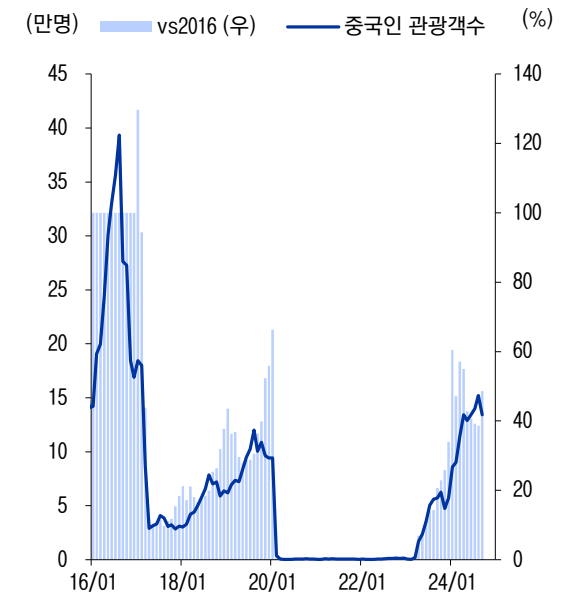


자료: KOSIS, 제주관광협회, LS증권 리서치센터

제주도 내국인 관광객수



제주도 중국인 관광객 수



[항공] 국제선: 25년에는 어디로 가볼까

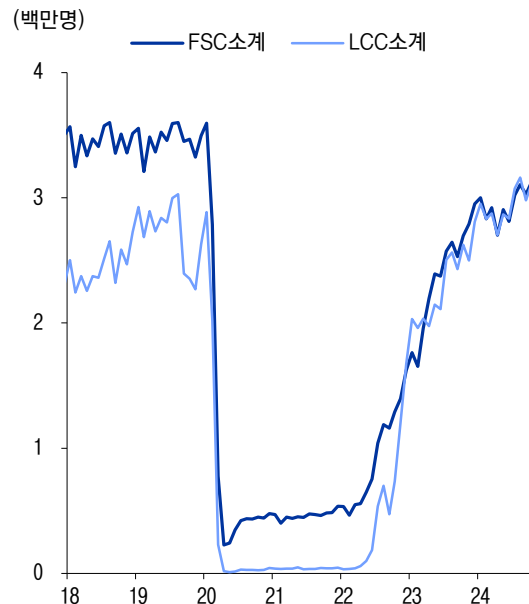
● 국제선: 꺾이지 않는 수요

- 경기둔화와 비싼 운임환경에도 불구하고 해외여행 수요는 지속 견조
- '24.10 YTD 국적사 국제선 탑승객수는 약 5,033 만명으로 19년 동 기간 실적(5,378 만명) 대비 93.6% 수준

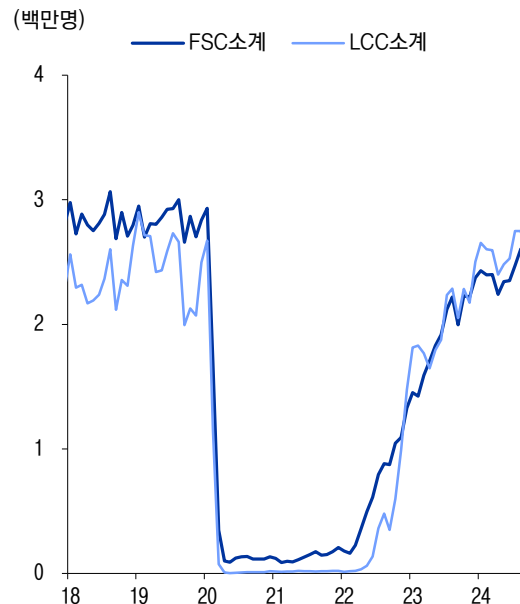
● 중요한 건 꺾이지 않는 여행 의욕

- 한국은행 추산 '24.10 여행비지출전망 소비자심리지수는 96 pt로 여전히 역사적 평균을 상회
- 비수기 진입에도 불구하고 꾸준히 월간 해외여행객수 200만명 ↑. 여행사 해외여행 패키지 모객량 또한 지속 우상향

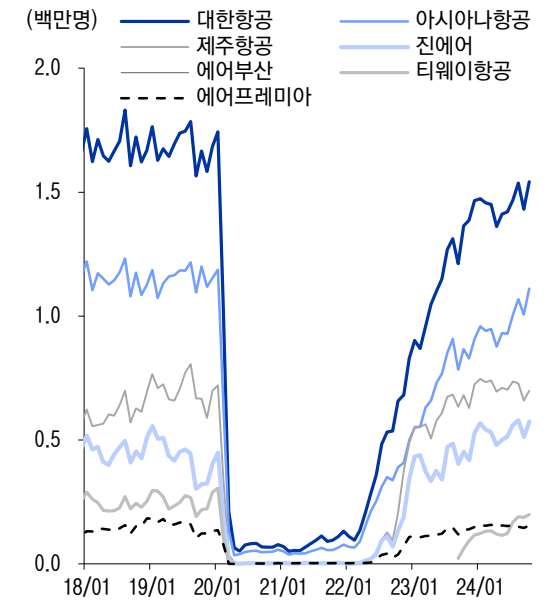
국제선 여객 운항편수 추이



국제선 여객 탑승객수 추이



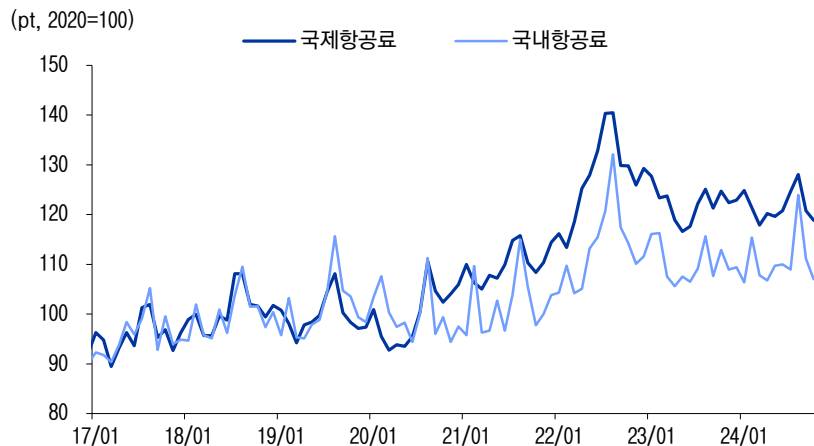
주요 국적사 국제선 탑승객수 추이



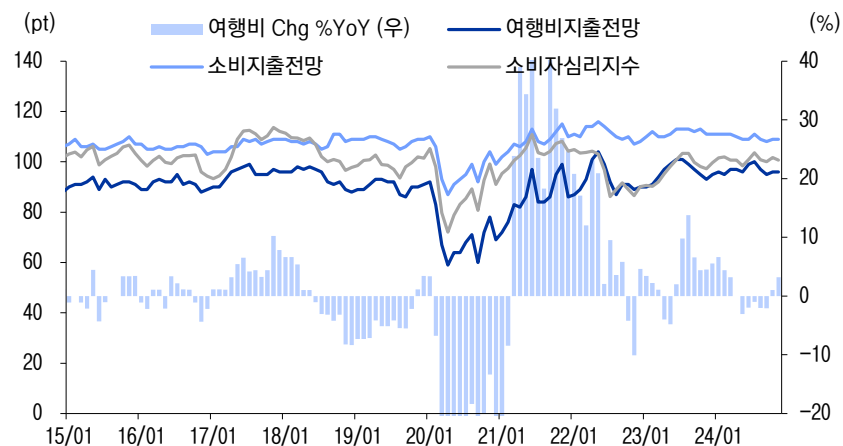
자료: KOSIS, 제주관광협회, LS증권 리서치센터

[항공] 국제선: 25년에는 어디로 가볼까

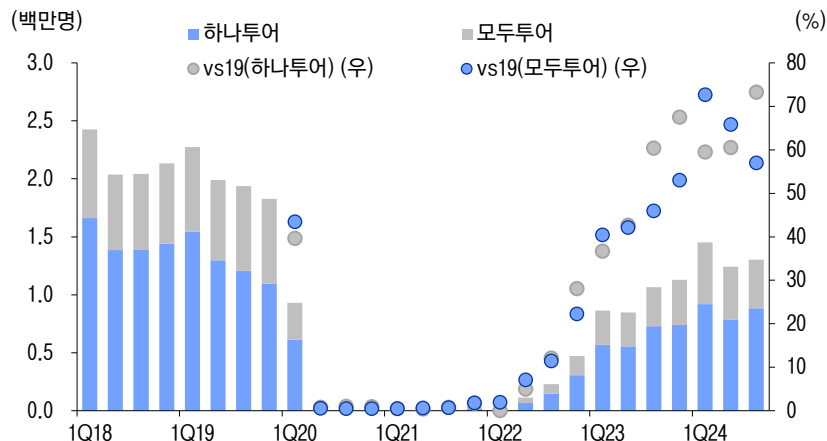
통계청 소비자물가지수 - 국제/국내 항공료



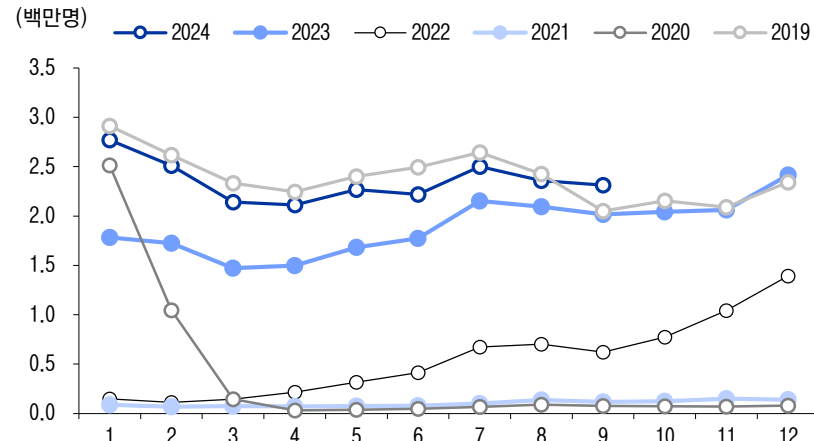
한국 CSI - 여행비 지출 전망



국내 주요 여행사 해외여행 송출객 추이



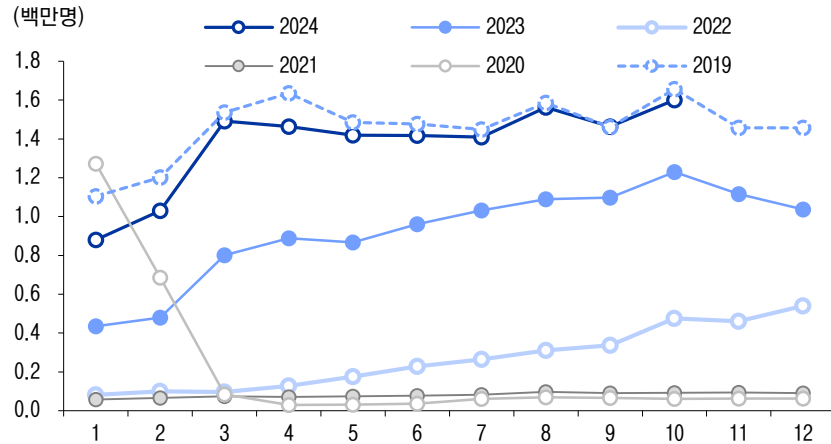
내국인 총 Out-Bound 여행객 수



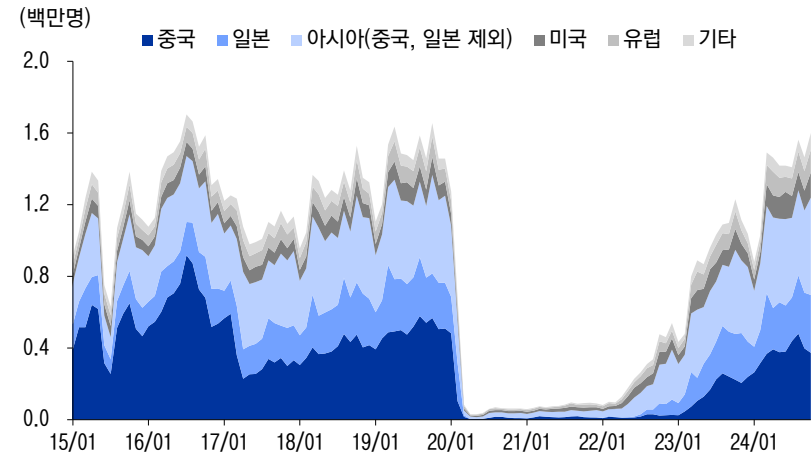
자료: 한국은행, 통계청, 모두투어, 하나투어, 한국관광공사, LS증권 리서치센터

[항공] 국제선: 뚜렷한 I/B 회복세. 중국인 방한 기대 지속

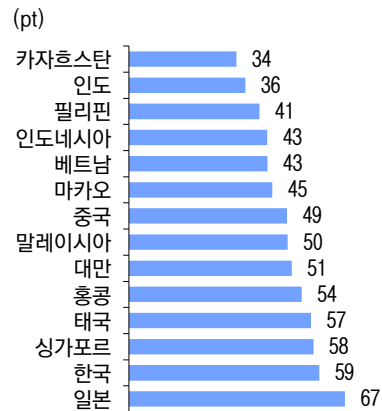
월별 In-Bound 관광객수 추이



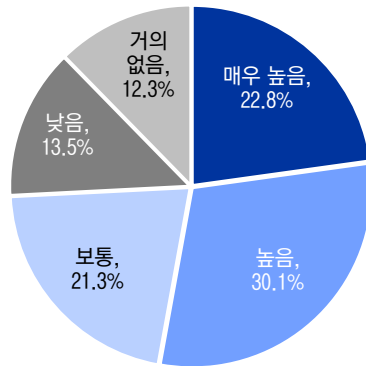
국가별 In-Bound 관광객수 추이



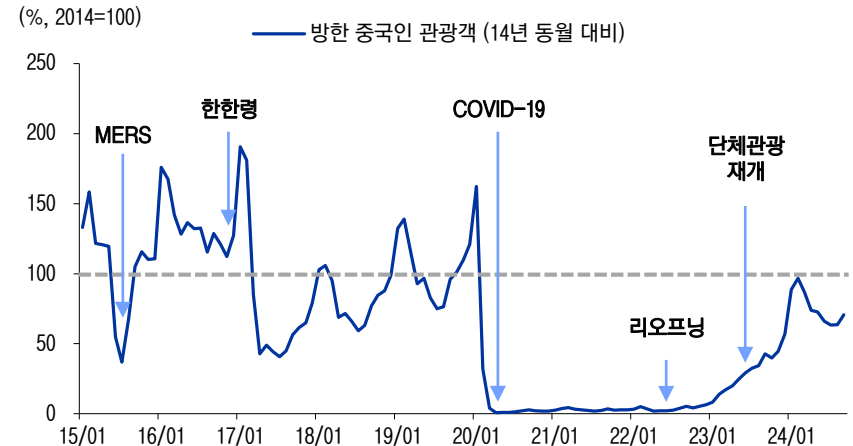
향후 3년 내(~26) 해외여행 목적지로서 방문 의향 Survey



향후 3년 내(~26) 한국여행 의향 (해외여행 의향자 기준)



방한 중국인 관광객수 추이



[항공] 일본노선: 국민 여행지 등극

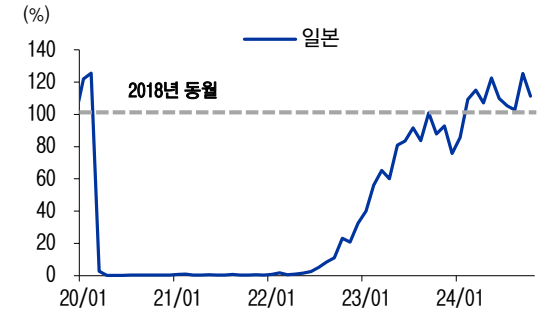
● 매월 신기록 경신

- 엔저 장기화에 따른 우호적 환율 여건과 리오프닝 이후 국내여행 수요의 Peak-out을 타고 일본여행 호실적 지속
- 일본노선 월간 탑승객 수는 최근 220만명까지 급등

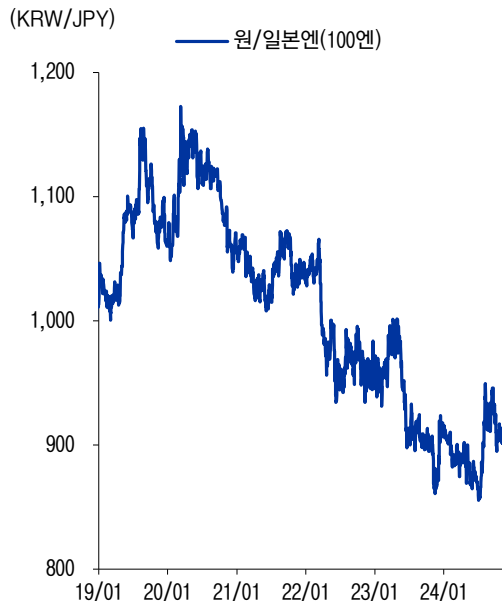
● In-Bound까지 좋아지는 중

- 일본인 방한 관광객 수 또한 성장세를 지속
- 원화/엔화 가치 동반 절하 속 '그나마 저렴한 한국여행' 메리트

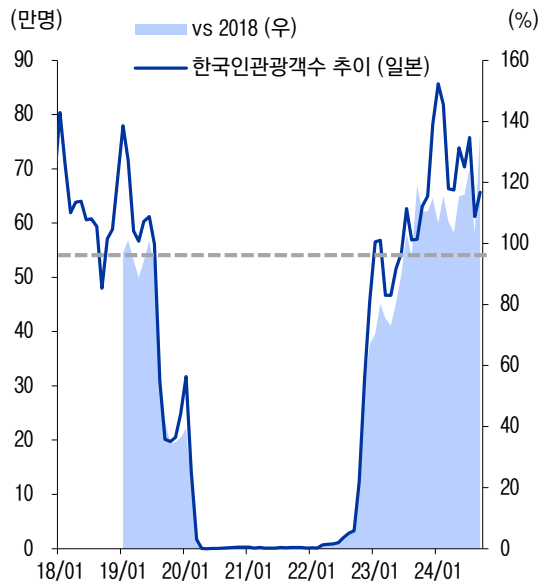
방한 일본인 In-Bound 관광객 수 추이



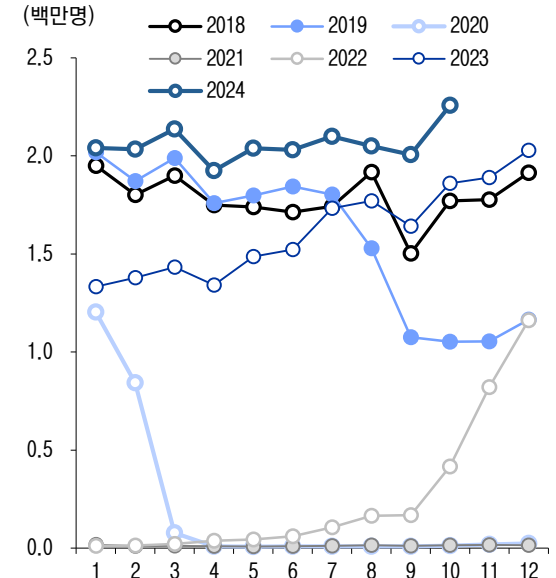
KRW/JPY 환율 추이



일본여행 한국인 관광객 수 추이



일본노선 탑승객수 추이



자료: Quantiwise, 한국관광공사, Airportal, LS증권 리서치센터

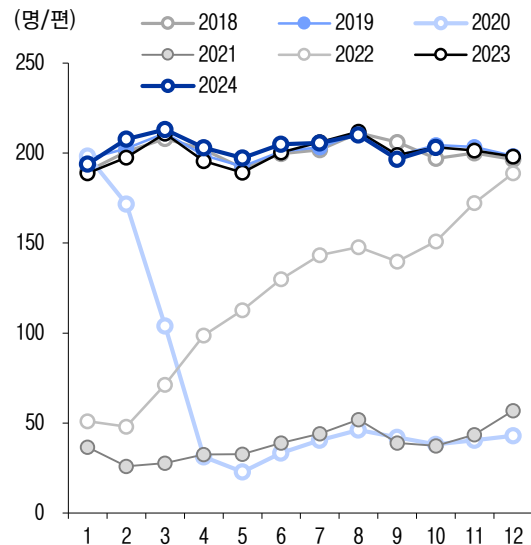
[항공] 일본노선: 공급상승 여력 제한적

● 일본 관광 초호황 속 공급상승 여력 제한적. 국적사들은 중소도시 신규 취항으로 지속 대응

- 일본 공항의 지상조업 인력 Shortage와 항공유 공급난으로 인해 일본 주요도시 노선 운항편수 상승 여력 제한적
- 일본 공항 지상조업인력 Shortage 지속되고 있지만 '24.10 현재 연초 대비 소폭 회복한 것으로 판단됨
- 한편 전세계적인 對일본 관광수요 호황 속 공항 항공유 공급 우려 제기
- 관광수요의 급증과 정유시설 축소, '24.04 운송업 시간외 노동시간 상한규제 도입에 따른 물류 Capa 부족 등이 일본 공항 항공유 급유난의 주요 원인
- 국적 항공사들은 주요 도시(도쿄, 오사카, 후쿠오카 등) 外 중소도시 신규 취항으로 지속 대응. 하단은 국적 항공사 취항 일본 중소도시 List

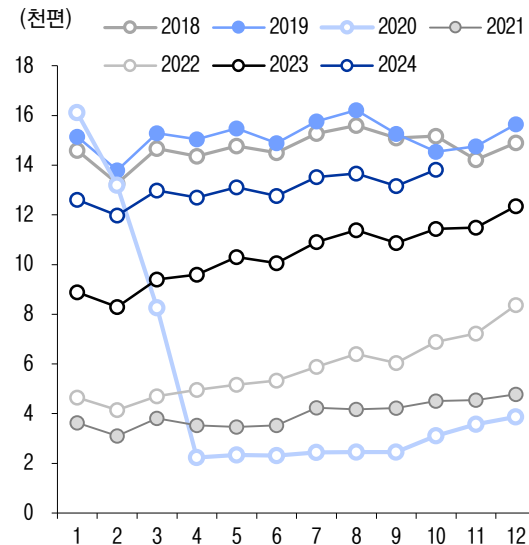
가고시마(KAL, JJA), 고마쓰(KAL), 구마모토(TWB, AAR), 기타큐슈(JNA), 니가타(KAL), 다키마쓰(KAL, ASV), 도야마(KAL, AAR), 마쓰야마(ABL, JJA), 미야자키(AAR), 미야코지마(JNA), 사가(TWB), 센다이(AAR), 시모지시마(JNA), 시즈오카(JJA), 아사히카와(AAR), 아오모리(KAL), 오비히로(EOK), 오이타(JJA), 오카야마(KAL), 요나고(ASV), 히로시마(JJA)

나리타공항 국제선 항공편당 평균 탑승객수



자료: 나리타국제공항, 일본 경제산업성, KOTRA, LS증권 리서치센터

나리타공항 월별 국제선 항공편수



일본 정부의 항공유 공급부족 행동계획

구분	대처내용
단기	[수요량 파악]
	• 신규 취항, 증편 등 각 공항의 수요량을 파악할 수 있는 구조 구축
	• 항공유 공급부족 조정 난항시 상담창구 설치
중장기	[공급력 확보]
	• 공항으로의 직접수입 실시
	[수송체제 강화]
	• 정유소-공항 탱크로리 직송 증가
	• 내항선으로의 전용 등에 의한 수송선 강화
	• 급유 작업인력 확보를 위한 대처
	• 정유소/저유소 등 기존 탱크의 제트연료 탱크 전용 등 공급력 확보
	• 공항 제트연료 탱크 필요용량 확보 지시
	• 탱크로리 대수 확보, 선박 대형화, 노후화된 하역설비 갱신 등

[항공] 일본노선: 경쟁환경 점검

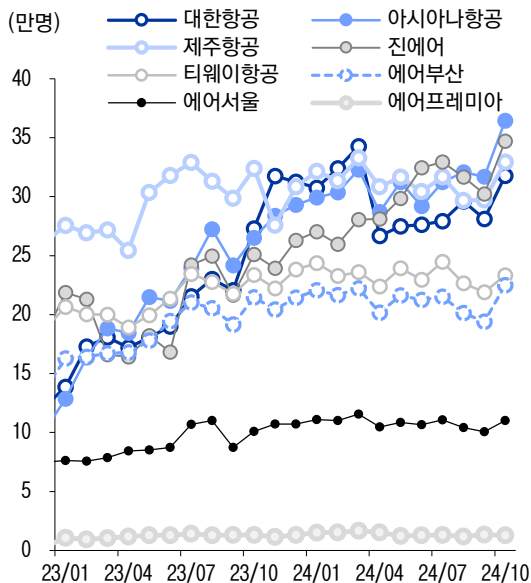
● 그야말로 완전경쟁 시장

- 2022~2023년 LCC들이 선제적 증편을 벌인 데에 이어 2024년 이후 대한항공, 아시아나항공 또한 공격적 증편 대열 합류
- 23년까지 영업활동 회복세가 부진했던 이스타항공, 에어로케이항공 또한 24년 일본노선을 중심으로 본격 영업 확대 개시
- 강한 경쟁구도에도 불구하고 수요강세·공급제한 기반의 High-L/F 고수익 환경 지속. 2025년에도 국적 항공사 호실적의 밑거름이 될 전망

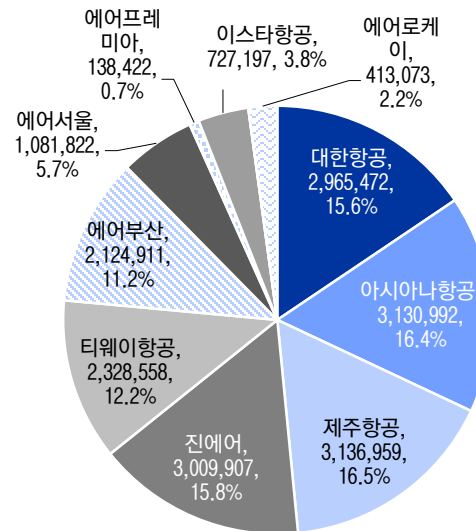
● 대한항공+아시아나항공, 진에어+에어부산+에어서울 합병은 경쟁구도의 변수

- 01/31 대한항공-아시아나항공 합병 및 통합 진에어 출범 관련 시정조치안 제출 - 일본 공정취인위원회(JFTC) 기업결합 승인
- '24.10 YTD 기준 KE+OZ 계열사의 일본노선 M/S는 65%에 육박
- 총 12개 중복운항 노선 중 서울-오사카/삿포로/나고야/후쿠오카, 부산-오사카/삿포로/후쿠오카 총 7개 노선의 슬롯 일부 양도·조정 예정

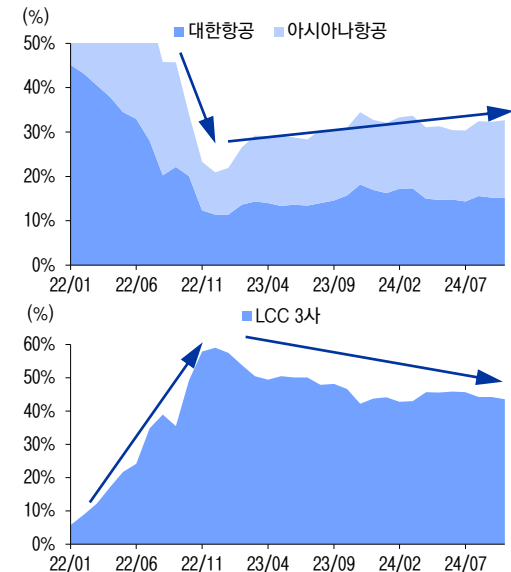
일본노선 항공사별 여객수 추이



'24.10 YTD 일본노선 항공사별 여객 점유율



일본노선 FSC/LCC점유율



[항공] 아시아노선: 뚜렷한 계절성 양상을 전망

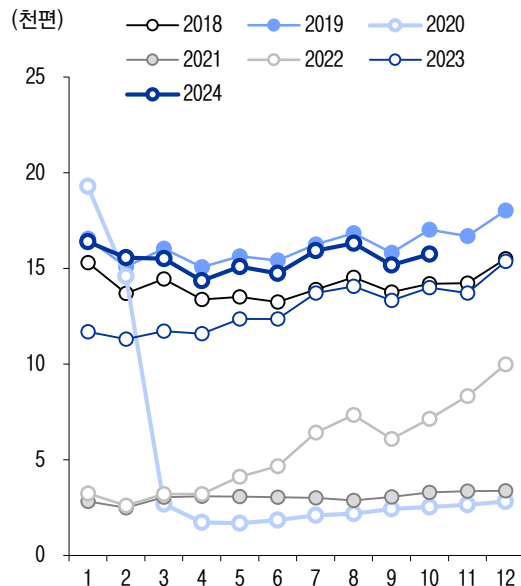
● 아시아 노선: 뚜렷한 계절성 양상을 전망

- 2024년 아시아노선의 수송실적(중/일 제외)은 팬데믹 이전 수준에 근접하며 충실한 회복흐름
- 1Q25 동남아시아를 비롯한 아시아(중/일 제외) 노선 전통적 성수기 효과 부각될 것
- K-pop 열풍을 타고 방한 관광객 수 또한 우상향 흐름 지속

● 라니냐 돌입 가능성 부각. 동남아 관광업 타격 우려

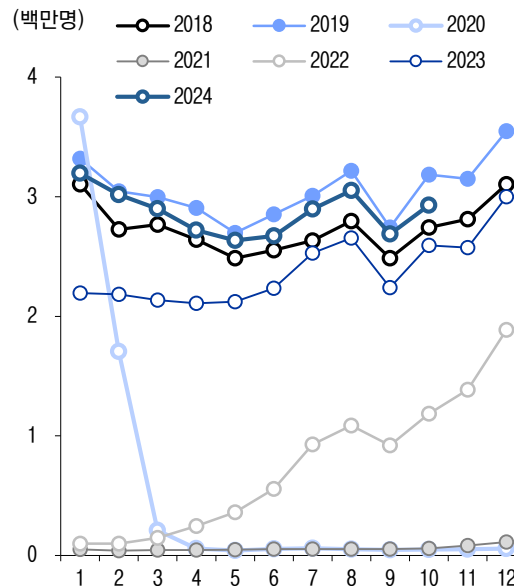
- 지난 2년 간의 슈퍼 엘니뇨 이후 라니냐 현상 발생 우려 부각
- 동남아시아 지역 강수량 증가 및 홍수 발생 가능성에 따라 현지 관광업 타격 우려

아시아노선 여객 운항편수 추이

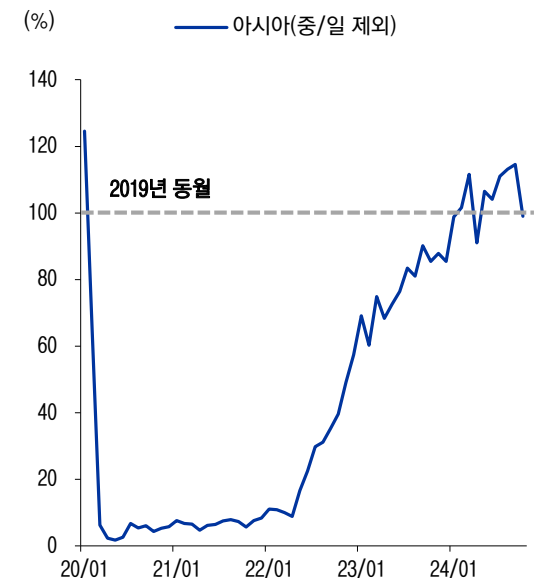


자료: Airportal, 한국관광공사, LS증권 리서치센터

아시아노선 여객 탑승객 수 추이

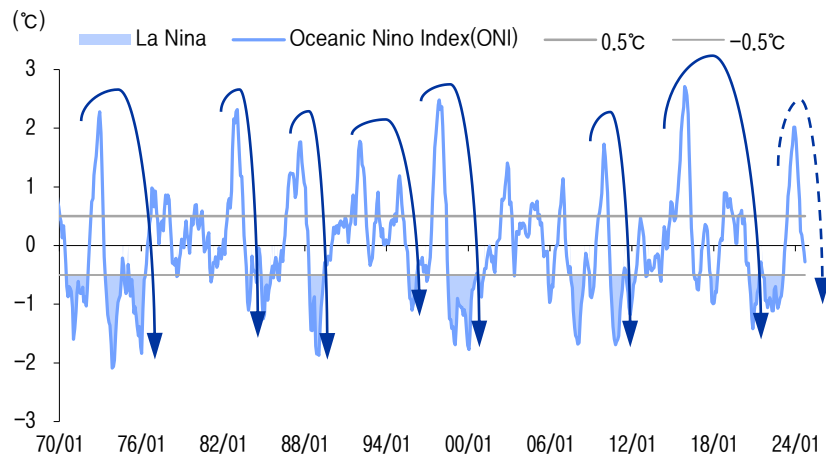


방한 아시아(일본,중국 제외) 관광객 수 추이

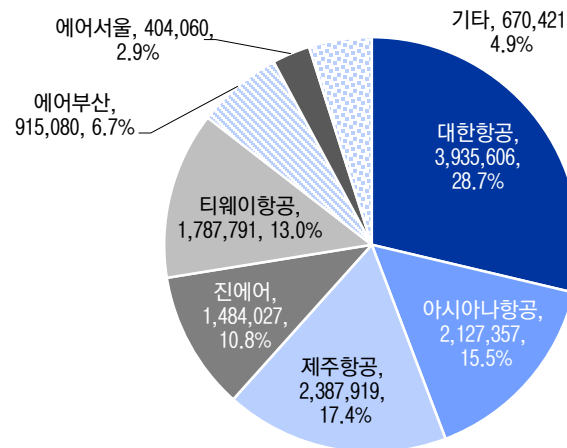


[항공] 아시아노선: 라니냐 돌입 예상. 동남아 관광업 타격 우려

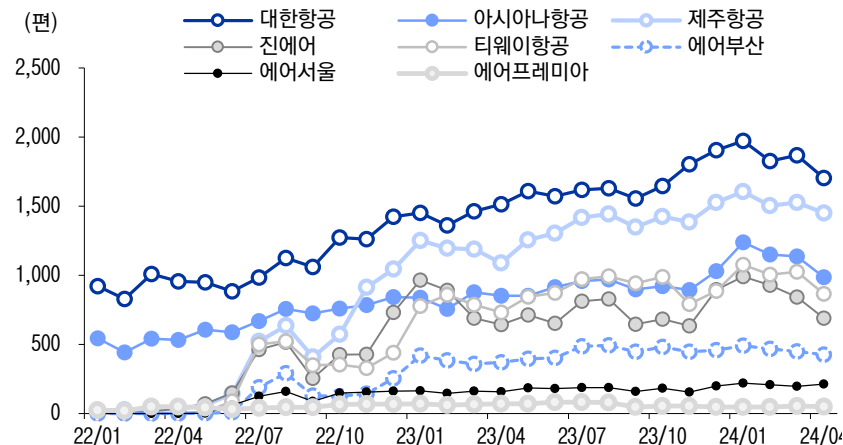
슈퍼 엘니뇨 이후 라니냐로의 돌입 가능성 주목



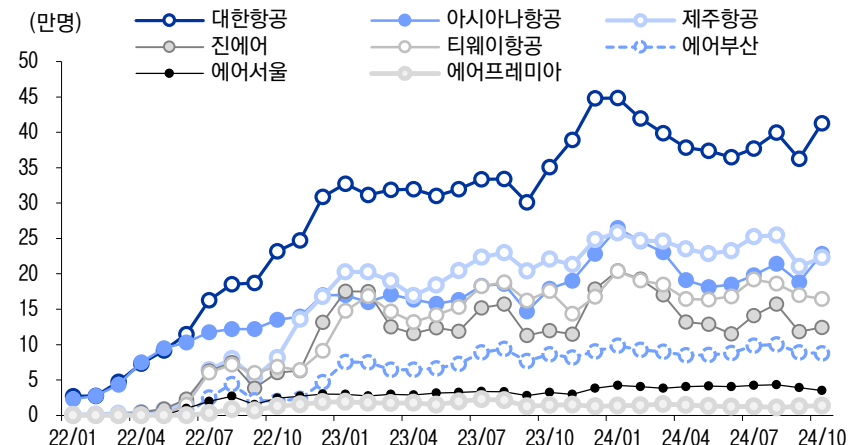
'24.10 YTD 동남아시아 노선 항공사별 여객 점유율



동남아시아 항공사별 운항편수 추이



동남아시아 항공사별 탑승객수 추이



자료: NOAA, Airportal, LS증권 리서치센터

[항공] 중국노선: 기대 대비 느린 I/B. 성수기 O/B 수요 기대

● 한 발 늦었지만 지속 회복 중

- '24.10 중국인 In-bound 외래관광객 수는 월간 37 만명으로 집계됨. 총 I/B 관광객수가 160 만명으로 고무적 상승흐름을 보인 것과 달리 다소 아쉬운 실적
- 여객 성수기인 '25.3Q를 기점으로 2014년의 평년 수요를 90% 가량 회복할 수 있을 것으로 기대. 이는 분기 총 관광객 180 만명 수준

● Load Factor가 이끄는 실적. I/B 반등 속도가 열쇠

- 낮은 수요에도 불구하고 국토부 운수권 배분규칙 (연 10~20주 운항) 에 따라 국적사들은 저조한 탑승률을 감수하며 중국노선 유지
- 최근의 실적흐름은 운항편수 대비 탑승객수 원만한 상승 양상. L/F의 개선은 항공사 중국노선 이익개선에 필수적
- 중국향 Out-Bound 여객 수요 점진 회복에 따른 L/F 개선 기대

중국인 In-Bound 관광객수 추이 및 추정



자료: 한국관광공사, LS증권 리서치센터

[항공] 중국노선: 기대 대비 느린 I/B. 성수기 O/B 수요 기대

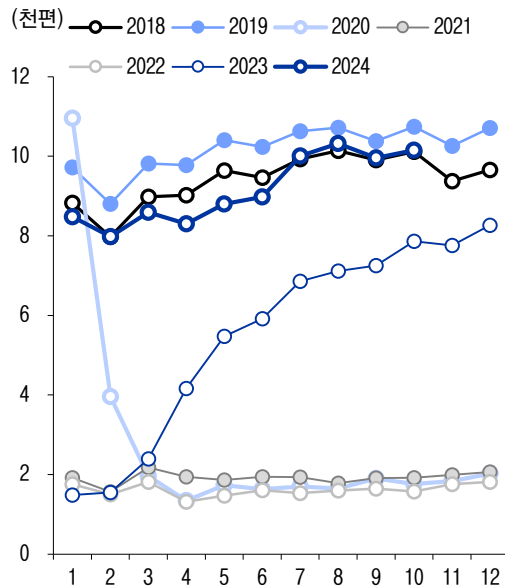
● 한 발 늦었지만 지속 회복 중

- '24.10 중국인 In-bound 외래관광객 수는 월간 37 만명으로 집계됨. 총 I/B 관광객수가 160 만명으로 고무적 상승흐름을 보인 것과 달리 다소 아쉬운 실적
- 여객 성수기인 '25.3Q를 기점으로 2014년의 평년 수요를 90% 가량 회복할 수 있을 것으로 기대. 이는 분기 총 관광객 180 만명 수준

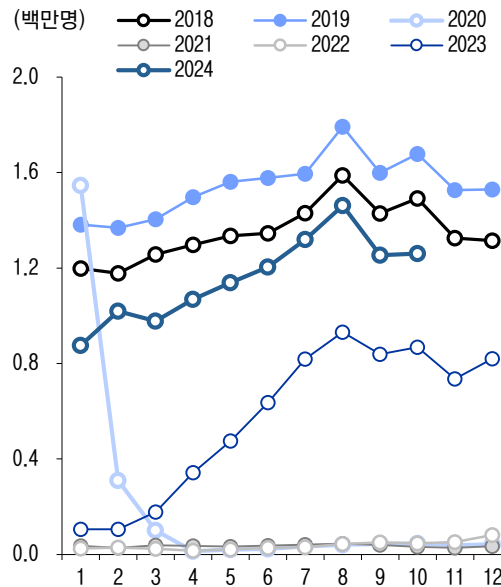
● Load Factor가 이끄는 실적. I/B 반등 속도가 열쇠

- 낮은 수요에도 불구하고 국토부 운수권 배분규칙 (연 10~20주 운항) 에 따라 국적사들은 저조한 탑승률을 감수하며 중국노선 유지
- 최근의 실적흐름은 운항편수 대비 탑승객수 원만한 상승 양상. L/F의 개선은 항공사 중국노선 이익개선에 필수적
- 중국향 Out-Bound 여객 수요 점진 회복에 따른 L/F 개선 기대

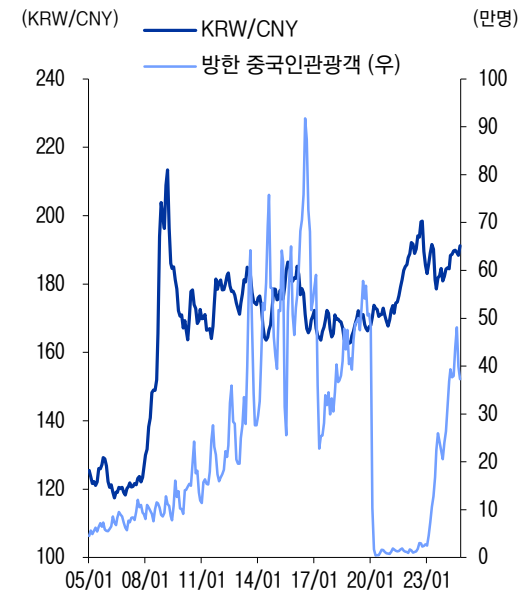
중국노선 운항편수 추이



중국노선 여객 탑승객 수 추이



원/위안 환율 - 방한 중국인관광객 비교



[항공] 중국노선: 기대 대비 느린 I/B. 성수기 O/B 수요 기대

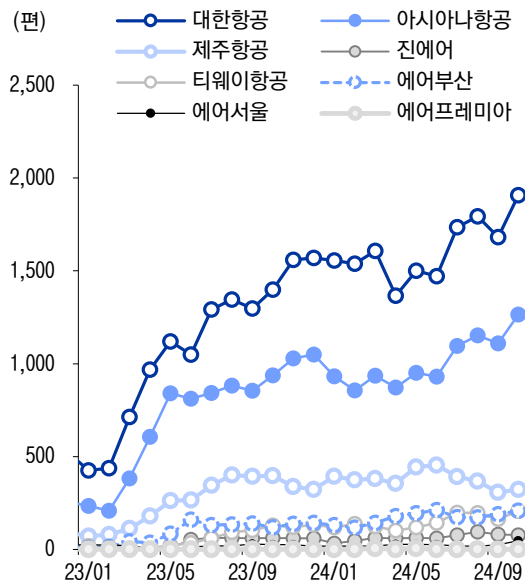
● 중국향 Out-Bound 실적 회복에는 다소 시일이 걸릴 것. 하반기 기대감

- 11/01 중국 외교부는 한국 여권 소지자에 대한 무비자 입국 허가 정책을 Surprise 발표
- 중국은 기타 근거리 대비 단체 관광 수요가 높음. 예고 없는 정책 발표에 Hard-block 확보를 포함한 여행사/항공사들의 공급 확대까지 다소 시차 발생할 것으로 예상
- 계절적 비수기를 지나 3Q25 여객 성수기 중국향 O/B 여행수요 회복 기대

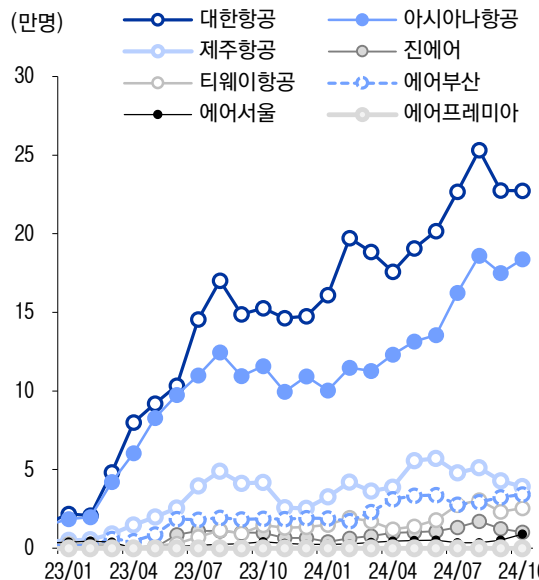
● 중국노선 영업역량은 분명한 Valuation Premium 요인

- 상승의 Room을 보자는 논리라면, 중국노선 판매비중 및 영업역량이 우수한 항공사의 Valuation Premium 부여는 정당함
- 3사 통합 LCC (진에어) 의 에어부산/에어서울 중국노선 영업역량 흡수 기대

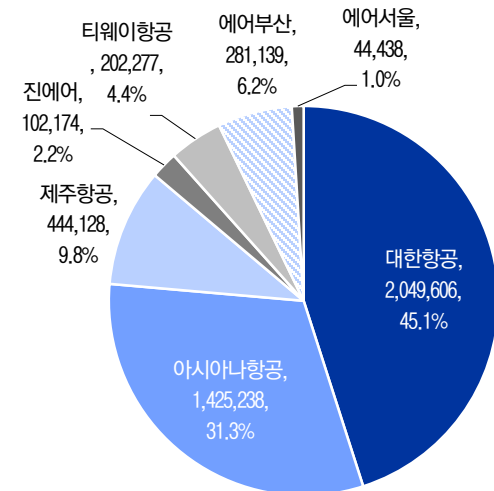
중국노선 항공사별 운항편수 추이



중국노선 항공사별 탑승객 수 추이



'24.10 YTD 항공사별 여객 점유율



[항공] 중국노선: 기대 대비 느린 I/B. 성수기 O/B 수요 기대

● 중국향 Out-Bound 실적 회복에는 다소 시일이 걸릴 것. 하반기 기대감

- 11/01 중국 외교부는 한국 여권 소지자에 대한 무비자 입국 허가 정책을 Surprise 발표
- 중국은 기타 근거리 대비 단체 관광 수요가 높음. 예고 없는 정책 발표에 Hard-block 확보를 포함한 여행사/항공사들의 공급 확대까지 다소 시차 발생할 것으로 예상
- 계절적 비수기를 지나 3Q25 여객 성수기 중국향 O/B 여행수요 회복 기대

● 중국노선 영업역량은 분명한 Valuation Premium 요인

- 상승의 Room을 보자는 논리라면, 중국노선 판매비중 및 영업역량이 우수한 항공사의 Valuation Premium 부여는 정당함
- 3사 통합 LCC (진에어) 의 에어부산/에어서울 중국노선 영업역량 흡수 기대

'24.10 YTD 주요 항공사 노선별 여객 Exposure

(단위: %)	대한항공	아시아나항공	제주항공	진에어	티웨이항공	에어부산	에어서울	에어프레미아
일본	21.9	34.1	47.7	58.8	46.0	57.8	70.7	22.6
대만	2.9	3.9	6.0	8.8	9.2	9.6	0.0	0.0
홍콩	3.3	3.1	3.3	1.4	3.8	0.0	0.0	0.0
동남아시아	29.1	23.2	36.3	29.0	35.3	24.9	26.4	21.8
중국	15.2	15.5	6.7	2.0	4.0	7.7	2.9	0.0
유럽	9.7	8.4	0.0	0.0	1.7	0.0	0.0	6.5
미주	17.9	11.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	49.1
계	100	100	100	100	100	100	100	100

자료: Airportal, LS증권 리서치센터

[항공] 미주노선: 환승수혜 지속. 25년에도 효자 노선

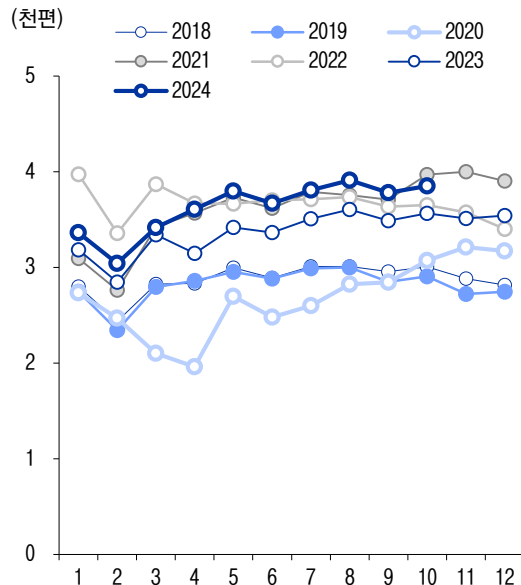
● 효자 그 자체

- '24.04 미주노선 월간 탑승객수는 약 50만명으로 팬데믹 이전 평년 수준을 15% 가량 상회하고 있음
- 환승수요, 상용수요 호조로 고운임, 고L/F 환경 지속

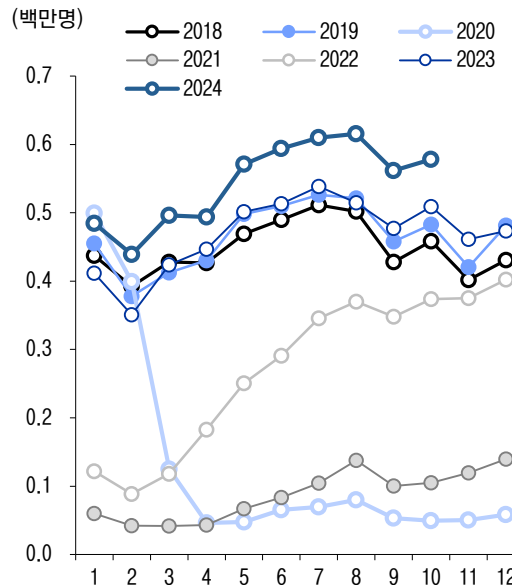
● 미중 직항 항공편 공급 부진 지속 전망. 국내 항공사들의 환승 수혜 이어질 것

- 09/19 미 항공 3사(DAL, UAL, AAL)는 美 정부에 미중간 항공편 재개 연기 요청
- 시베리아 영공 통행 허가 여부를 둘러싼 美中 항공사의 불공평한 경쟁환경, 정치적 불안으로 인한 對중국 상용수요 부진, 글로벌 대중 관광수요 둔화 등의 배경
- 03/31 미 교통부가 중-미 직항노선 운항한도를 주 35회에서 주 50회로 확대했으나 미 항공사들은 39 편만을 재개. 이는 팬데믹 이전 주간 150회 대비 26%에 불과
- DAL은 디트로이트/시애틀-상하이, UAL은 샌프란시스코-베이징/상하이, LA-상하이, AAL은 댈러스-상하이 직항편 만을 운영하고 있음

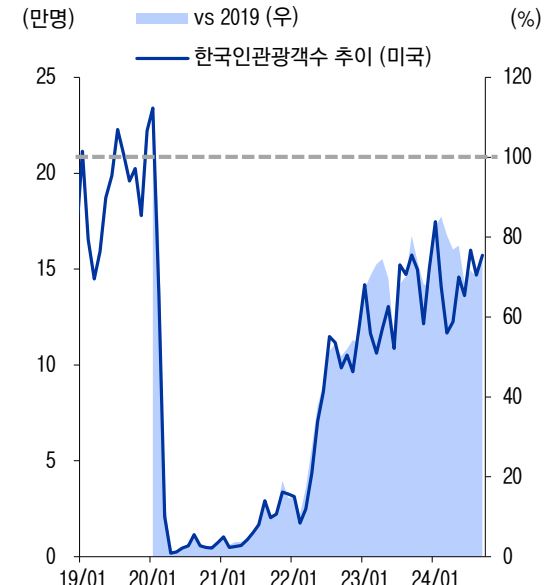
미주노선 운항편수 추이



미주노선 탑승객수 추이



미국방문 한국인 관광객수 추이



자료: Airportal, 한국관광공사, LS증권 리서치센터

[항공] 미주노선: 환승수혜 지속. 25년에도 효자 노선

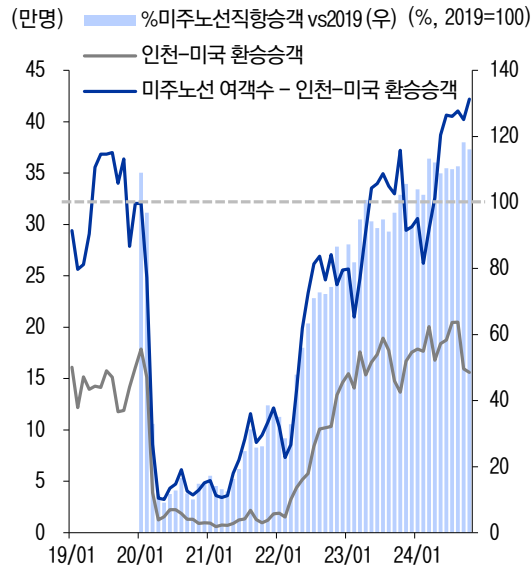
● 효자 그 자체

- '24.04 미주노선 월간 탑승객수는 약 50만명으로 팬데믹 이전 평년 수준을 15% 가량 상회하고 있음
- 환승수요, 상용수요 호조로 고운임, 고L/F 환경 지속

● 미중 직항 항공편 공급 부진 지속 전망. 국내 항공사들의 환승 수혜 이어질 것

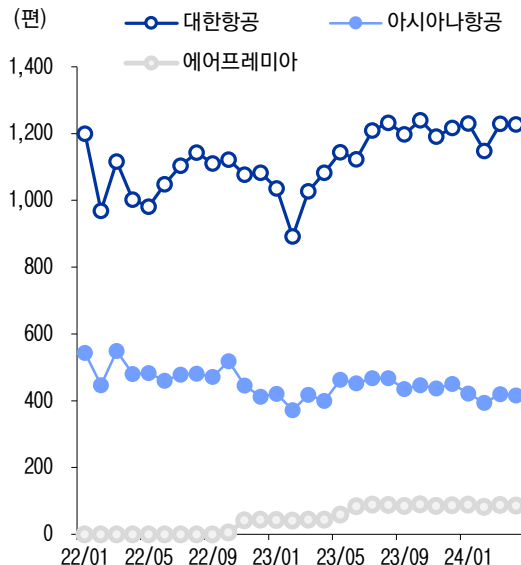
- 09/19 미 항공 3사(DAL, UAL, AAL)는 美 정부에 미중간 항공편 재개 연기 요청
- 시베리아 영공 통행 허가 여부를 둘러싼 美中 항공사의 불공평한 경쟁환경, 정치적 불안으로 인한 對중국 상용수요 부진, 글로벌 대중 관광수요 둔화 등의 배경
- 03/31 미 교통부가 중-미 직항노선 운항한도를 주 35회에서 주 50회로 확대했으나 미 항공사들은 39 편만을 재개. 이는 팬데믹 이전 주간 150회 대비 26%에 불과
- DAL은 디트로이트/시애틀-상하이, UAL은 샌프란시스코-베이징/상하이, LA-상하이, AAL은 댈러스-상하이 직항편 만을 운영하고 있음

인천-미국 여객 환승승객 추이

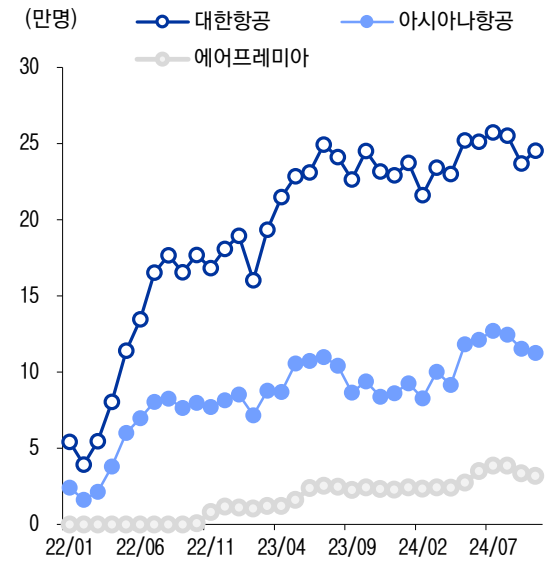


자료: Airportal, 인천국제공항공사, LS증권 리서치센터

미주노선 항공사별 운항편수 추이



미주노선 항공사별 여객수 추이



[항공] 유럽노선: 티웨이 유럽도전, 부침은 있었지만 안정화 양상

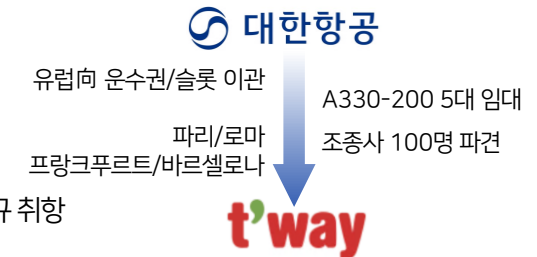
● 미주에 비해 여전히 더딘 회복흐름

- 이미 팬데믹 이전 실적을 회복한 미주노선과 달리 또다른 주요 장거리노선인 유럽노선의 회복속도는 더딘 상황
- 현행 회복률은 75% 정도 수준. 러시아 영공 비행 제한으로 인한 운항 비효율 해소가 급선무
- 독일방문 한국인 관광객수는 여전히 평년의 62% 수준

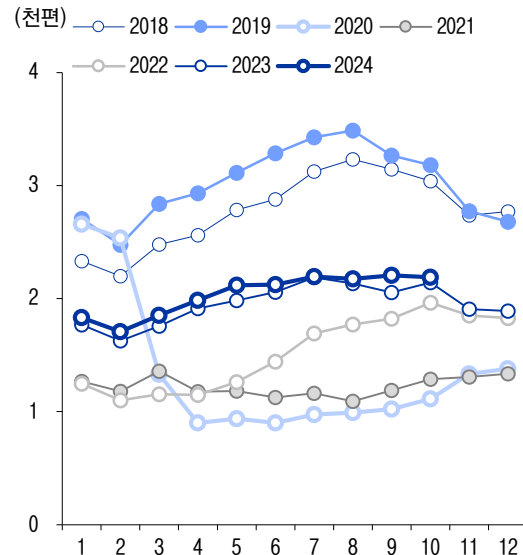
● 티웨이의 유럽 도전, 부침은 있었지만 안정화 양상

- 티웨이항공, KE-OZ 합병 Remedy Taker로 로마(8/8), 파리(8/28), 바르셀로나(9/11), 프랑크푸르트(10/3) 신규 취항
- 11/21 유럽위원회(EC), 티웨이항공이 KE-OZ 합병 관련 유럽 4개 노선 이관 요건 충족 발표
- 티웨이항공, '25.04 이후 B777-300ER 2대 추가 임차(QR, CX) 해 유럽 노선 투입 예정

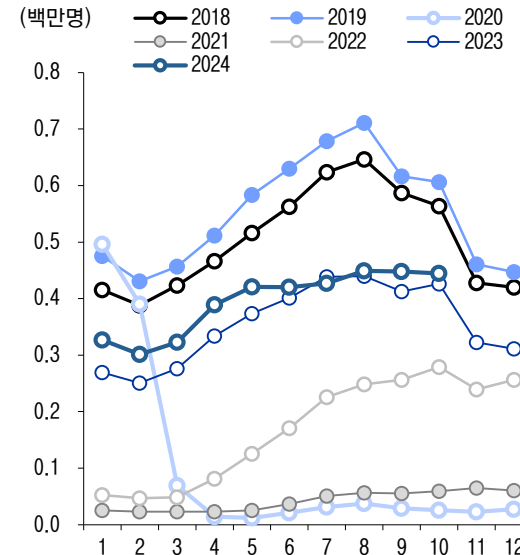
티웨이항공 KE-OZ 합병 수혜



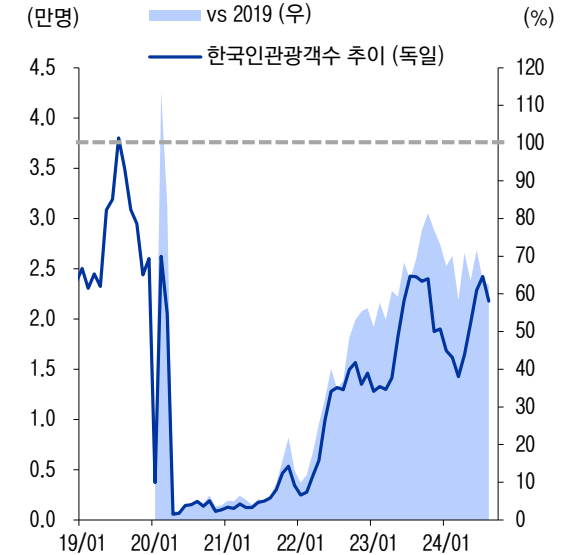
유럽노선 운항편수 추이



유럽노선 탑승객수 추이



독일방문 한국인 관광객수 추이



자료: Airportal, 한국관광공사, LS증권 리서치센터

[항공] 유럽노선: 운항 비효율 해소가 급선무

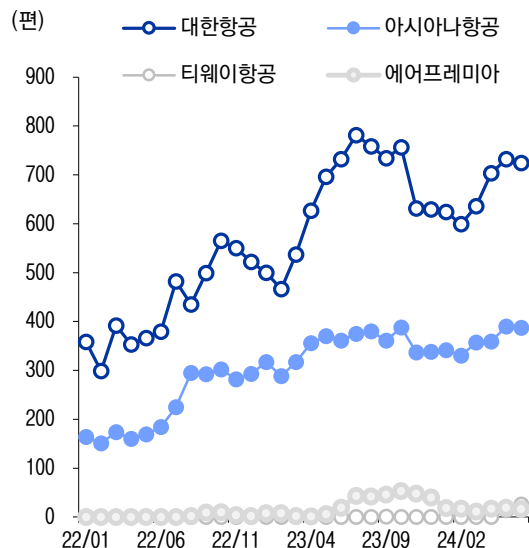
● 미주에 비해 여전히 더딘 회복흐름

- 이미 팬데믹 이전 실적을 회복한 미주노선과 달리 또다른 주요 장거리노선인 유럽노선의 회복속도는 더딘 상황
- 현행 회복률은 75% 정도 수준. 러시아 영공 통행 제한으로 인한 운항 비효율 해소가 급선무
- 독일방문 한국인 관광객수는 여전히 평년의 62% 수준

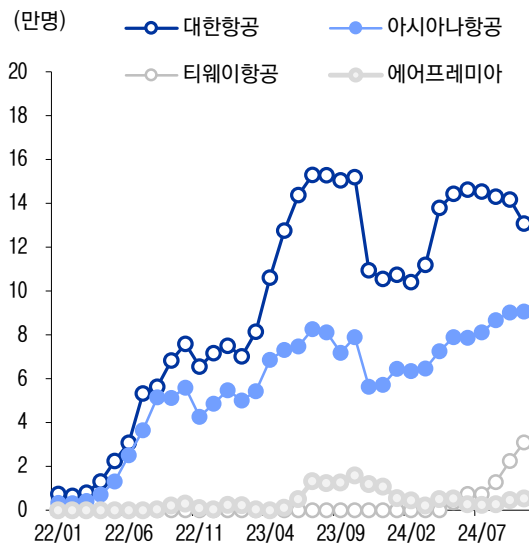
● 티웨이항공, 부침은 있었지만 안정화 양상

- 티웨이항공, KE-OZ 합병 Remedy Taker로 로마(8/8), 파리(8/28), 바르셀로나(9/11), 프랑크푸르트(10/3) 신규 취항
- 11/21 유럽위원회(EC), 티웨이항공이 KE-OZ 합병 관련 유럽 4개 노선 이관 요건 충족 발표
- 티웨이항공, '25.04 이후 B777-300ER 2대 추가 임차(QR, CX) 해 유럽 노선 투입 예정

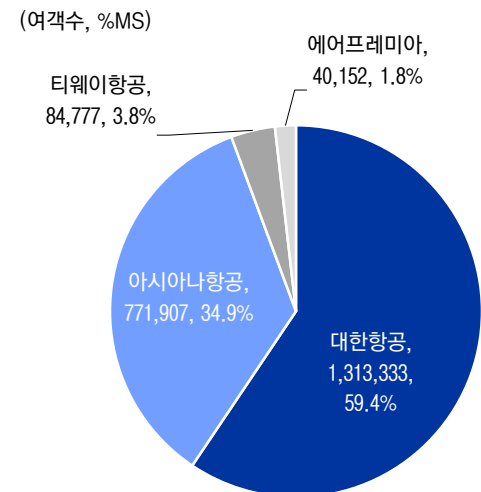
항공사별 유럽노선 운항편수 추이



항공사별 유럽노선 탑승객수 추이



'24.10 YTD 유럽노선 항공사별 여객 M/S



[항공] 화물: 기저수요 발생으로 지속될 호황

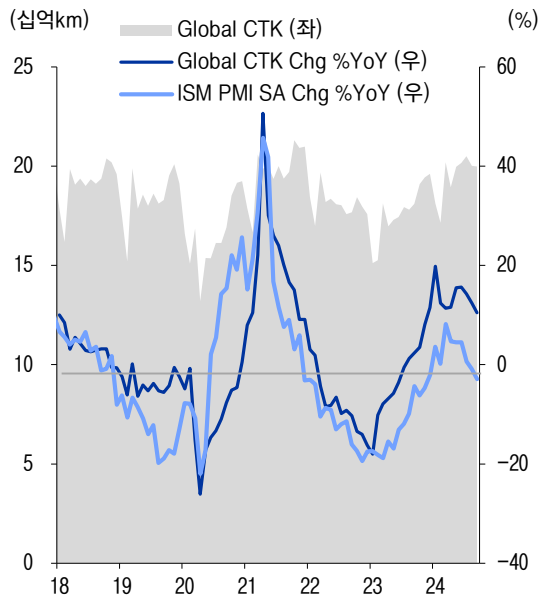
● 항공화물: 글로벌 공급망 쇼트지 속 특송수요 호조, 전자상거래 물동량 확대로 시장 성장 지속

- IATA '24.09 글로벌 합산 CTK는 200억 톤km로 YoY +10.5% 성장. 지난 '23.08 이래 14개월째 YoY 성장세 지속
- 홍해사태로 글로벌 해운 공급망에 차질이 발생함에 따라 항공화물을 활용한 특송수요 급증
- 미국 소비자들의 C커머스 소비 열풍을 타고 아시아-태평양 노선 중심의 수요 확대

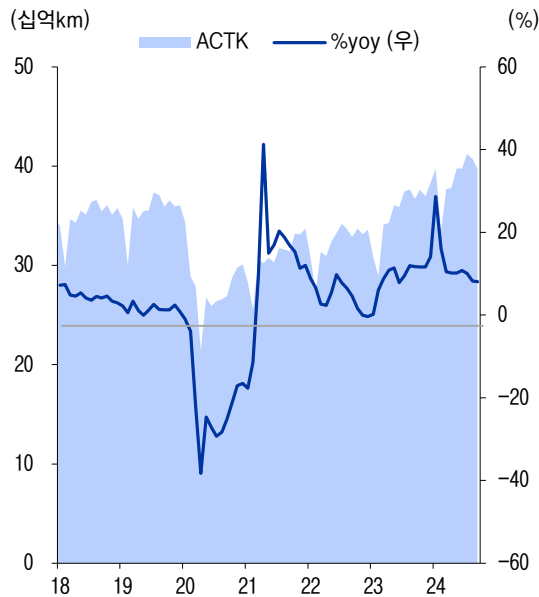
● 기저수요 발생으로 달라진 산업 지형

- 항공화물 수요는 전통적으로 미국 제조업 PMI와 연계. 이는 반도체 및 전기전자 제품 판매와 더불어 관련 기업의 CAPEX 사이클과 밀접한 관련
- 그러나 최근의 항공화물 시장 확대는 민간의 소비재 소비가 견인. 전통적 화물 수요처인 반도체/전자제품/의약품 수요 외 새로운 수요처 확보로 구조적 성장 기대

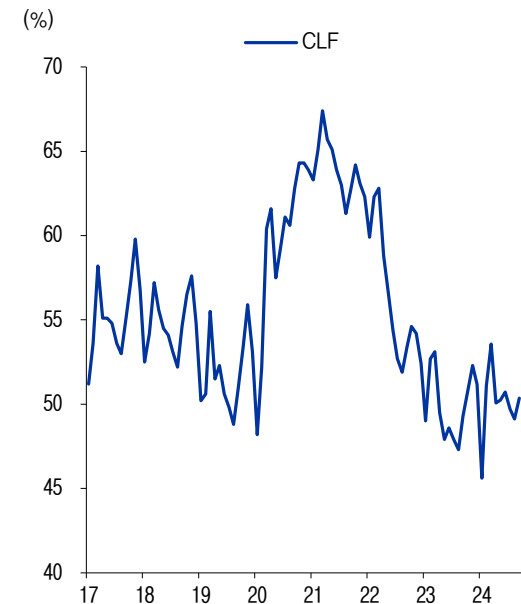
Global 항공화물 수요 (CTK)



Global 항공화물 공급 (Available CTK)



Global 항공화물 Load Factor



[항공] 화물: 기저수요 발생으로 지속될 호황

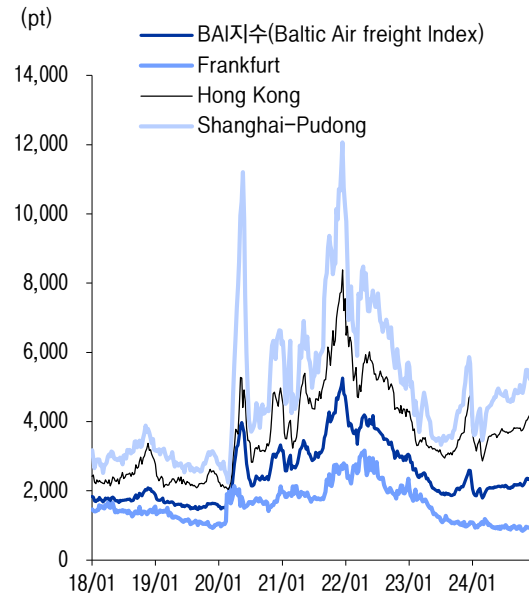
● 항공화물: 글로벌 공급망 쇼트지 속 특송수요 호조, 전자상거래 물동량 확대로 시장 성장 지속

- IATA '24.09 글로벌 합산 CTK는 200억 톤km로 YoY +10.5% 성장. 지난 '23.08 이래 14개월째 YoY 성장세 지속
- 홍해사태로 글로벌 해운 공급망에 차질이 발생함에 따라 항공화물을 활용한 특송수요 급증
- 미국 소비자들의 C커머스 소비 열풍을 타고 아시아-태평양 노선 중심의 수요 확대

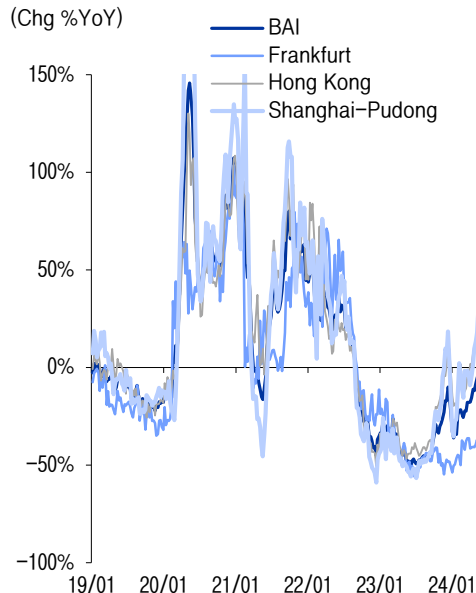
● 기저수요 발생으로 달라진 산업 지형

- 항공화물 수요는 전통적으로 미국 제조업 PMI와 연계. 이는 반도체 및 전기전자 제품 판매와 더불어 관련 기업의 CAPEX 사이클과 밀접한 관련
- 그러나 최근의 항공화물 시장 확대는 민간의 소비재 소비가 견인. 전통적 화물 수요처인 반도체/전자제품/의약품 수요 외 새로운 수요처 확보로 구조적 성장 기대

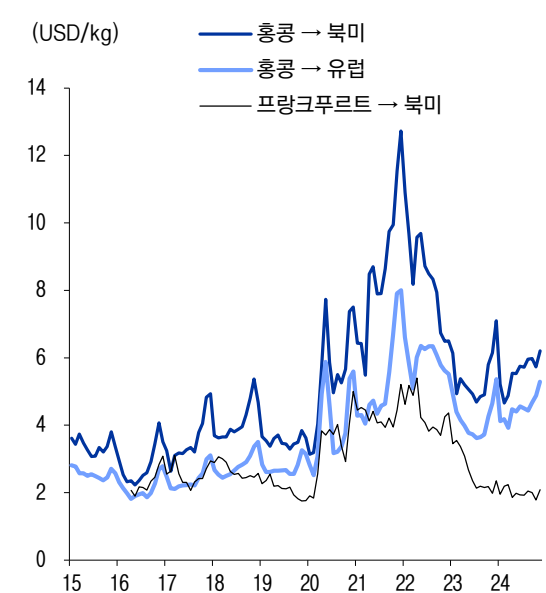
항공화물 운임지수 추이



항공화물 운임지수 Chg %YoY



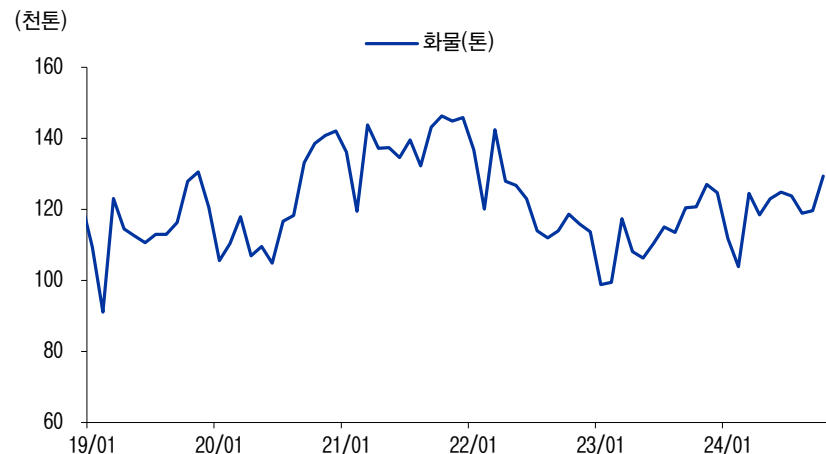
항공화물 노선별 운임 추이



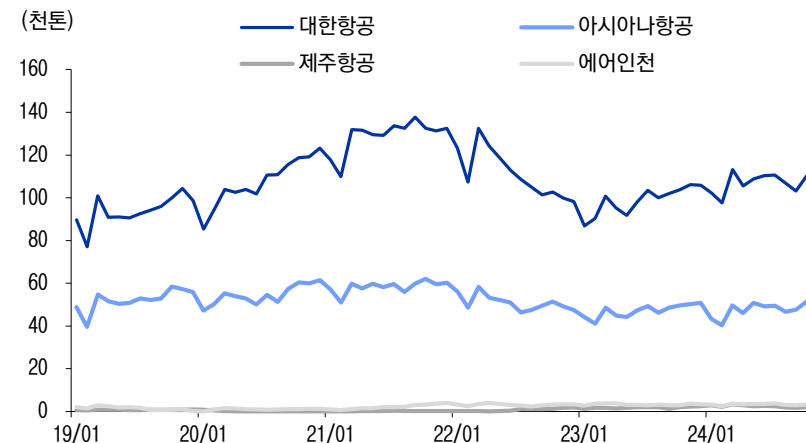
자료: TAC Index, Aircargo News, LS증권 리서치센터

[항공] 화물: 기저수요 발생으로 지속될 호황

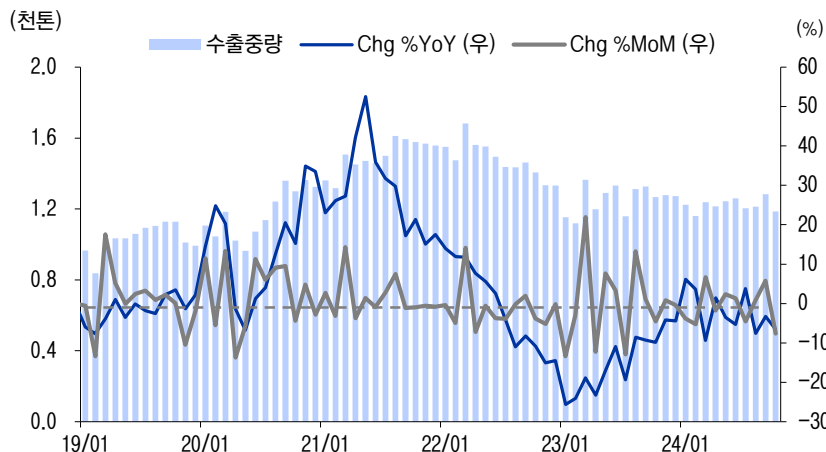
인천공항 국제선 항공화물 수송실적



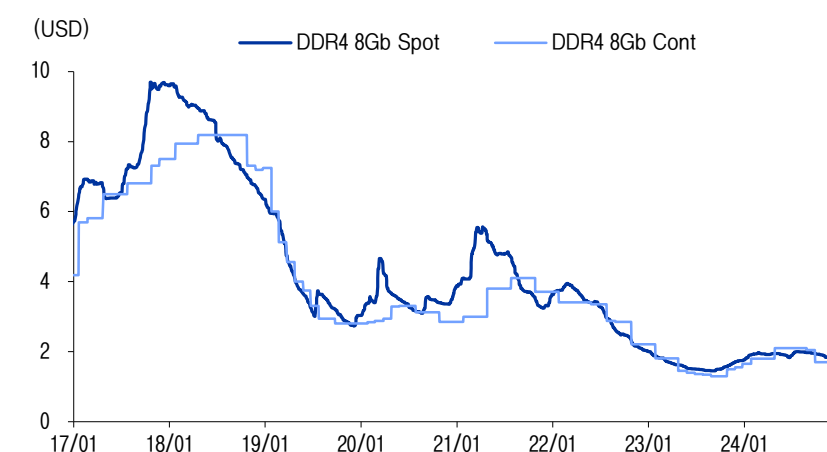
항공사별 항공화물 수송 실적



인천공항발 전자집적회로 수출 추이



DRAM 현물가격 추이



자료: 인천국제공항공사, Dram Exchange, KITA, LS증권 리서치센터

[항공] 대한항공·진에어 최선호. 메가FSC·3사 통합LCC 출범 기대

● 2025 투자전략: 대한항공·진에어 최선호. 메가FSC·3사 통합LCC 출범 기대

- 대한항공: OZ 인수 마무리. 여객·화물 동반 호시황 속 압도적 실적 역량 지속 입증 전망

진에어: 2027년 3사 통합 LCC 출범으로 LCC 업계 1위 등극. 압도적 저평가 요인 점진 해소로 충분한 Upside 확보 전망

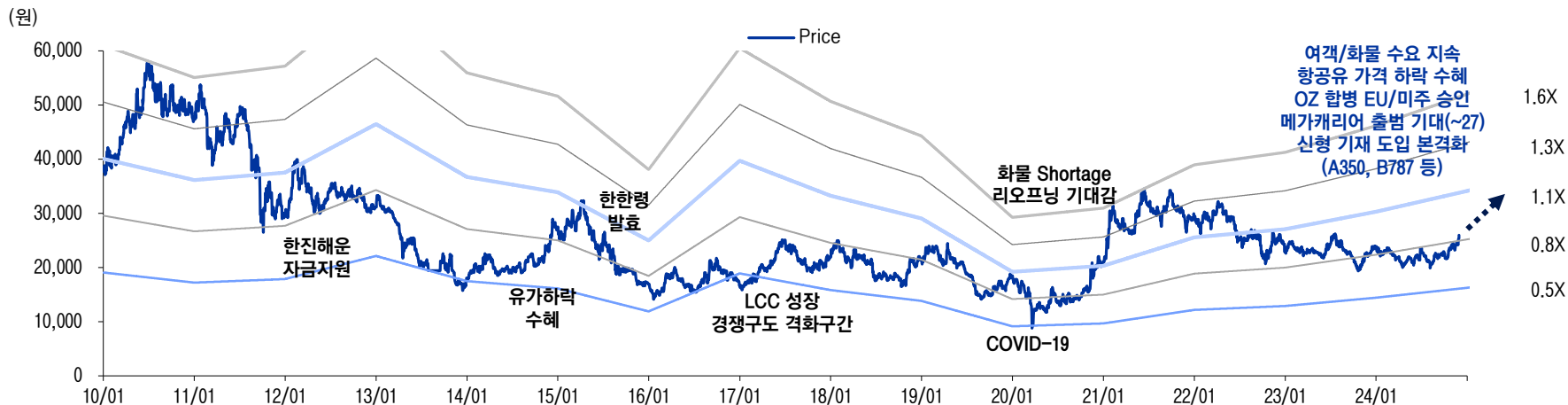
항공업종 커버리지 기업 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)		매출액	영업이익	EBITDA	지배주주 순이익	EPS (원)	OPM (%)	ROE (%)	PER (X)	PBR (X)	EV/EBITDA (X)
대한항공	2023	17,869	2,173	3,890	1,061	3,849	11.1	11.8	8.3	0.9	3.8
	2024E	18,507	2,384	4,166	1,380	4,562	12.2	14.2	6.8	0.9	3.4
	2025E	19,531	2,530	4,374	1,635	4,929	12.9	15.0	5.8	0.8	3.2
제주항공	2023	1,724	170	297	134	1,650	9.8	44.9	7.0	3.0	4.8
	2024	1,963	163	300	93	1,156	8.3	27.3	8.0	2.0	3.7
	2025E	1,984	172	321	121	1,498	8.7	28.1	6.2	1.5	3.3
진에어	2023	1,277	182	273	134	2,494	14.3	112.5	4.6	4.3	1.9
	2024E	1,448	177	273	132	2,553	12.2	62.9	4.7	2.2	1.3
	2025E	1,486	184	293	132	2,554	12.4	38.6	4.7	1.5	0.7
티웨이항공	2023	1,349	139	239	99	513	10.3	91.6	4.8	3.1	2.4
	2024E	1,535	42	155	16	75	2.7	9.7	37.5	3.5	5.0
	2025E	1,729	103	237	66	306	6.0	31.9	9.1	2.5	3.0
합산	2023	22,219	2,665	4,699	1,428						
	2024E	23,453	2,765	4,894	1,621						
	2025E	24,730	2,989	5,226	1,953						
LCC합산	2023	4,350	491	809	367						
	2024E	4,946	382	728	241						
	2025E	5,199	460	851	318						

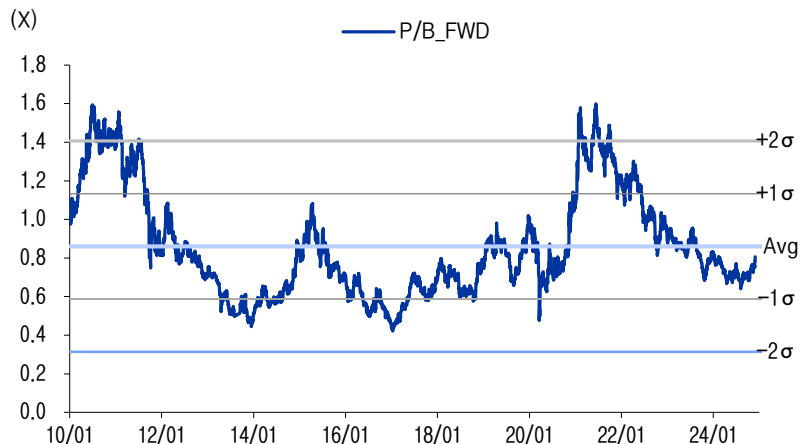
자료: LS증권 리서치센터

[항공] 대한항공·진에어 최선호. 메가FSC·3사 통합LCC 출범 기대

대한항공 주가 추이 및 12MF PBR Band Chart



대한항공 12MF PBR 추이



대한항공 12MF PER 추이



자료: Dataguide, LS증권 리서치센터

Appendix. 주요 항공통계 용어 해설

- 톤킬로미터 (Tonne-Kilometers Performed)

: 각 비행구간의 여객, 화물 탑재량(인원, 무게)에 구간별 구간거리를 곱한 값으로 항공수송량을 나타내는 단위

- RPK (Revenue Passenger Kilometers, 유상여객킬로미터)

: 각 비행구간별 유상여객 수에 노선별 구간거리를 곱한 값으로 항공여객 수요를 판단하는 지표로 사용

- ASK (Available Seat Kilometers, 공급좌석킬로미터)

: 각 비행구간의 공급여객 좌석수에 각 구간거리를 곱한 값으로 항공여객 공급을 판단하는 지표로 사용

- PLF (Passenger Load Factor, 여객탑승률)

: RPK를 ASK로 나눈 값. 공급 좌석수 대비 실제 여객 탑승률

- Yield (원/km)

: 여객 매출액을 RPK로 나눈 값. 여객 수송실적 1km당 항공사 수익을 나타내며 여객 운임 수준을 판단하는 지표로 사용

- CTK (Cargo Tonne Kilometers, 화물톤킬로미터)

: 각 비행구간의 화물 중량을 구간거리로 곱해 얻은 수치들의 합으로 항공화물 수요를 판단하는 지표로 사용

- ACTK (Available Cargo Tonne Kilometers, 공급화물톤킬로미터)

: 각 비행구간의 유상운송 화물 공급중량에 각 구간거리를 곱한 값으로 항공화물 공급을 판단하는 지표로 사용

- CLF (Cargo Load Factor, 화물탑재율)

: CTK를 ACTK로 나눈 값. 공급 항공화물Capa 대비 실제 항공화물 적재율

- Yield (원/ton-km)

: 화물 매출액을 CTK로 나눈 값. 화물 수송실적 1ton-km당 항공사 수익을 나타내며 화물 운임 수준을 판단하는 지표로 사용

Part II

해운: 격동기 도래

공급과잉에 트럼프를 더하면

- 컨테이너: 단기적 호시황 전망되나 점진 우하향 전망
- 드라이벌크: 수요 성장의 돌파구를 찾아야 한다

[해운] 컨테이너: 단기적 호시황 전망되나 점진 우하향 전망

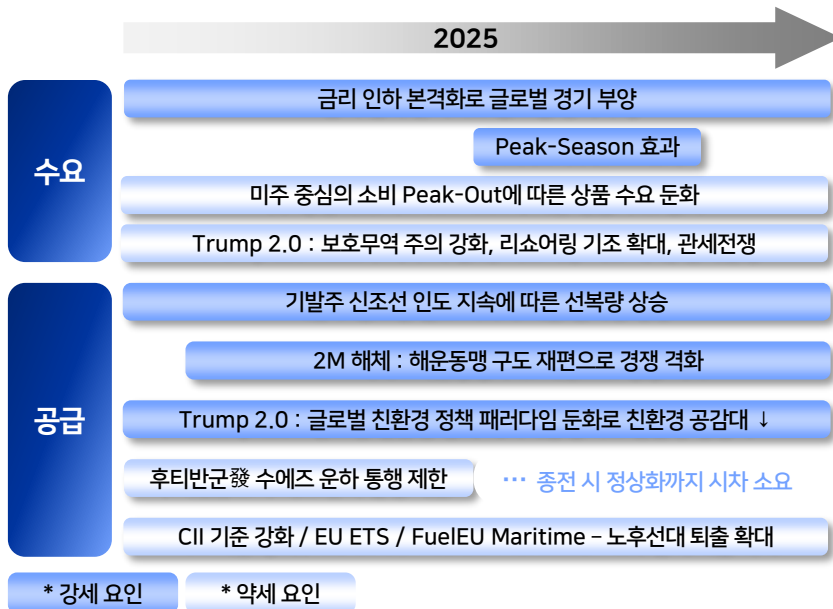
● 2025 컨테이너 해운 : 단기적 호시황 전망되나 점진 우하향 전망

- 상하이컨테이너운임지수(SCFI)는 11/29 현재 2,233.83 pt로 다시 2,000 pt 대를 회복
- 홍해사태에 따른 선사들의 수혜는 지난 장기계약 효과에 따라 당분간 지속
- 예년 대비 이른 춘절연휴와 ILA 재파업 우려, 트럼프 2기 관세정책 강화 우려 對美 밀어내기 물량 등으로 1Q25 컨테이너 시황은 선사들에 우호적일 것

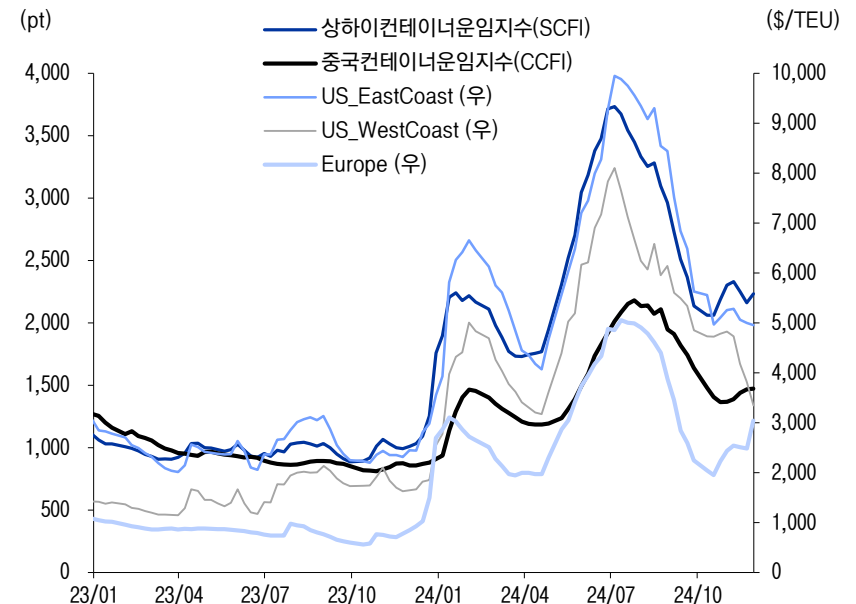
● 수요는 눌리고(↓) 공급은 늘어나는(↑) 이중고

- 기발주 신조선 인도 본격화에 따른 선박량 상승 우려는 여전히 상존
- 홍해발 수혜로 공간을 채운 선사들은 다시 신조발주를 재개

2025 컨테이너 - 홍해 수혜 당분간 유지되나 점진 우하향

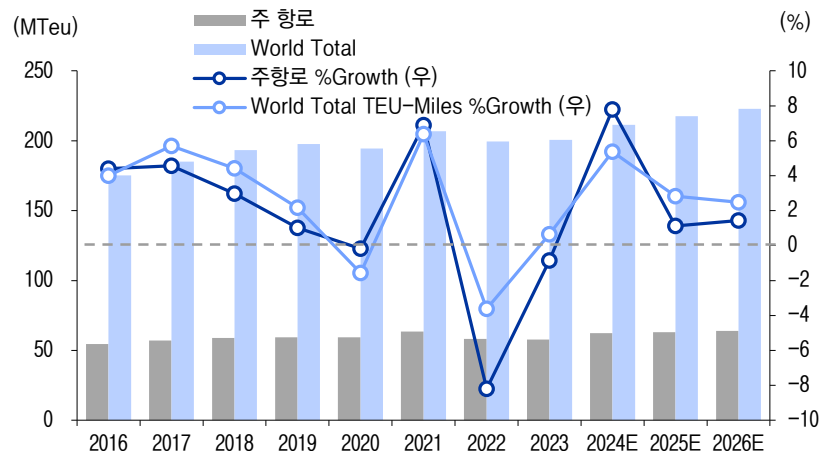


컨테이너 운임지수 추이

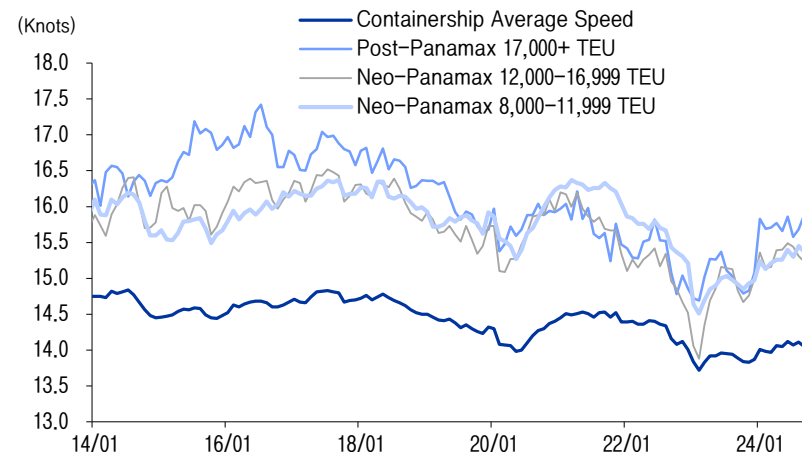


[해운] 컨테이너: 수요는 늘리고(↓) 공급은 늘어나는(↑) 이중고

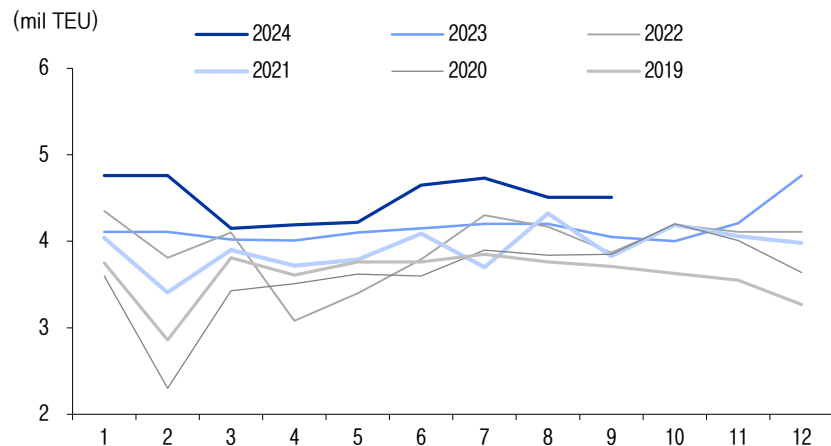
컨테이너 해상물동량 추이 및 전망



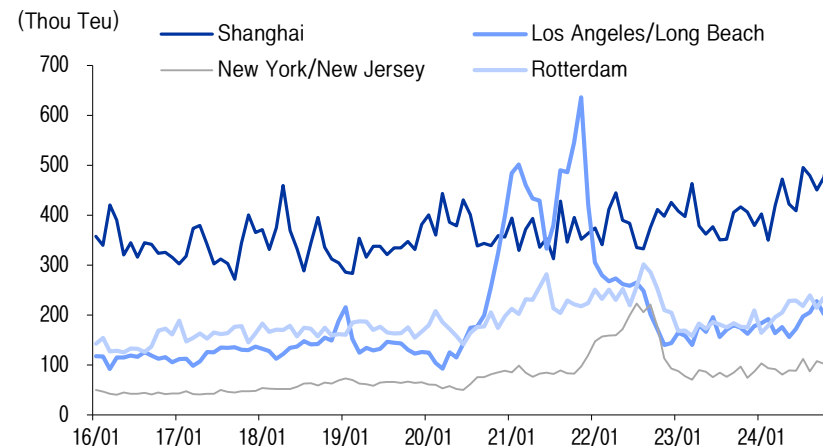
컨테이너선 평균 선속 추이



중국 Shanghai 항 컨테이너 Out-Bound 물동량



Global Ports Congestion



[해운] 컨테이너: 수에즈 수혜 중

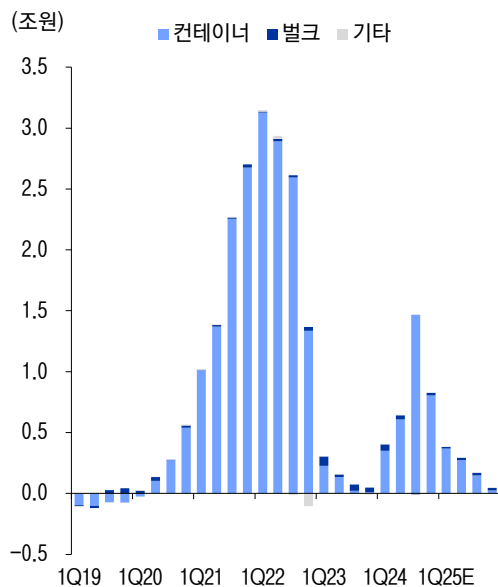
● 운임 호황 속 글로벌 컨테이너 선사 2024년 실적 "대박"

- 글로벌 선사들은 홍해발 공급망 위기를 이익 성장의 기회로 활용
- A.P. Maersk를 비롯한 글로벌 선사들의 연간 실적 Guidance 또한 연중 지속 상승

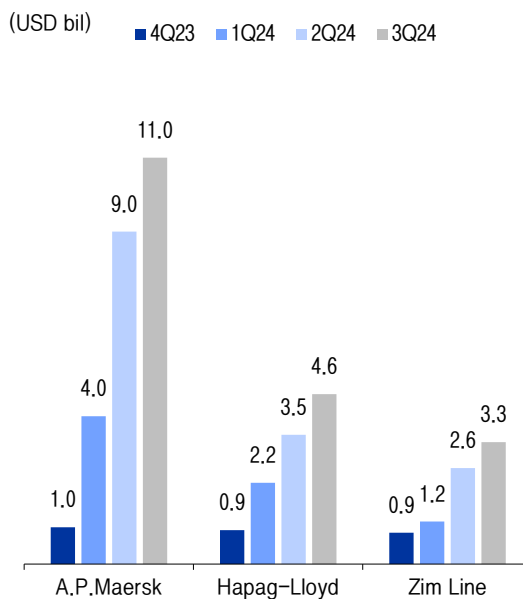
● HMM : 어닝 서프라이즈 대열 합류

- HMM은 3Q24 1조 4,614 억원(YoY +1,827.4%)의 영업이익을 기록하며 어닝 서프라이즈 대열 합류
- 미주/유럽 원양항로를 중심으로 실적 호조. 우호적 유가 환경과 글로벌 화주들의 선제적 재고확충 움직임으로 4Q24 실적 또한 기대

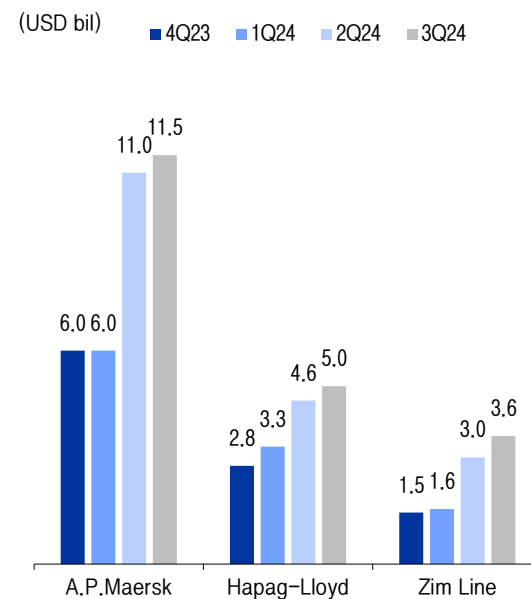
HMM 분기 영업이익 추이



글로벌 선사 2024E EBITDA Guidance (Bear Case)

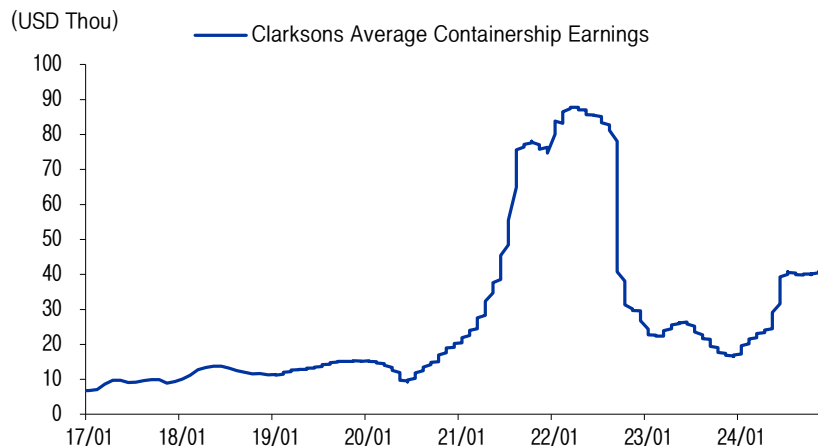


글로벌 선사 2024E EBITDA Guidance (Bull Case)

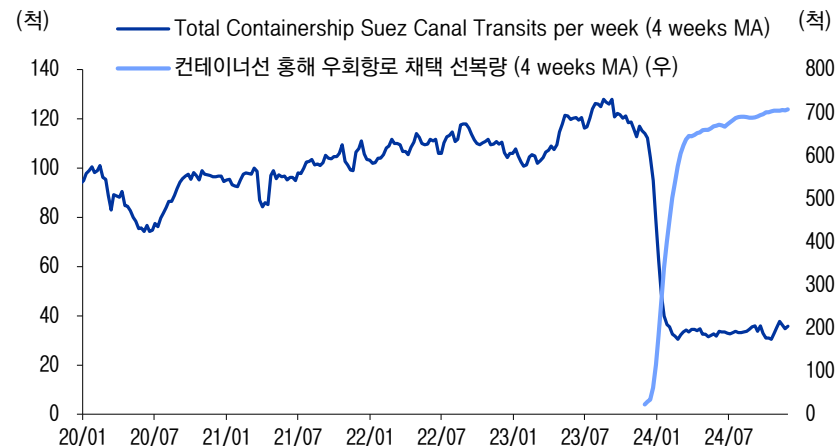


[해운] 컨테이너: 수에즈 수혜 중

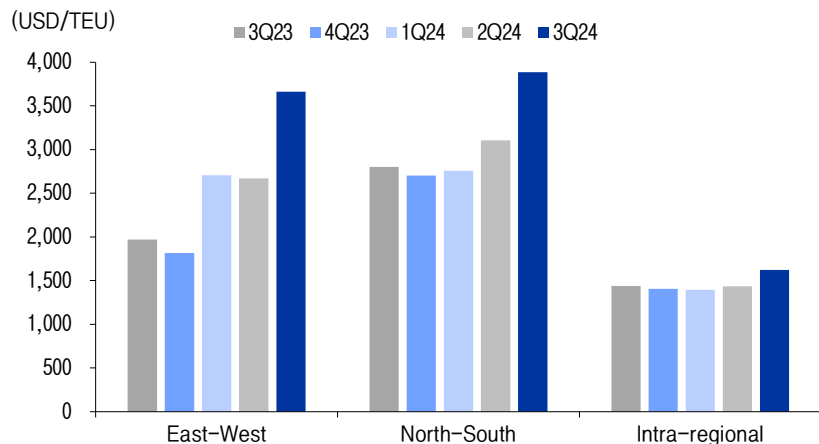
Clarksons Avg.Containership Earnings



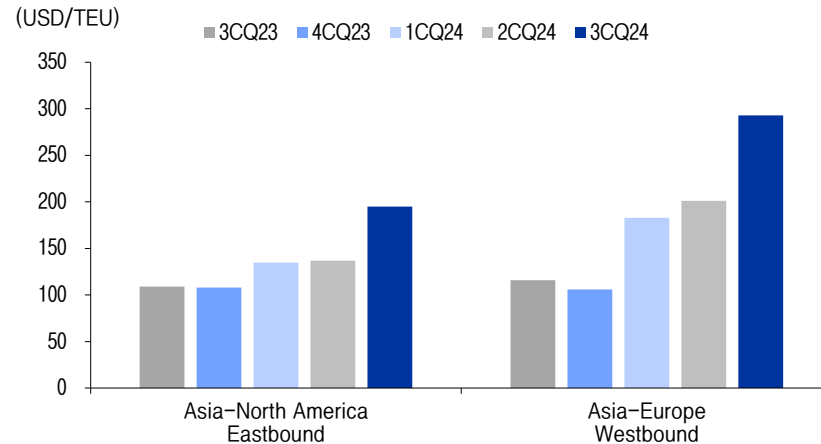
수에즈 운하 컨테이너선 통행량/우회운항 추이



A.P. Møller-Mærsk 노선별 운임변화



ONE 노선별 운임 변화



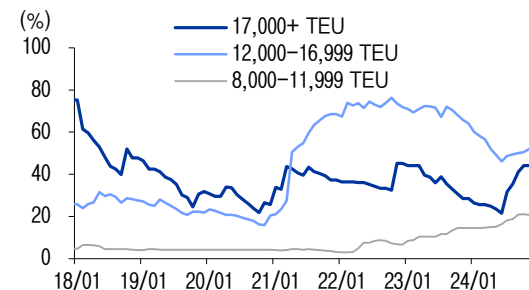
자료: Bloomberg, Clarksons, LS증권 리서치센터

[해운] 컨테이너: Orderbook 반등 추세

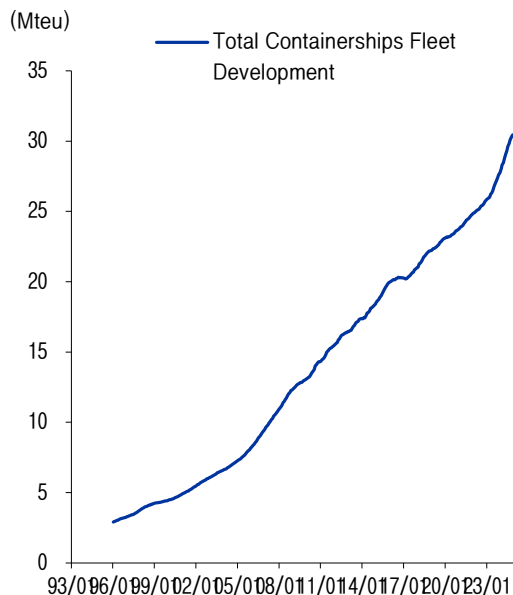
● 호황의 그늘: 계속되는 신조 인도

- 팬데믹 호황기 기발주 컨테이너 물량은 23년 이후 공급으로 지속 환원되고 있음
- '24.11 현재 글로벌 컨테이너 선대 규모는 약 30.4 Mteu로 '23.01 대비 17.7% 가량 순증
- 1H24 이후 신조 발주 재개되며 Orderbook Level은 또 다시 상승 추세
- IMO 중기규제가 도입되는 27년을 인도 시점으로 하는 신조 발주 활발
- '24.11 컨테이너선 Orderbook 규모는 약 7.6 Mteu로 현행 선복량 대비 25% 에 육박

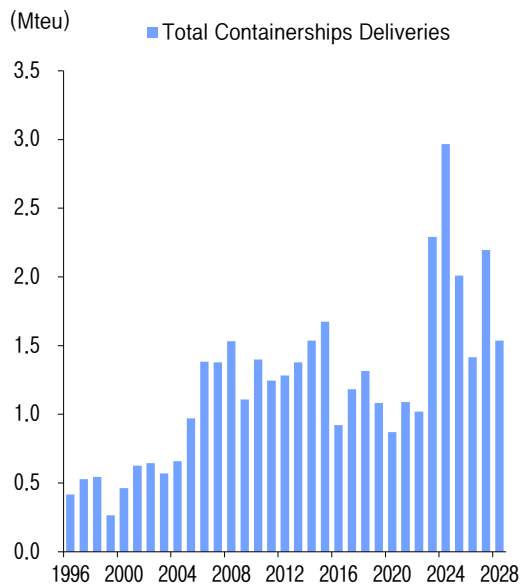
컨테이너 선형별 Orderbook 규모



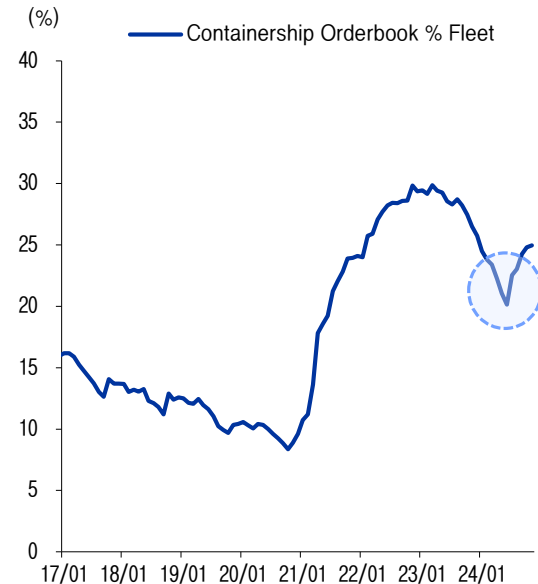
글로벌 컨테이너선 선대 규모



글로벌 컨테이너선 Delivery Pipeline



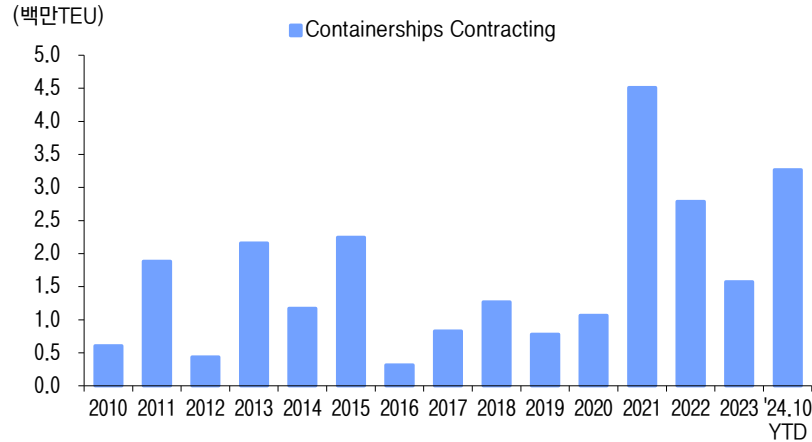
글로벌 컨테이너선사 Orderbook 규모



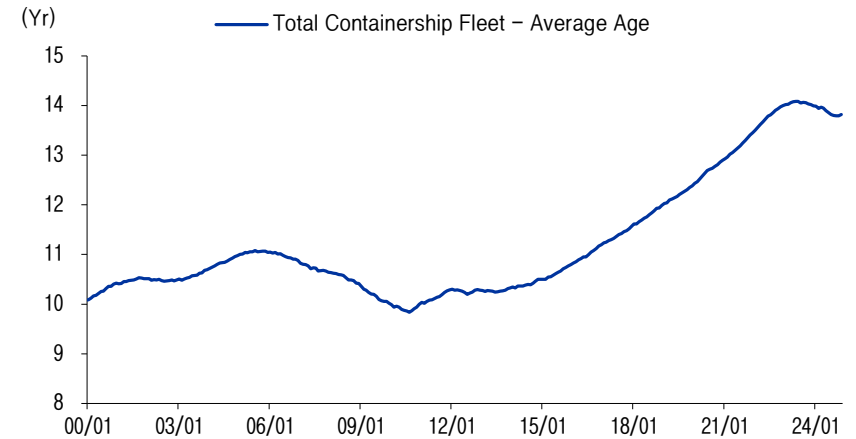
자료: Clarksons, LS증권 리서치센터

[해운] 컨테이너: 다시 돌아온 신조 발주

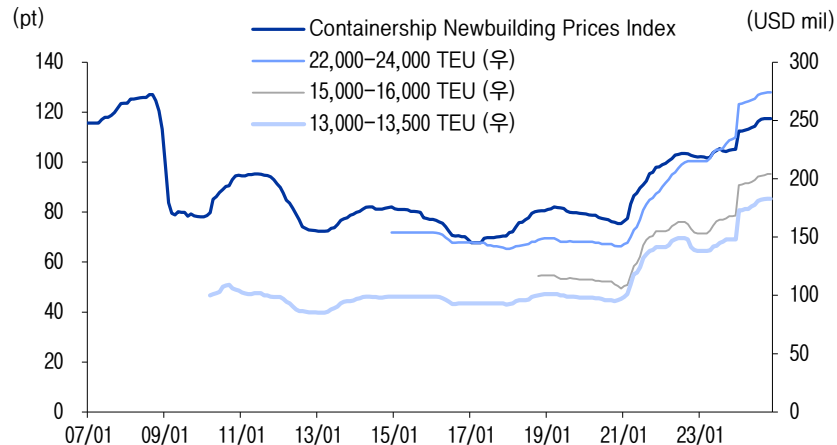
컨테이너선 신조 계약



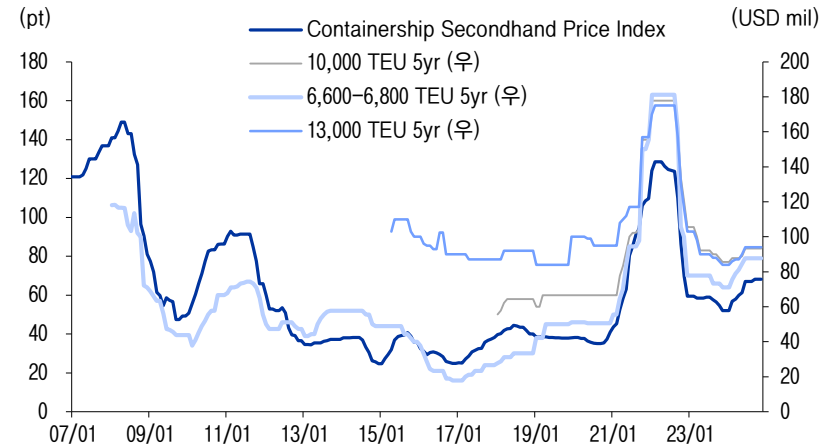
컨테이너선 평균 선령



컨테이너선 신조선가 추이



컨테이너선 중고선가 추이



자료: Clarksons, LS증권 리서치센터

[해운] 컨테이너: 해운동맹 경쟁구도 “격동”

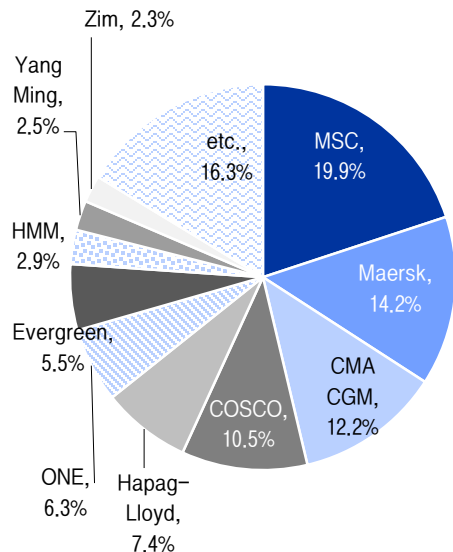
● 선사 간 경쟁구도 격화 국면

- '25.02 2M (MSC + APMM) 의 해체 + Gemini Cooperation (APMM + Hapag-Lloyd) 출범
- 글로벌 선복량 1위 MSC는 선대 규모를 지속 확대하며 독자노선 구축
- 이스라엘의 non-Alliance 선사 Zim 또한 공격적인 추가 용선 확보로 선대규모 기존 9위였던 Yang-Ming을 추월

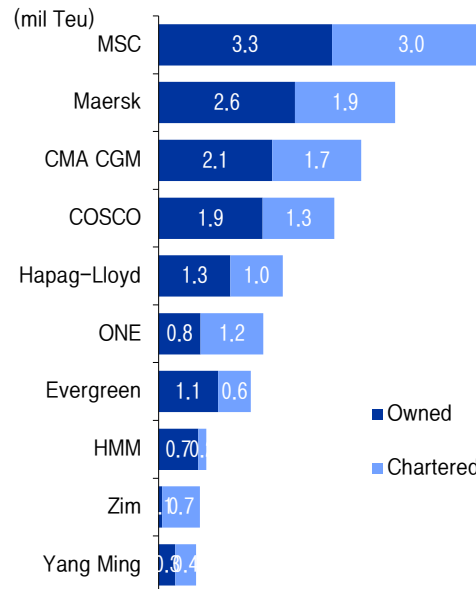
● 해운동맹 경쟁구도 “격동”

- Gemini Cooperation 결성에 따라 Hapag-Lloyd는 '25.01 자로 THEA를 탈퇴.
동맹 내 유일한 유럽 선사이자 가장 많은 선복량을 보유한 Hapag-Lloyd의 탈퇴와 관련해, THEA는 Premier Alliance로 새 출발
- Premier Alliance 는 MSC와 아시아-유럽 주요 9개 항로에 대해 선복 교환 협력

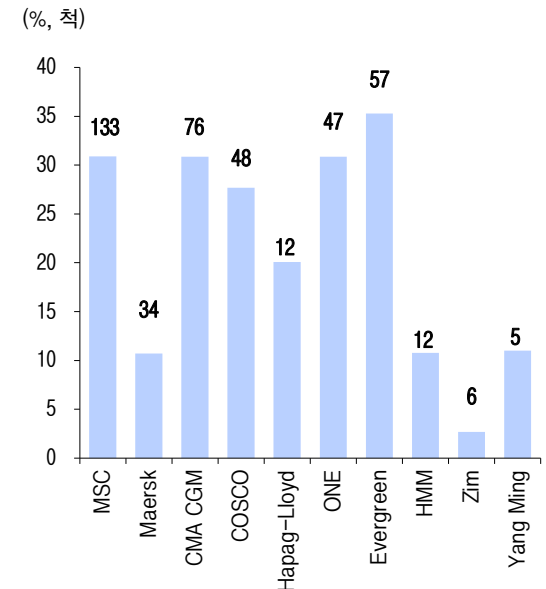
글로벌 컨테이너선사 M/S 현황



글로벌 Top 10 컨테이너선사 선대 현황



글로벌 Top 10 컨테이너선사 Orderbook



자료: Alphaliner, LS증권 리서치센터

[해운] 컨테이너: 해운동맹 경쟁구도 “격동”

● 선사 간 경쟁구도 격화 국면

- '25.02 2M (MSC + APMM) 의 해체 + Gemini Cooperation (APMM + Hapag-Lloyd) 출범
- 글로벌 선복량 1위 MSC는 선대 규모를 지속 확대하며 독자노선 구축
- 이스라엘의 non-Alliance 선사 Zim 또한 공격적인 추가 용선 확보로 선대규모 기존 9위였던 Yang-Ming을 추월

● 해운동맹 경쟁구도 “격동”

- Gemini Cooperation 결성에 따라 Hapag-Lloyd는 '25.01 자로 THEA를 탈퇴.
동맹 내 유일한 유럽 선사이자 가장 많은 선복량을 보유한 Hapag-Lloyd의 탈퇴와 관련해 THEA는 Premier Alliance로 새 출발
- Premier Alliance 는 MSC와 아시아-유럽 주요 9개 항로에 대해 선복 교환 협력

'24.12 Global Liner Rank

Rank	Alliance	Operator	Total		Owned		Chartered			Orderbook		
			MTEU	Ships	MTEU	Ships	MTEU	Ships	%Chart	MTEU	Ships	%existing
1	non-Alliance	MSC	6.2	874	3.3	580	3.0	294	47.8	1.9	133	30.9
2	Gemini	Maersk	4.4	715	2.6	333	1.9	382	42.3	0.5	34	10.7
3	OCEAN	CMA CGM	3.8	647	2.1	286	1.7	361	44.0	1.2	76	30.9
4	OCEAN	COSCO	3.3	506	1.9	194	1.3	312	40.9	0.9	48	27.7
5	Gemini	Hapag-Lloyd	2.3	295	1.3	128	1.0	167	42.2	0.5	12	20.1
6	Premier	ONE	2.0	246	0.8	92	1.2	154	60.0	0.6	47	30.9
7	OCEAN	Evergreen	1.7	220	1.1	137	0.6	83	35.3	0.6	57	35.3
8	Premier	HMM	0.9	79	0.7	54	0.2	25	17.0	0.1	12	10.8
9	non-Alliance	Zim	0.8	129	0.1	12	0.7	117	91.5	0.0	6	2.7
10	Premier	Yang Ming	0.7	93	0.3	57	0.4	36	55.7	0.1	5	11.0

자료: Alphaliner, LS증권 리서치센터

[해운] 드라이벌크: 수요 성장의 돌파구를 찾아야 한다

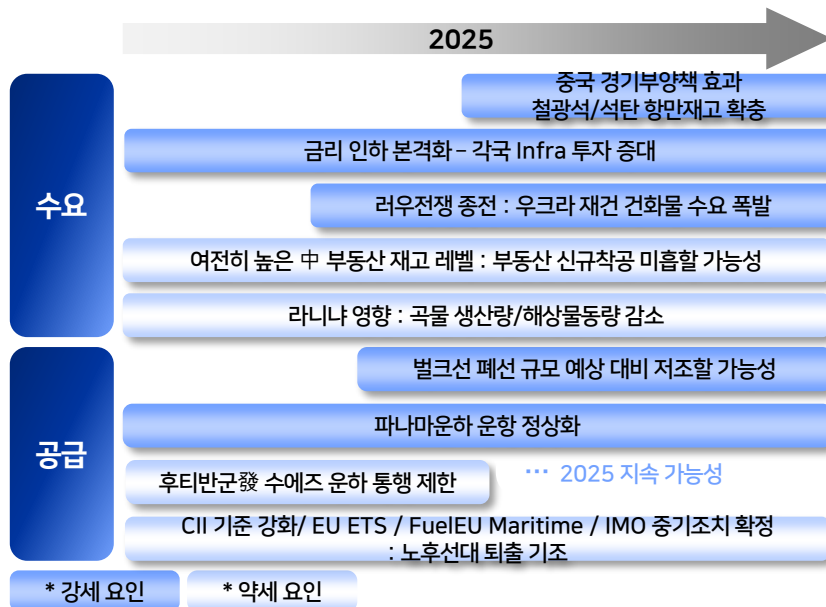
● 2025 드라이벌크 해운 : 수요 성장의 돌파구를 찾아야 한다

- Clarksons 추산 2025년 Dry-bulk 해상 물동량은 5,777 MT로 YoY +0.6% 성장에 그칠 전망
- 중국향 Cape 화물 수요 반등 요원한 가운데 La nina 영향으로 브라질발 곡물 물동량 또한 아쉬울 것으로 예상
- 파나마 운하 정상화로 공급 안정화: 항해 거리/일수 감소에 따라 운임 하방 압력으로 작용

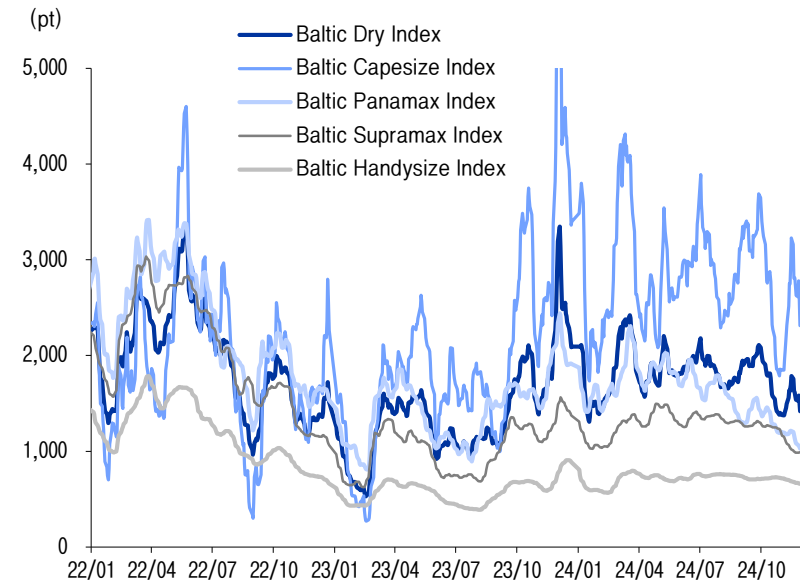
● 환경규제 영향 / 신조인도 부진에 따라 중장기 방향성은 우상향

- 컨테이너선과 달리 건화물선의 신조선 수급 여건은 여전히 저조한 상황
- 환경규제 영향 본격화로 공급압박 현실화. “좋은 배”와 “안 좋은 배”의 차이는 더욱 분명해질 것

2025년 건화물선 시장은 소폭 둔화 전망



건화물선 운임지수 추이



[해운] 드라이벌크: 수요 성장의 돌파구를 찾아야 한다

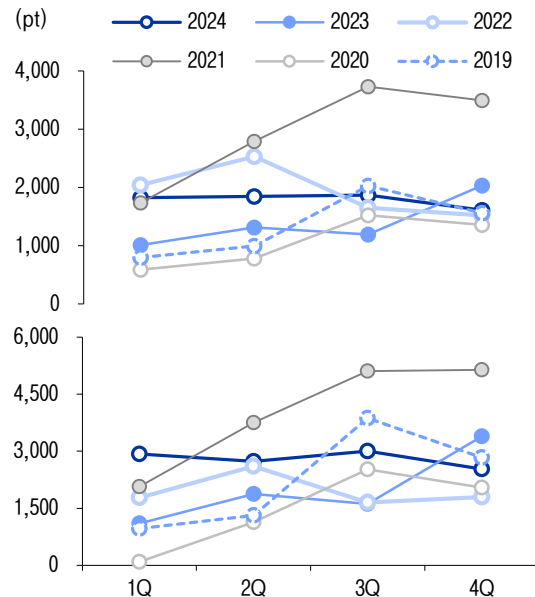
● CAPE 변동성이 BDI 향방을 주도

- 중국 경기부양책을 둘러싼 불확실성이 건화물선 시장 전반의 등락을 좌우할 것
- 다만, 실제 Capesize 해상 물동량 증대에는 시차가 있을 것
- 2H24 이후 중국 경기부양책 관련 항만재고 확보 모멘텀 본격화를 기대

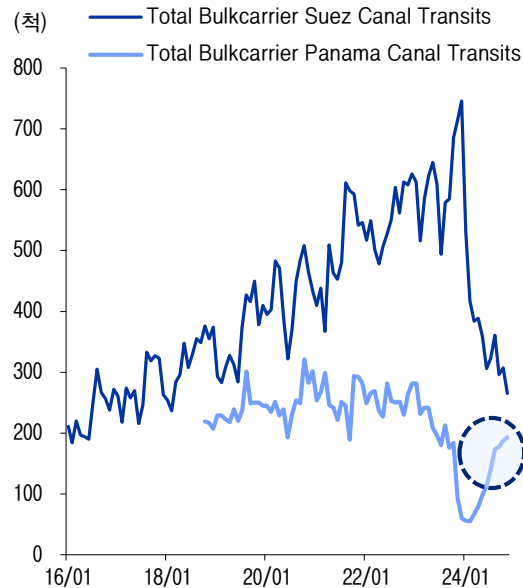
● 오랜 기우제 끝에 파나마에도 비가 옵니다

- 계절적 우기 효과와 엘니뇨발 가뭄의 단계적 해소로 파나마 운하발 해운 Shortage는 해소 국면. 운하에 물을 공급하는 Gatun호의 수위는 최근 88 pt까지 회복
- 가뭄이 차츰 해소되는 가운데 컨테이너선의 통행량이 선제적으로 반등 추세. 건화물선 통행여건 또한 차츰 나아질 것

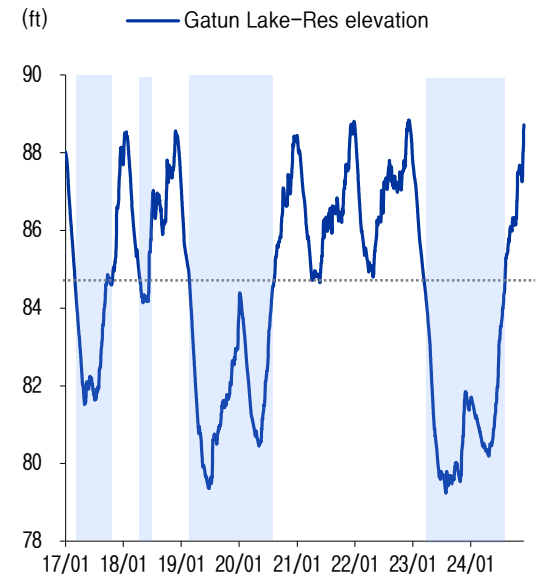
분기 평균 BDI(상), BCI(하) 추이



벌크선 수에즈/파나마 월간 통행량 추이



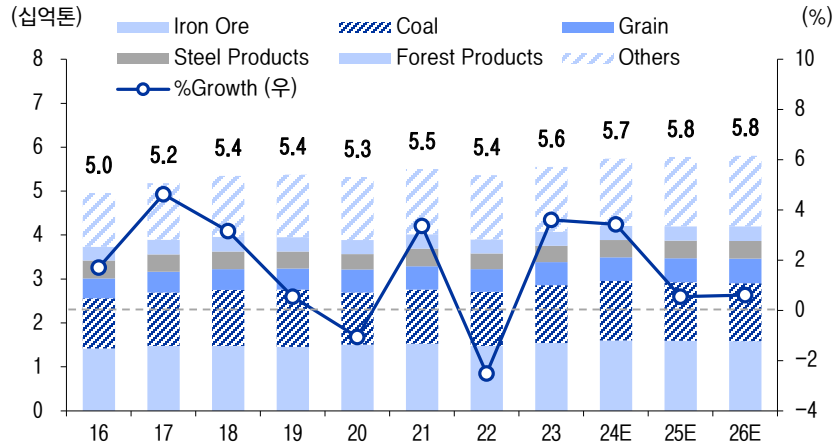
파나마운하 Gatun호 수위 추이



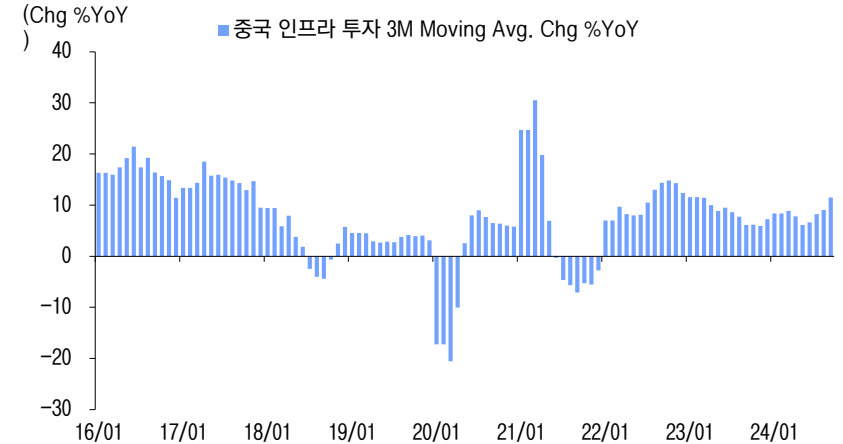
자료: Clarksons, 파나마운하청(ACP), LS증권 리서치센터

[해운] 드라이벌크: 결국 중국이 열쇠

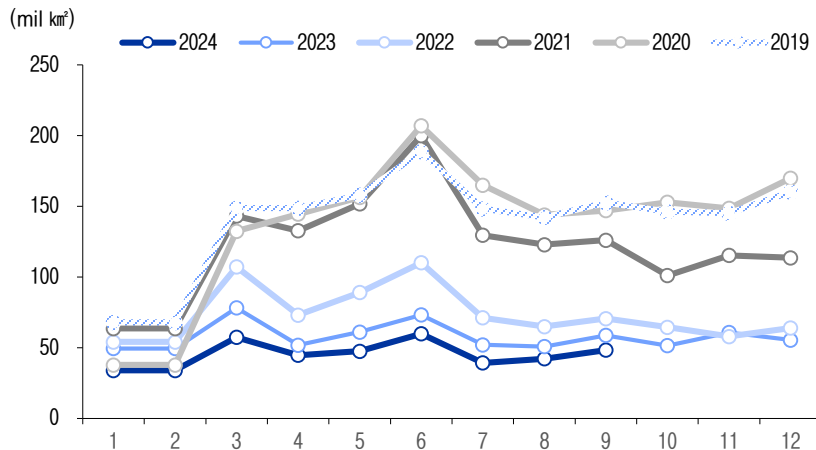
글로벌 Dry bulk 해상 물동량



중국 인프라투자 규모는 지속 확대 중



중국 부동산 월별 신규착공 면적 : 여전히 지지부진한 착공



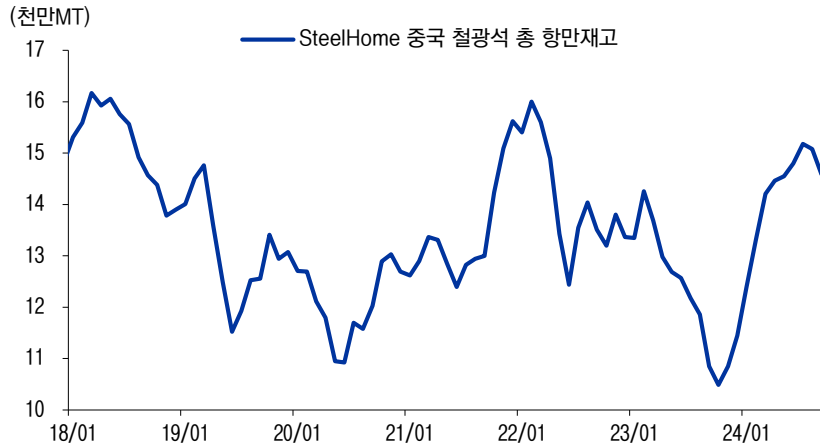
중국 조강업체 조강마진 및 철광석 가격 추이



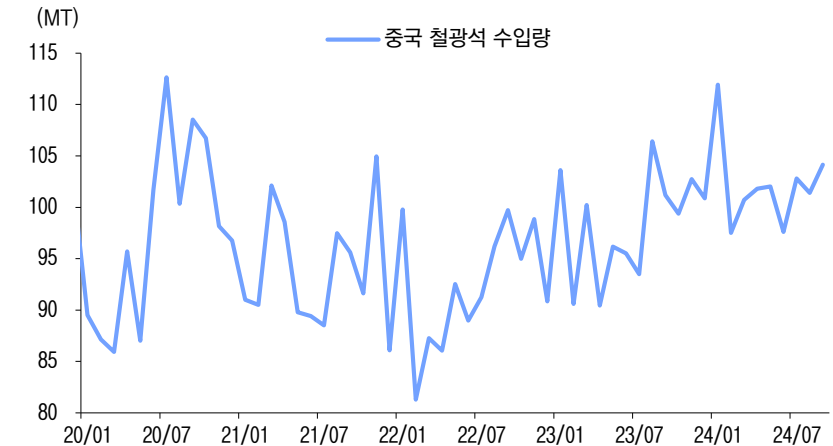
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

[해운] 당장의 재고 Cycle은 일단락

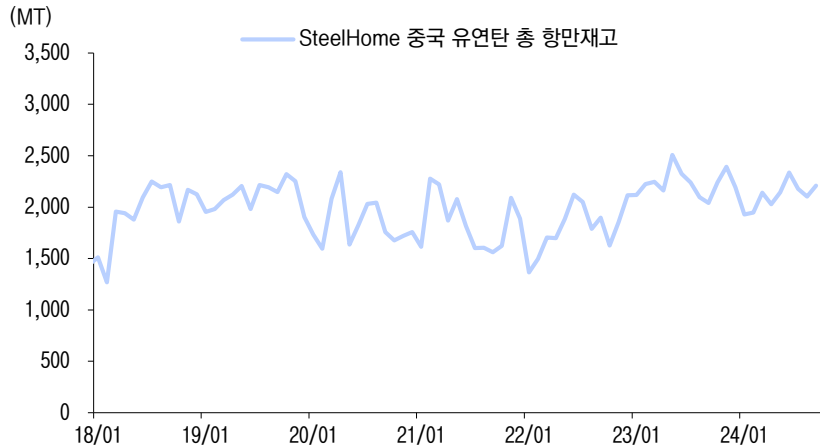
중국 철광석 항만 재고



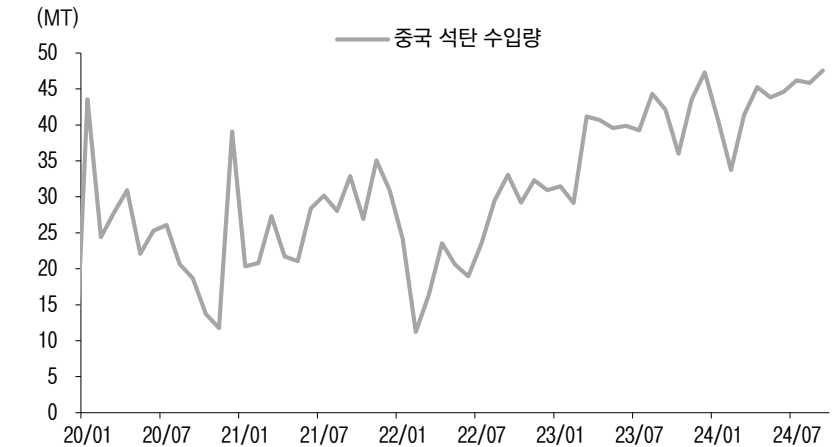
중국 철광석 수입량



중국 석탄 항만 재고



중국 석탄 수입량

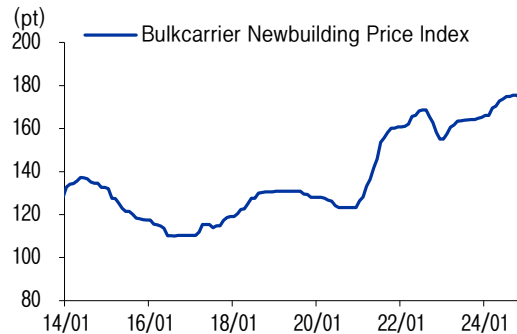


[해운] 드라이벌크: 아쉬운 신조 공급으로 중장기 전망 밝음

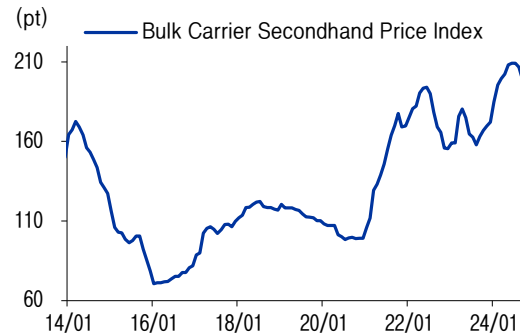
● 이 쪽은 오히려 공급압박을 걱정하는 중

- 글로벌 조선업 호황과 그에 따른 고부가가치 선박 선별수주 기조로 Dry bulk Carrier의 수주 매력도 낮아진 상황
- 신조선가 상승에도 불구하고 신조 계약건수는 급감한 상태. 반대급부로 중고선 가격 폭등세
- CII 등급 발표에 따른 운항중단 선박 확대와 EU ETS 도입에 따른 non-Eco 선대 유지 매력도 하락은 벌크선 공급 압박 요인

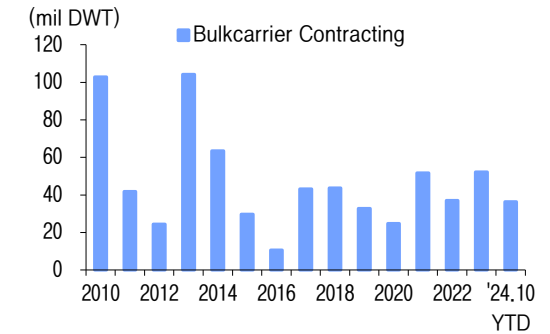
Dry Bulker 신조선가 지수



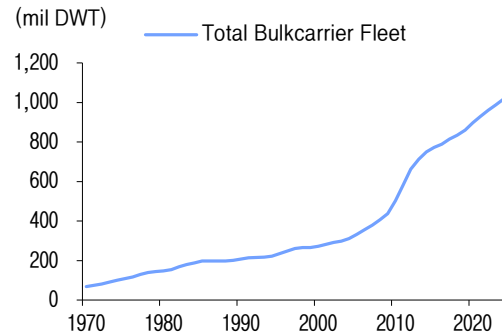
Dry Bulker 중고선가 지수



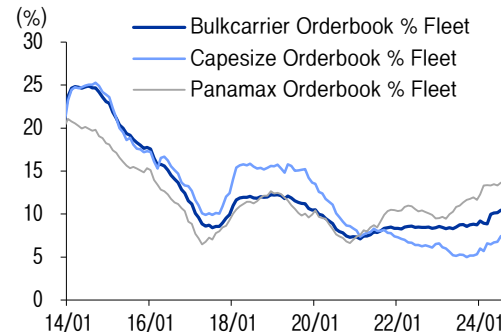
Dry Bulker 신조선 계약 건수



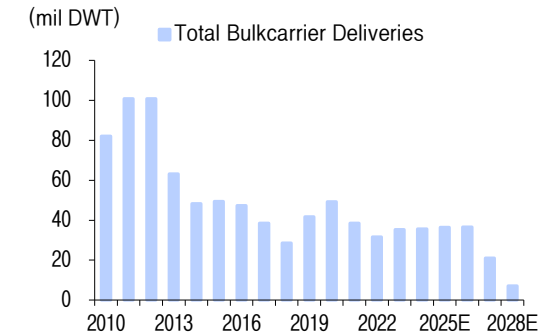
글로벌 Dry bulker 선대 규모



Dry bulker Orderbook



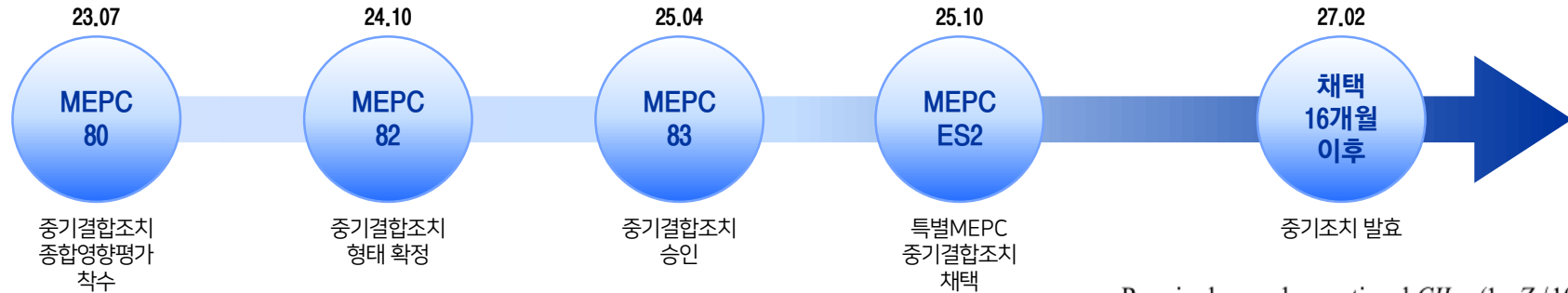
Dry bulker Deliveries



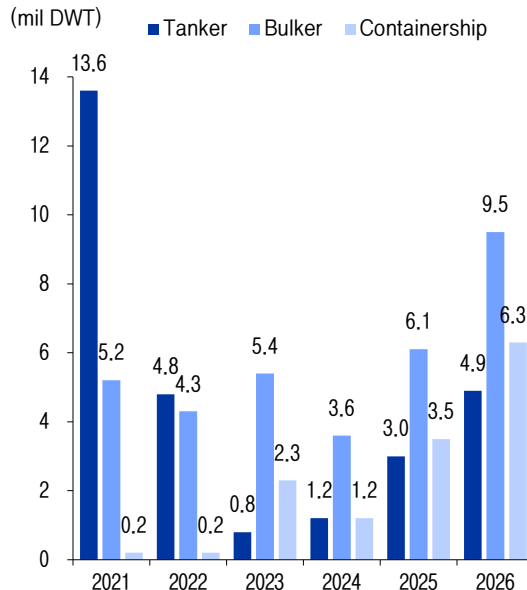
자료: Clarksons, LS증권 리서치센터

[해운] 25년은 폐선량 반등의 원년

IMO 온실가스 중기조치 일정

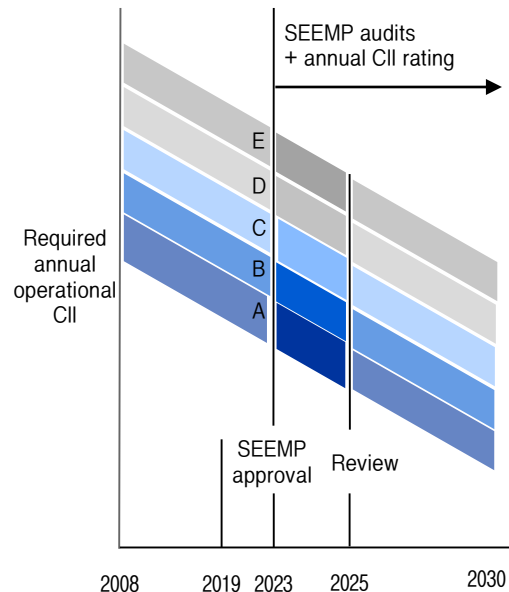


선종별 해체량 추이 및 전망



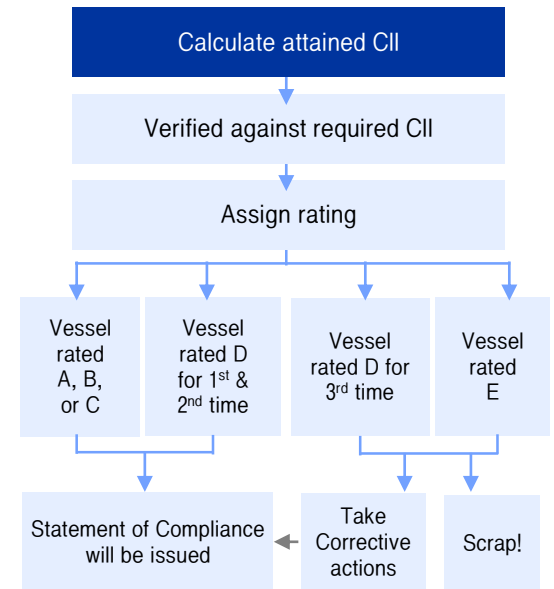
자료: Clarksons, LS증권 리서치센터

차츰 엄격해질 CII Rating 기준



$$\text{Required annual operational CII} = (1 - Z / 100) \times CII_R$$

CII 규제 흐름도



[해운] 선박 환경규제 관련 주요 지표 정리

지표명	EEDI	EEXI	CII
개요	Energy Efficiency Design Index 에너지효율설계지수	Energy Efficiency eXisting ship Index 현존선박에너지효율지수	Carbon Intensity Index 탄소집약도지수
도입시기	2013.01.01~	2023.01.01~	2023.01.01~
산출 방식	단위 톤마일 이동시 배출되는 탄소배출량을 이론적으로 계산한 값	단위 톤마일 이동시 배출되는 탄소배출량을 이론적으로 계산한 값	IMO DCS를 통해 측정한 연료 소모량을 토대로 실제 탄소배출량 측정
산출 공식	$\frac{CO_2 \text{ 배출 계수} \times SFC \times \text{엔진출력}}{\text{선박규모} \times \text{선박속도}}$	$\frac{CO_2 \text{ 배출 계수} \times SFC \times \text{엔진출력}}{\text{선박규모} \times \text{선박속도}}$	$\frac{\text{연간 연료 소비량} \times CO_2 \text{ 배출 계수}}{\text{연 항속 거리} \times \text{선박 규모}}$
적용대상	신조선 400gt ↑	신조선 + 기존 선박 400gt ↑	신조선 + 기존 선박 5,000gt ↑
규제내용	Phase 1('13~) : 08년 대비 탄소배출량 10% 저감 Phase 2('20~) : 08년 대비 탄소배출량 20% 저감 Phase 3('25~) : 08년 대비 탄소배출량 30% 저감 ※컨테이너는 '22년부터 Phase 3 도입	Phase 2('23~) : 08년 대비 탄소배출량 20% 저감 Phase 3('25~) : 08년 대비 탄소배출량 30% 저감 ※컨테이너는 '23년부터 Phase 3 도입	매년 A~E Rating 부여 A,B Rating 선박은 항만당국 인센티브 부여 E Rating을 받거나 3년 연속 D Rating을 받을 시 (1) Corrective Action Plan 제출 (2) 폐선

Part III

육운: 반전 모색 중

다시 ASP에 주목할 차례

- 피해가기 힘들었던 경기둔화의 덫
- 25년 다시 ASP에 주목할 차례
- C커머스 열풍은 무엇을 남겼나

[육운] 피해가기 힘들었던 경기둔화의 덫

● 피해가기 힘들었던 경기둔화 영향

- 소비 경기 부진 속 택배 물동량 성장세 주춤
- 그간 이어져 온 이커머스 시장의 팔목상대한 성장세 또한 2H24 이후 조정 흐름
- 1, 2인 가구 성장세와 이커머스 플랫폼 간 경쟁 격화를 고려할 때 이커머스 침투율은 지속 견조할 것으로 예상

● 25년 다시 ASP에 주목할 차례

- 물동량 성장 기대감 제한적이지만 그간 이연되어 온 택배비 인상 가능성에 기대
- 특별 배송 서비스와 풀필먼트 물량 확대로 Surcharge 확보

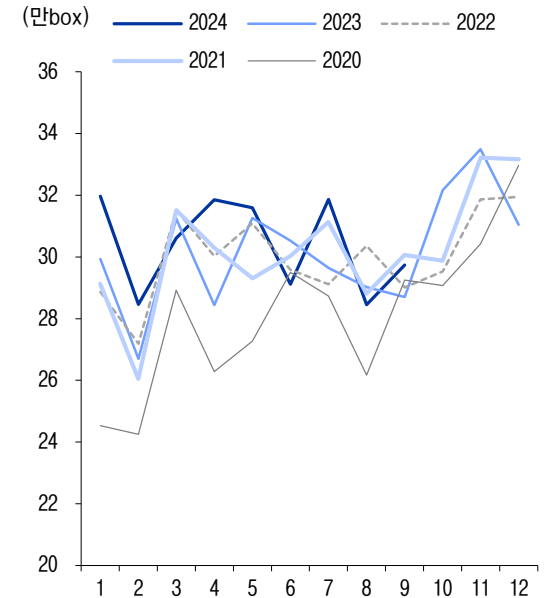
한국은행 소비지출전망



한국은행 소비자심리지수

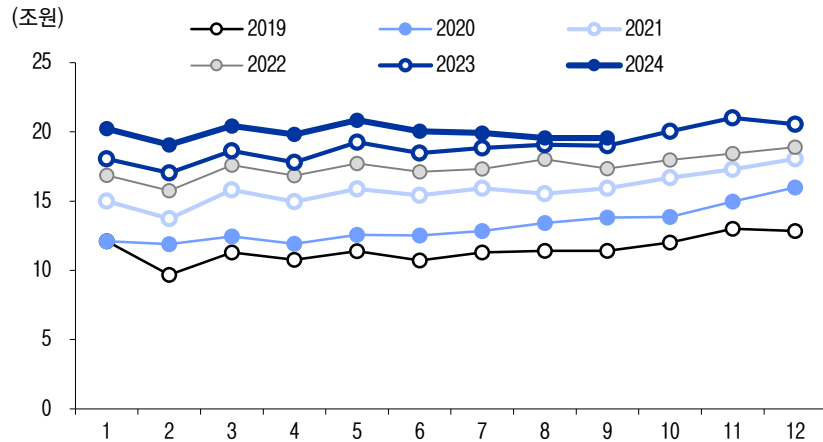


월간 택배 물동량 추이

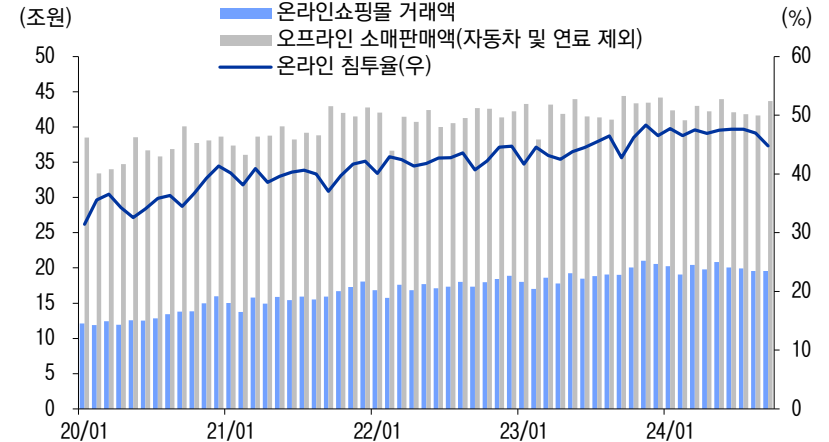


[육운] 25년 다시 ASP에 주목할 차례

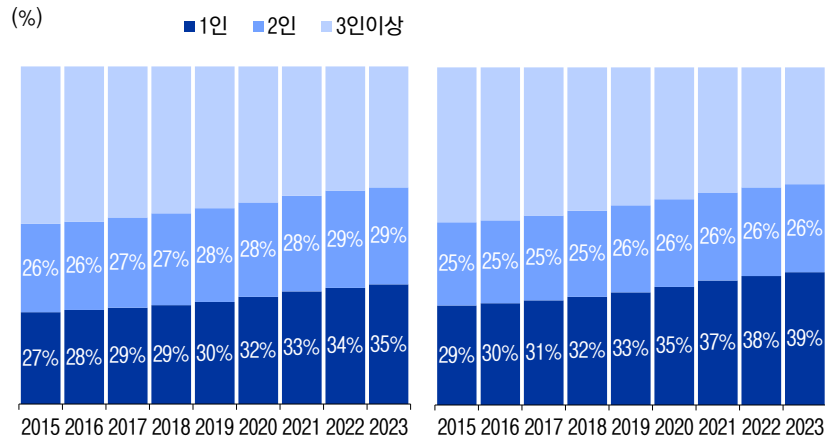
온라인쇼핑몰 거래액 추이



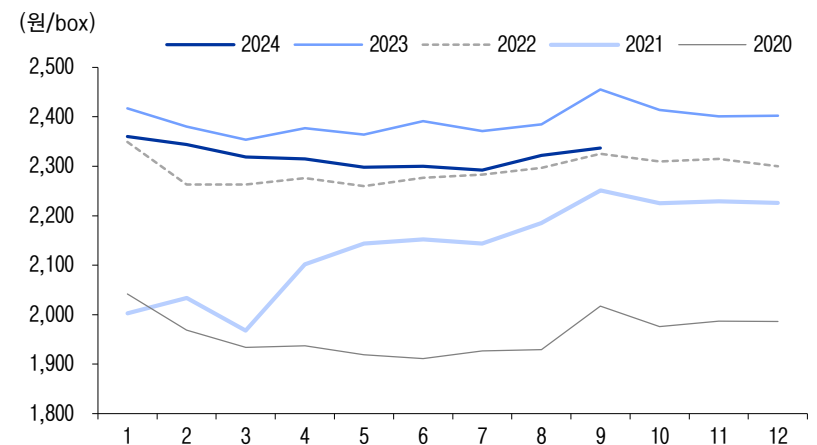
이커머스 쇼핑 침투율



1인·2인 가구 지속 확대 (전국_좌/ 서울_우)



CJ대한통운 택배ASP 추이



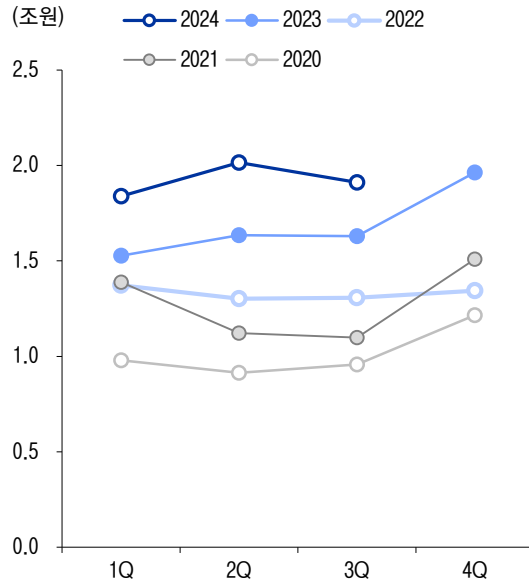
자료: KOSIS, LS증권 리서치센터

[육운] C커머스 열풍은 무엇을 남겼나

● C커머스 성장세 주춤해졌지만 결국 택배업체에게 유리해진 흐름

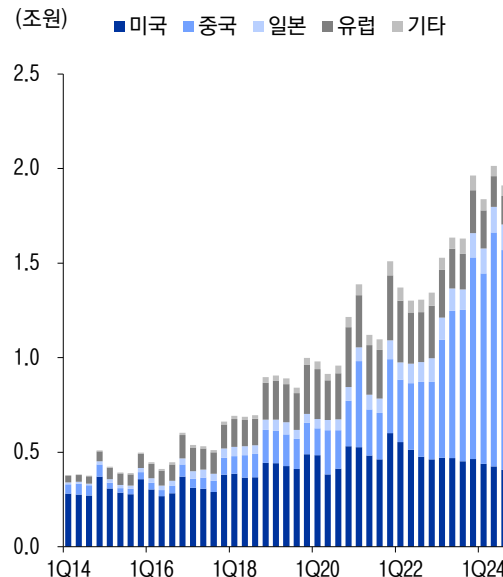
- 중국 이커머스 플랫폼의 가파른 성장세는 1H24 이후 차츰 진정 양상
- 알리/테무 열풍이 주는 시사점은 단순한 중국산 초저가 상품에 대한 소비수요 강세에 국한되지 않음
- 1) 다각화된 소비수요에 걸맞는 다양한 상품 라인업
- 2) '가성비 소비' 트렌드를 저격한 낮은 가격대
- 3) 다품종 소량 주문 기조. Bulk/대량이 아닌 날개/소량 소비
- 4) 이커머스 및 비대면소비 수요 호조
- 무엇보다, 기존 쿠팡/네이버/11번가/SSG로 대표되던 국내 이커머스 시장에 새로운 거대 셀러가 등장한 것은 육운 업체들의 큰 호재

온라인쇼핑 해외 직접구매액 추이



자료: KOSIS, LS증권 리서치센터

주요 국가별 해외직구 추이



의류·패션 상품 중국발 해외직구 구매액



Part IV

기업 분석

기업 Comments

- 최선호주: 현대글로비스, 대한항공, 진에어
- 기업분석: 제주항공, 티웨이항공, HMM, 팬오션, CJ대한통운

★ 현대글로비스 (086280): 'Glo'rious 2025

Buy (유지)

목표주가 (유지)	170,000 원
현재주가	124,100 원
상승여력	37.0 %
KOSPI(12/2)	2,454.48 pt
시가총액	93,075 억원
발행주식수	75,000 천주
52주 최고가 / 최저가	127,600 / 83,533 원
90일 일평균 거래대금	206 억원
외국인 지분율	43.8 %
배당수익률(24.12E)	3.2 %
BPS(24.12E)	117,055 원
KOSPI대비 상대수익률	1개월 5.3 %
	6개월 45.1 %
	12개월 44.3 %
주주구성	정의선 20.0 %
	Den Norske Amerikalinje AS 11.0 %



자료: LS증권 리서치센터

● 모든 사업부 실적 약진 중

- 3Q24 물류/해운/유통 전 부문 매출액 Double-digit Growth
- [물류] 글로벌 완성차 판매량 둔화에도 불구하고 해외 완성차 육상물류 사업 경쟁력 지속 견조. SCFI 수혜가 도드라졌던 포워딩 사업의 실적은 4Q24 기점으로 점진 우하향을 예상
- [해운] PCTC 사업부 영업이익 상승 기대 지속 유효
주요 계열사 항 계약운임 인상과 신규 선박 확보로 P, Q 모두에서 성장이 이루어질 전망
PCTC 시황 지속 견조한 가운데 대중관세 확대에 따른 운임 영향은 제한적
Lasse Kristoffersen(CEO of WWO ASA) "중국발 미국항 완성차 물동량 미미. 25년 요율은 24년을 상회할 것"
- [육운] 3Q24 CKD 안전재고 확보 수혜 확인. '25.01 ILA 파업 우려 상존함에 따라 4Q24 또한 안전재고 니즈 이어질 것
우호적 환율 흐름 속 트럼프 2기 행정부 리쇼어링 기조 확대에 CKD 사업 수혜 예상

● 목표주가 170,000 원 및 해운/육운 업종 내 최선호주 의견 유지

- 업종 내 최상위 수준의 재무 안정성과 견조한 실적전망
- 25년부터 1) 배당성향 최소 25% 이상, 2) DPS YoY 최소 5% 상향(보조기준)으로 배당정책 강화적용
- 실적 성장세 및 주주환원 밸류업 기대에 따라 단단한 주가기저 형성될 것

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2022	26,982	1,799	1,597	1,193	15,864	52.0	2,265	5.2	2.9	0.9	18.8
2023	25,683	1,554	1,453	1,070	14,148	-10.8	2,107	6.8	3.2	0.9	14.6
2024E	28,123	1,742	1,784	1,339	17,734	25.3	2,374	7.0	3.6	1.1	16.1
2025E	30,167	2,013	2,023	1,517	20,029	12.9	2,686	6.2	2.9	0.9	16.1
2026E	31,675	2,114	2,133	1,599	21,146	5.6	2,834	5.9	2.4	0.8	15.1

현대글로비스 (086280)

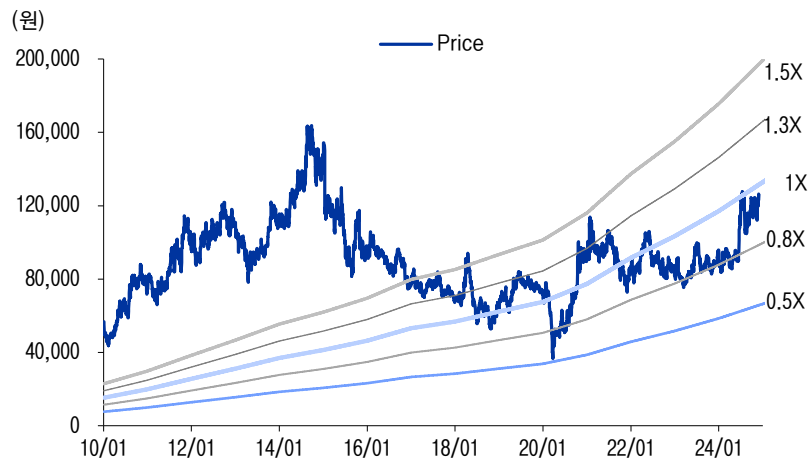
분기별 실적 전망

(단위: 십억원)	2023	2024E	2025E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E
매출액	25,683	28,123	30,167	6,301	6,535	6,330	6,517	6,586	7,064	7,469	7,004
%yoy	-4.8	+9.5	+7.3	+0.1	-4.8	-9.8	-4.3	+4.5	+8.1	+18.0	+7.5
%qoq				-7.5	+3.7	-3.1	+3.0	+1.1	+7.3	+5.7	-6.2
1. 물류	9,022	9,844	10,829	2,145	2,258	2,244	2,374	2,275	2,434	2,583	2,552
2. 해운	4,211	5,174	6,359	1,009	1,053	1,036	1,114	1,151	1,288	1,329	1,406
3. 유통	12,450	13,105	12,979	3,147	3,224	3,050	3,029	3,161	3,342	3,557	3,045
영업이익	1,554	1,742	2,013	407	413	384	351	385	439	469	449
%OPM	6.1	6.2	6.7	6.5	6.3	6.1	5.4	5.8	6.2	6.3	6.4
%yoy	-13.6	+12.1	+15.6	-4.6	-8.0	-19.6	-21.3	-5.4	+6.5	+22.1	+27.9
%qoq				-8.8	+1.5	-6.9	-8.7	+9.7	+14.2	+6.8	-4.3
1. 물류	745	802	845	168	220	190	167	182	203	211	207
%OPM	8.3	8.1	7.8	7.8	9.7	8.5	7.0	8.0	8.3	8.2	8.1
2. 해운	292	382	613	106	74	52	60	83	79	108	112
%OPM	6.9	7.4	9.6	10.5	7.0	5.0	5.4	7.2	6.1	8.1	8.0
3. 유통	518	558	556	133	119	142	124	121	158	150	129
%OPM	4.2	4.3	4.3	4.2	3.7	4.7	4.1	3.8	4.7	4.2	4.3
순이익	1,070	1,339	1,517	284	291	246	250	306	313	384	336
%NPM	4.2	4.8	5.0	4.5	4.4	3.9	3.8	4.6	4.4	5.1	4.8
%yoy	-10.3	+25.1	+13.3	-2.8	-4.7	+4.1	-30.5	+7.9	+7.7	+56.0	+34.6
%qoq				-21.1	+2.5	-15.4	+1.5	+22.6	+2.2	+22.6	-12.4

주: IFRS 연결 기준
자료: 현대글로비스, LS증권 리서치센터

현대글로비스 (086280)

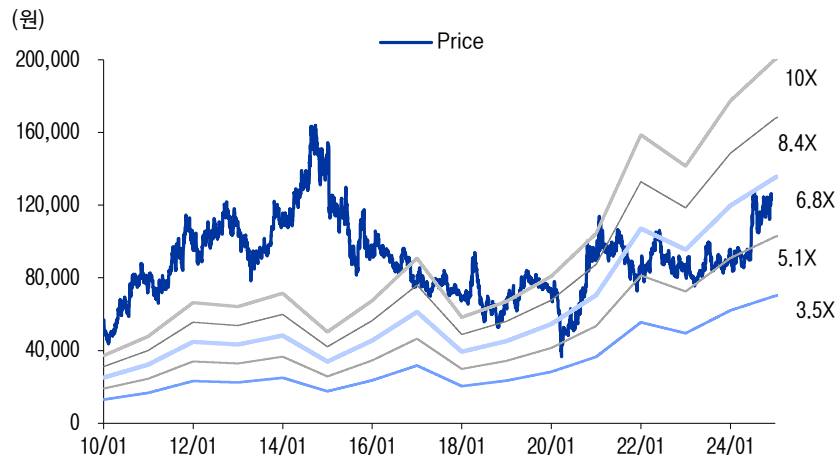
현대글로비스 12MF PBR Band Chart



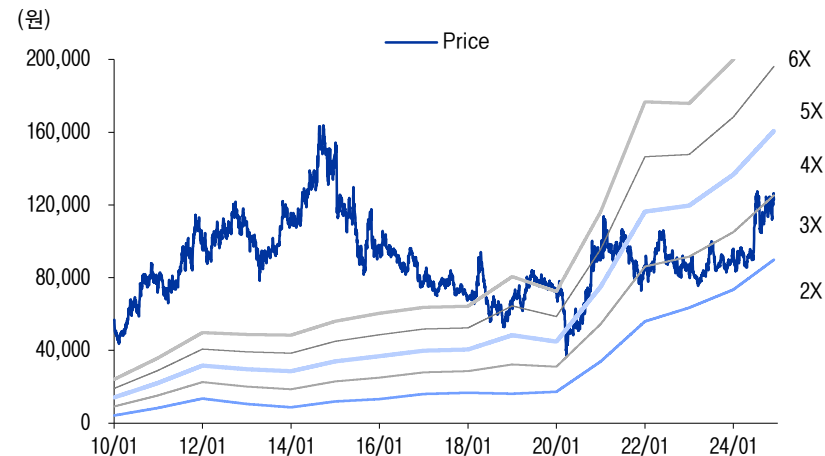
현대글로비스 12MF PBR 추이



현대글로비스 12MF PER Band Chart



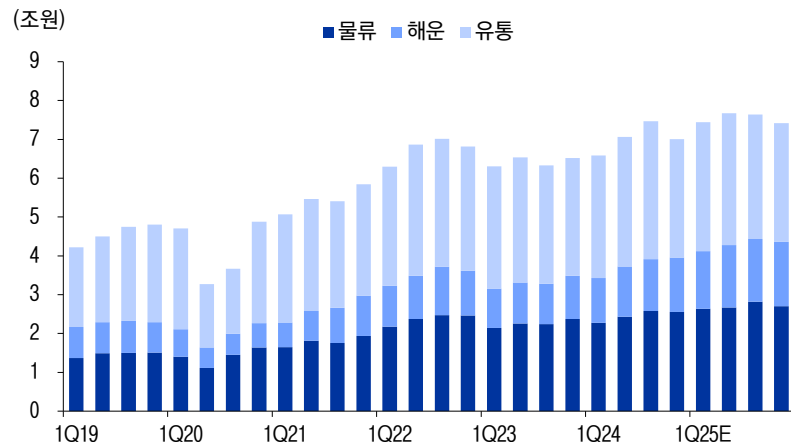
현대글로비스 12MF EV/EBITDA Band Chart



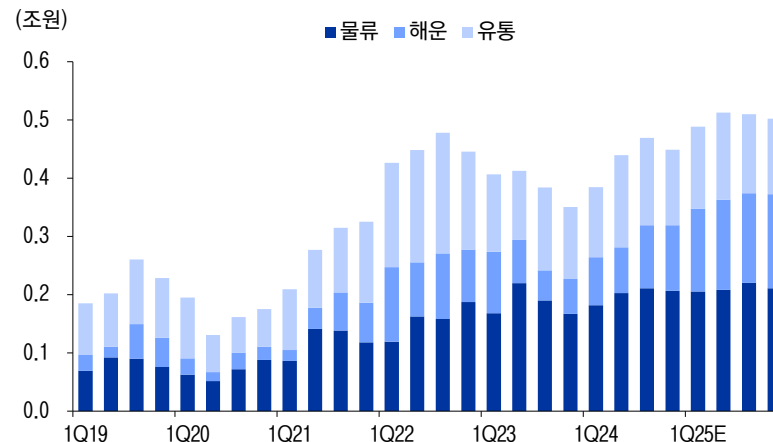
자료: Dataguide, LS증권 리서치센터

현대글로비스 (086280)

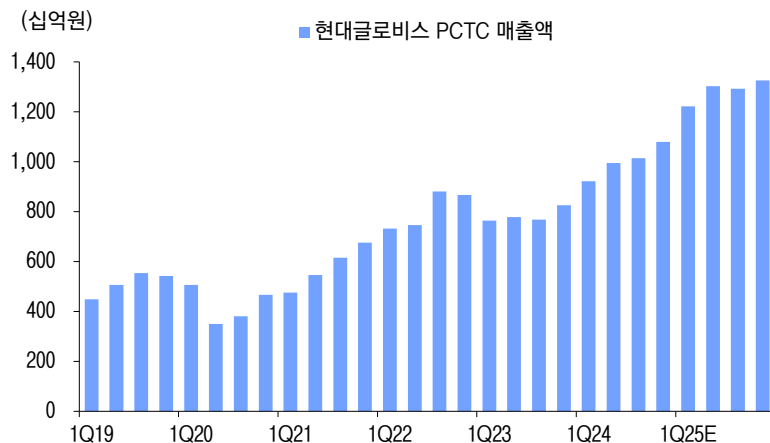
현대글로비스 사업부별 매출액 추이 및 전망



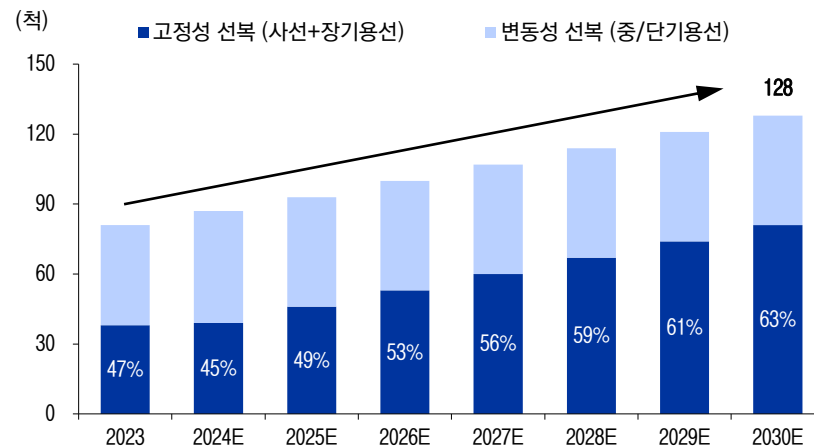
현대글로비스 사업부별 영업이익 추이 및 전망



현대글로비스 PCTC 매출액 추이 및 전망



현대글로비스 PCTC 선대 계획



자료: 현대글로비스, LS증권 리서치센터

현대글로비스 (086280)

재무상태표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	8,182	8,772	10,085	11,399	12,988
현금 및 현금성 자산	2,061	2,291	3,498	4,438	5,632
매출채권 및 기타채권	3,240	3,040	3,515	3,771	3,959
비유동자산	5,696	5,954	6,283	6,647	6,929
관계기업투자 등	858	893	914	906	899
유형자산 및 투자부동산	4,470	4,726	5,036	5,406	5,694
자산총계	13,878	14,725	16,368	18,046	19,918
유동부채	4,344	4,468	4,805	5,107	5,600
비유동부채	2,654	2,474	2,746	2,924	3,104
부채총계	6,998	6,941	7,552	8,031	8,704
자본금	19	19	38	38	38
자본잉여금	154	154	135	116	97
이익잉여금	6,679	7,513	8,607	9,809	11,012
자본총계	6,880	7,784	8,817	10,015	11,213

현금흐름표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	1,559	2,242	1,443	2,013	2,448
당기순이익(손실)	1,193	1,070	1,339	1,517	1,599
비현금수익비용가감	1,334	1,306	1,035	1,168	1,235
영업활동 자산부채변동	-724	211	-512	-203	101
매출채권의 감소(증가)	-604	246	-476	-255	-189
매입채무의 증가(감소)	-19	-61	142	197	421
투자활동현금흐름	-527	-1,007	186	-379	-409
유형자산처분(취득)	-338	-313	-310	-369	-289
무형자산감소(증가)	-3	-5	-1	-1	-1
기타투자활동	-185	-689	498	-8	-119
재무활동현금흐름	-438	-701	-422	-694	-845
차입금의증가(감소)	-31	-149	410	227	217
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-143	-214	-236	-300	-383
현금의 증가	416	231	1,207	940	1,194
기초현금	1,645	2,061	2,291	3,498	4,438
기말현금	2,061	2,291	3,498	4,438	5,632

손익계산서

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	26,982	25,683	28,123	30,167	31,675
매출총이익	2,301	2,091	2,421	2,697	2,832
판매비 및 관리비	503	537	680	684	718
영업이익	1,799	1,554	1,742	2,013	2,114
EBITDA	2,265	2,107	2,374	2,686	2,834
세전계속사업이익	1,597	1,453	1,784	2,023	2,133
법인세비용	405	383	444	506	533
당기순이익	1,193	1,070	1,339	1,517	1,599
매출총이익률 (%)	8.5	8.1	8.6	8.9	8.9
영업이익률 (%)	6.7	6.1	6.2	6.7	6.7
EBITDA마진률 (%)	8.4	8.2	8.4	8.9	8.9
당기순이익률 (%)	4.4	4.2	4.8	5.0	5.0
ROA (%)	9.2	7.5	8.6	8.8	8.4
ROE (%)	18.8	14.6	16.1	16.1	15.1

주요투자지표

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
투자지표 (x)					
P/E	5.2	6.8	7.0	6.2	5.9
P/B	0.9	0.9	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	2.9	3.2	3.6	2.9	2.4
P/CF	3.9	3.2	6.5	4.6	3.8
배당수익률 (%)	3.5	3.3	3.2	4.1	4.3
성장성 (%)					
매출액	+23.9	-4.8	+9.5	+7.3	+5.0
영업이익	+59.7	-13.6	+12.1	+15.6	+5.0
EPS	+52.0	-10.8	+25.3	+12.9	+5.6
안정성 (%)					
부채비율	102	89	86	80	78
유동비율	188	196	210	223	232
주당지표 (원)					
EPS	15,864	14,148	17,734	20,029	21,146
BPS	91,547	103,405	117,055	132,834	148,630
DPS	2,850	3,150	4,000	5,100	5,300

★ 대한항공 (003490): 끝이 보인다

Buy (유지)

목표주가 (유지)	33,000 원
현재주가	25,650 원
상승여력	28.7 %
KOSPI(12/2)	2,454.48 pt
시가총액	94,449 억원
발행주식수	368,221 천주
52주 최고가 / 최저가	25,950 / 19,900 원
90일 일평균 거래대금	273 억원
외국인 지분율	17.5 %
배당수익률(24.12E)	2.9 %
BPS(24.12E)	28,860 원
KOSPI대비 상대수익률	1개월 12.1 %
	6개월 29.9 %
	12개월 16.8 %
주주구성	한진칼 (외 28인) 30.4 %
	국민연금공단 (외 1인) 7.3 %



자료: LS증권 리서치센터

● KE-OZ 합병 사실상 마무리

- 11/28 EC "KE-OZ 합병 선결 요건 모두 충족" 최종 승인 발표
- 남은 심사절차는 미 법무부(DOJ) 승인 뿐. DOJ가 심사기한 만료까지 소송을 제기하지 않는다면 모든 심사절차 완료
- DOJ의 승인 절차 또한 긍정적 결과를 예상. 이는 1) 한국-미국이 '98.06 이후 항공자유화 협정을 유지함에 따라 운수권/슬롯에 관련한 경쟁환경 우려가 제한적이라는 점과 2) '24.08 DOJ가 Alaska air - Hawaiian holdings 간의 합병을 승인하는 등 최근 들어 그간의 항공산업 反독점 스탠스와는 상반되는 움직임을 보여주고 있다는 배경에 기인
- 동사는 12/20까지 아시아나항공 신주 인수 절차를 완료함으로써 자회사 편입 과정을 마무리할 계획 이후 최장 2년 간의 자회사 체제를 거쳐 완전한 합병을 이룰 전망

● 트럼프 2.0 수혜는 나의 것

- 1)미중 갈등으로 미-중 직항노선 공급 제한이 이어짐에 따른 환승수혜 지속, 2)국제유가 하락에 따른 연료비 부담 경감, 3) 글로벌 친환경 전환 정책 기조 둔화에 따른 SAF 사용 의무화 지연 가능성 등에 주목

● 목표주가 33,000 원 및 항공업종 내 최선호주 의견 유지

- 항공산업 생태계 재편 및 합병 관련 불확실성 해소에 따른 밸류에이션 상방 리레이팅 기대
- 장거리 여객/화물 중심의 호실적 기조 이어지며 Asian Peer FSC들과의 밸류에이션 격차 점차 해소될 것

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2022	14,096	2,831	2,562	1,730	4,787	188.0	4,480	4.9	3.0	0.9	21.4
2023	16,112	1,790	1,576	1,129	2,960	-38.2	3,513	8.3	3.8	0.9	11.8
2024E	17,869	2,173	1,985	1,475	3,849	30.0	3,890	6.8	3.4	0.9	14.2
2025E	18,507	2,384	2,299	1,748	4,562	18.5	4,166	5.8	3.2	0.8	15.0
2026E	19,531	2,530	2,484	1,888	4,929	8.0	4,374	5.3	2.9	0.7	14.4

대한항공 (003490)

분기별 실적 전망

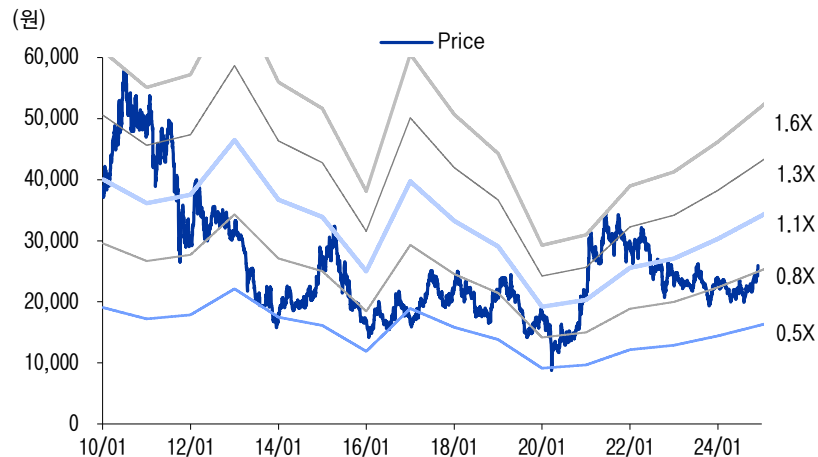
단위: 십억원	2023	2024E	2025E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E
매출액(별도)	14,575	16,145	16,634	3,196	3,535	3,864	3,980	3,823	4,024	4,241	4,057
%YoY	+8.7	+10.8	+3.0	+13.9	+6.1	+5.3	+10.3	+19.6	+13.8	+9.8	+1.9
%QoQ				-11.4	+10.6	+9.3	+3.0	-4.0	+5.3	+5.4	-4.3
여객수익 (국내선)	480	474	475	107	133	123	118	105	131	125	114
%YoY	+3.6	-1.2	+0.2	+37.9	+3.8	-9.2	-4.1	-1.9	-2.1	+1.7	-2.7
ASK (백만인km)	2,724	2,728	2,755	662	709	697	656	629	712	718	669
RPK (백만인km)	2,358	2,345	2,342	573	623	600	562	531	629	612	573
L/F (%)	87	86	85	87	88	86	86	84	88	85	86
Yield (원/km)	204	202	203	186	214	205	209	197	207	204	200
여객수익 (국제선)	8,534	9,388	9,768	1,671	2,088	2,436	2,339	2,238	2,314	2,492	2,344
%YoY	+119.4	+10.0	+4.0	+491.7	+179.9	+84.6	+51.7	+33.9	+10.8	+2.3	+0.2
ASK (백만인km)	78,053	88,720	94,043	16,034	19,351	21,068	21,600	21,631	21,774	22,634	22,681
RPK (백만인km)	65,696	74,389	78,537	13,191	16,223	17,951	18,331	18,022	18,398	18,917	19,052
L/F (%)	84	84	84	82	84	85	85	83	84	84	84
Yield (원/km)	130	126	124	127	129	136	128	124	126	132	123
화물노선수익	4,030	4,336	4,383	1,049	964	915	1,102	997	1,097	1,120	1,122
%YoY	-47.8	+7.6	+1.1	-51.2	-55.6	-50.7	-28.8	-4.9	+13.8	+22.3	+1.8
ACTK (백만톤km)	11,757	12,167	12,532	2,744	2,935	3,022	3,056	2,999	3,019	3,062	3,087
CTK (백만톤km)	8,431	8,806	9,273	2,016	2,060	2,139	2,216	2,165	2,241	2,209	2,191
L/F (%)	72	72	74	73	70	71	73	72	74	72	71
Yield (원/ton-km)	478	492	473	520	468	428	497	460	490	507	512
영업이익(별도)	1,587	1,937	2,102	415	468	520	184	436	413	619	455
%OPM	10.9	12.0	12.6	13.0	13.2	13.5	4.6	11.4	10.3	14.6	11.2
매출액(연결)	16,112	17,869	18,507	3,592	3,877	4,249	4,393	4,291	4,402	4,675	4,500
%YoY	+14.3	+10.9	+3.6	+24.5	+13.3	+8.6	+13.2	+19.5	+13.5	+10.0	+2.4
%QoQ				-7.4	+7.9	+9.6	+3.4	-2.3	+2.6	+6.2	-3.7
영업이익(연결)	1,790	2,173	2,384	486	477	543	284	538	443	666	527
%OPM	11.1	12.2	12.9	13.5	12.3	12.8	6.5	12.5	10.1	14.2	11.7
순이익(연결/지배)	1,061	1,380	1,635	234	354	407	66	375	352	292	360
%NPM	7.0	8.3	9.4	7.0	9.3	9.9	2.2	9.5	8.2	6.8	8.7

주: IFRS 연결 기준

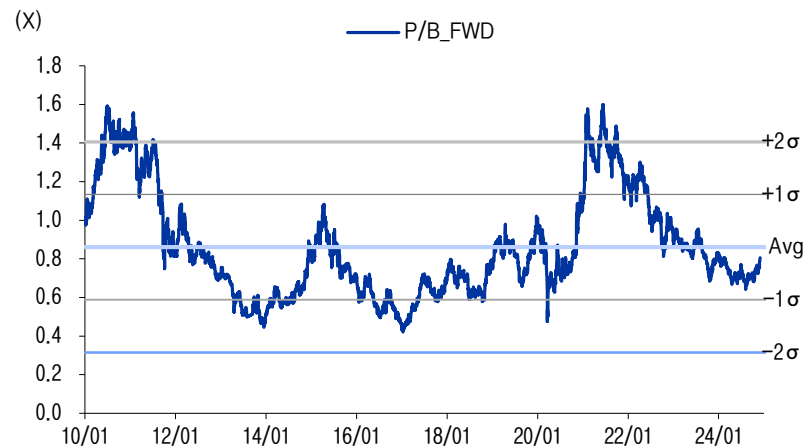
자료: 대한항공, LS증권 리서치센터

대한항공 (003490)

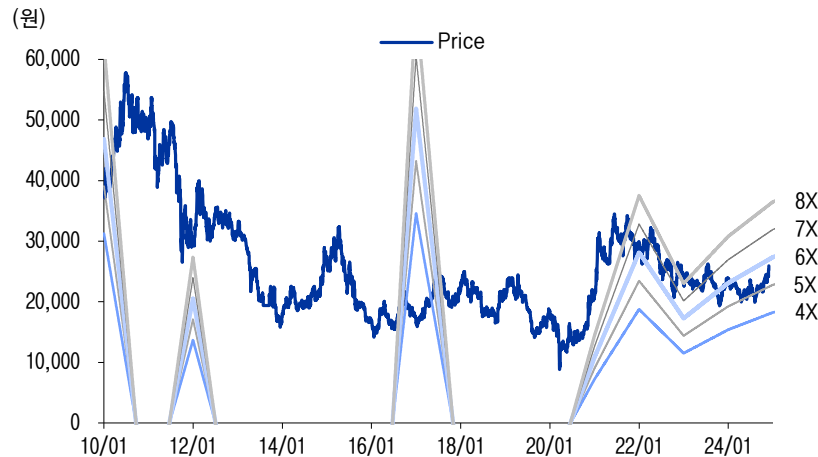
대한항공 12MF PBR Band Chart



대한항공 12MF PBR 추이



대한항공 12MF PER Band Chart



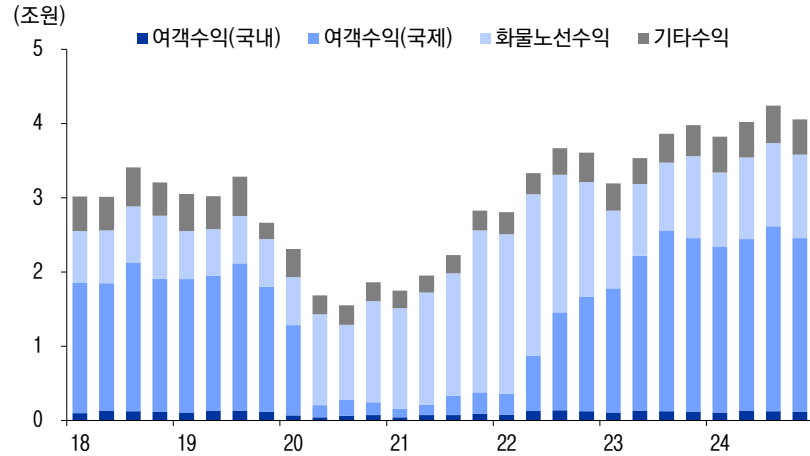
대한항공 12MF EV/EBITDA Band Chart



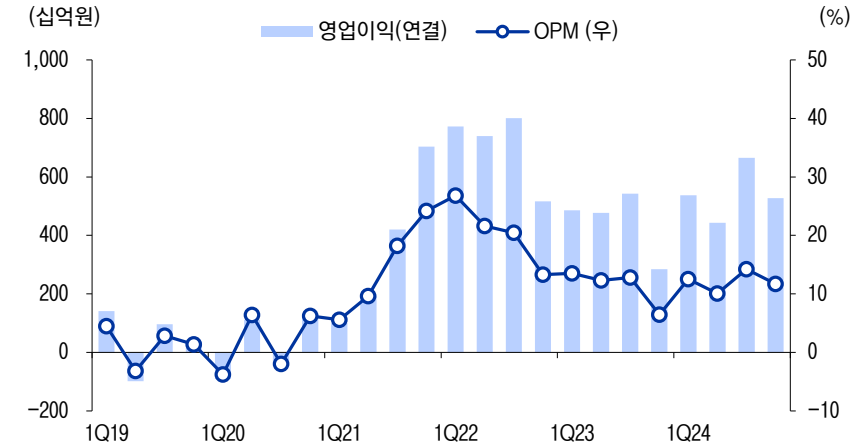
자료: Dataguide, LS증권 리서치센터

대한항공 (003490)

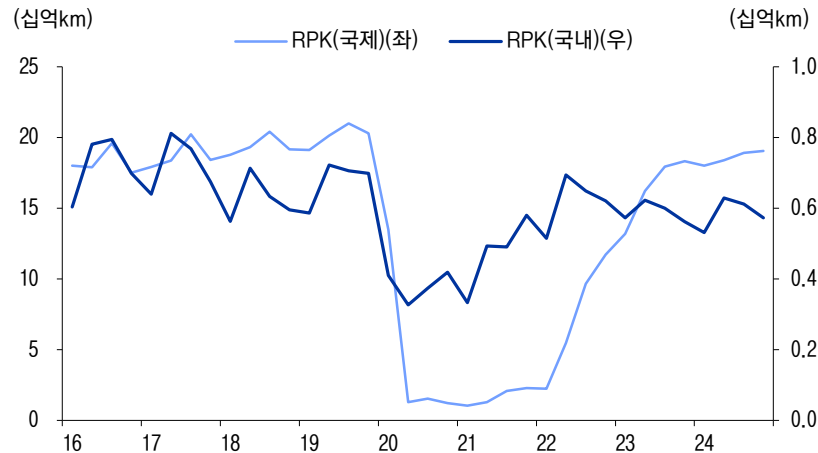
대한항공 부문별 매출 추이 및 전망



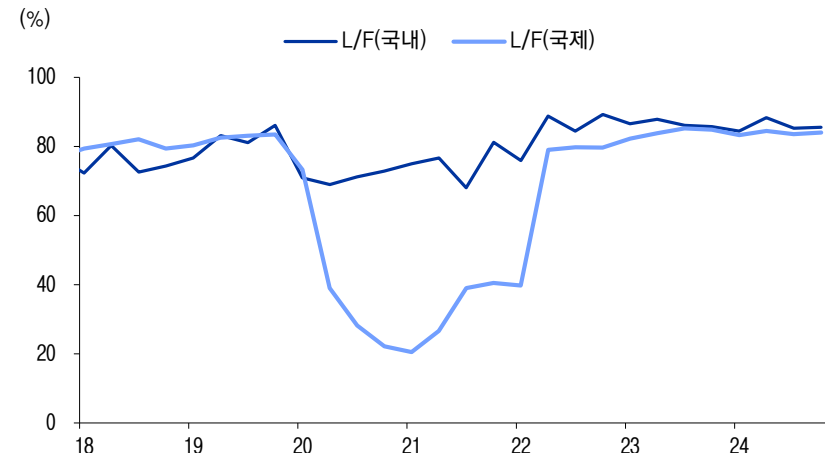
대한항공 영업이익 추이 및 전망



대한항공 RPK 추이 및 전망



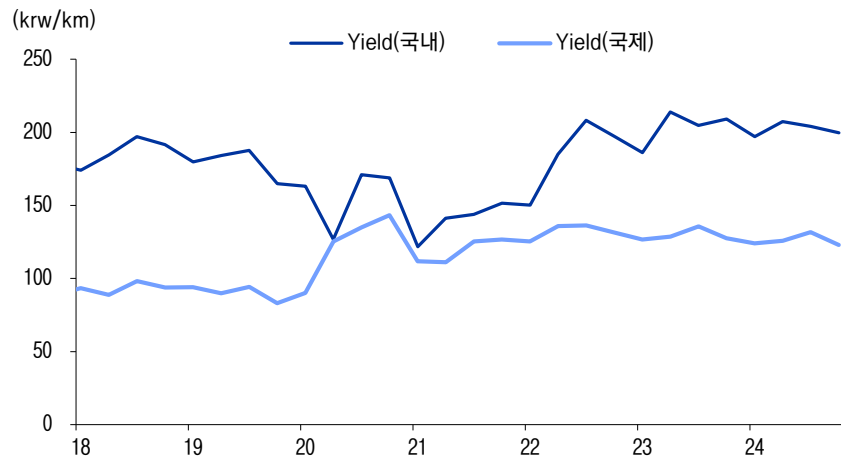
대한항공 여객 탑승율 추이 및 전망



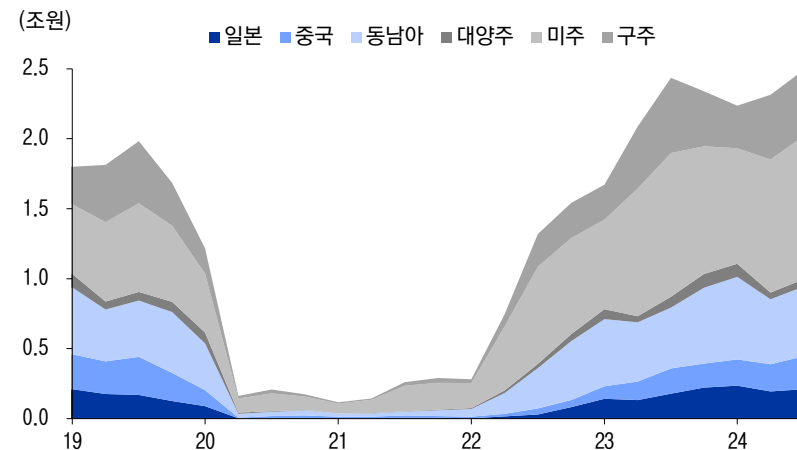
자료: 대한항공, LS증권 리서치센터

대한항공 (003490)

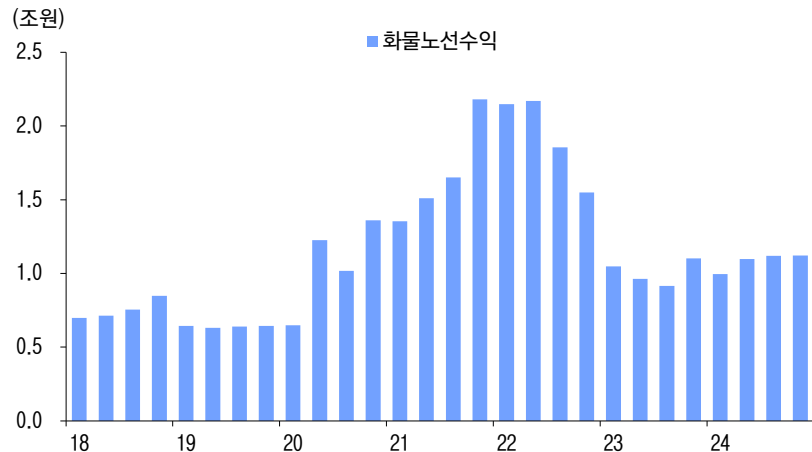
대한항공 여객 Yield 추이 및 전망



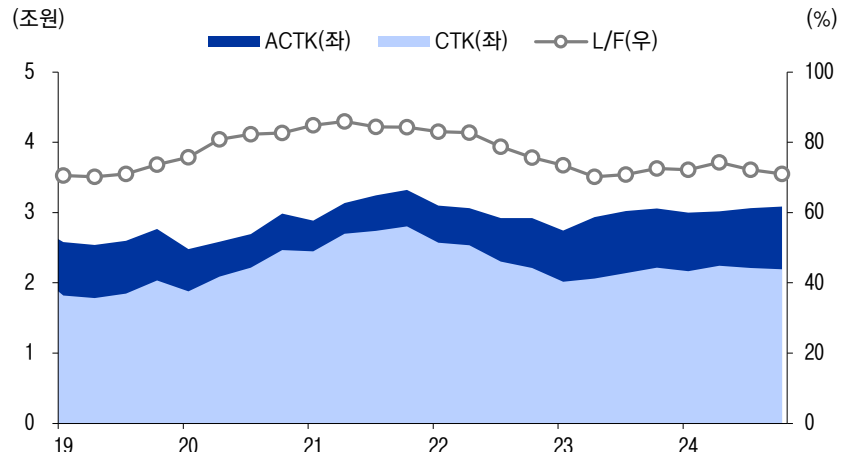
대한항공 국제선 노선별 매출액 추이



대한항공 화물노선 수익 추이 및 전망



대한항공 화물 실적 추이 및 전망



자료: 대한항공, LS증권 리서치센터

대한항공 (003490)

재무상태표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	8,091	8,595	10,085	10,343	11,561
현금 및 현금성 자산	6,077	6,254	7,370	7,544	8,626
매출채권 및 기타채권	1,143	1,138	1,265	1,310	1,382
비유동자산	20,907	21,797	21,981	23,782	24,635
관계기업투자 등	502	543	549	554	560
유형자산 및 투자부동산	17,079	18,175	18,558	20,535	21,538
자산총계	28,998	30,392	32,065	34,125	36,196
유동부채	8,475	9,410	9,880	10,099	10,386
비유동부채	11,230	11,167	11,203	11,654	11,915
부채총계	19,705	20,577	21,083	21,753	22,301
자본금	1,847	1,847	1,847	1,847	1,847
자본잉여금	4,146	4,145	4,145	4,145	4,145
이익잉여금	2,054	2,592	3,686	5,034	6,513
자본총계	9,292	9,815	10,983	12,372	13,895

현금흐름표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	5,572	4,092	4,314	5,035	5,130
당기순이익(손실)	1,730	1,129	1,475	1,748	1,888
비현금수익비용가감	3,074	2,652	2,734	2,719	2,803
영업활동 자산부채변동	1,019	969	413	930	837
매출채권의 감소(증가)	28	90	-127	-45	-72
매입채무의 증가(감소)	194	88	-127	103	60
투자활동현금흐름	-2,976	-2,410	-1,973	-3,706	-2,795
유형자산처분(취득)	-725	-1,901	-1,968	-3,701	-2,789
무형자산감소(증가)	-2	-8	59	59	59
기타투자활동	-2,249	-500	-64	-64	-65
재무활동현금흐름	-2,698	-2,085	-1,281	-1,212	-1,310
차입금의증가(감소)	-2,277	-1,201	-793	-762	-892
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-5	-282	-277	-277	-277
현금의 증가	-128	-434	1,059	118	1,025
기초현금	1,185	1,057	623	1,682	1,800
기말현금	1,057	623	1,682	1,800	2,825

손익계산서

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	14,096	16,112	17,869	18,507	19,531
매출총이익	3,851	3,261	3,813	4,199	4,425
판매비 및 관리비	1,020	1,471	1,639	1,815	1,896
영업이익	2,831	1,790	2,173	2,384	2,530
EBITDA	4,480	3,513	3,890	4,166	4,374
세전계속사업이익	2,562	1,576	1,985	2,299	2,484
법인세비용	833	447	517	552	596
당기순이익	1,730	1,129	1,475	1,748	1,888
매출총이익률 (%)	27.3	20.2	21.3	22.7	22.7
영업이익률 (%)	20.1	11.1	12.2	12.9	13.0
EBITDA마진률 (%)	31.8	21.8	21.8	22.5	22.4
당기순이익률 (%)	12.3	7.0	8.3	9.4	9.7
ROA (%)	6.2	3.8	4.7	5.3	5.4
ROE (%)	21.4	11.8	14.2	15.0	14.4

주요투자지표

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
투자지표 (x)					
P/E	4.9	8.3	6.8	5.8	5.3
P/B	0.9	0.9	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	3.0	3.8	3.4	3.2	2.9
P/CF	1.5	2.2	2.2	1.9	1.8
배당수익률 (%)	3.3	3.1	2.9	2.9	2.9
성장성 (%)					
매출액	+56.3	+14.3	+10.9	+3.6	+5.5
영업이익	+99.6	-36.8	+21.4	+9.7	+6.1
EPS	+188.0	-38.2	+30.0	+18.5	+8.0
안정성 (%)					
부채비율	212	210	192	176	160
유동비율	95	91	102	102	111
주당지표 (원)					
EPS	4,787	2,960	3,849	4,562	4,929
BPS	24,353	25,793	28,860	32,510	36,515
DPS	750	750	750	750	750

자료: 대한항공, LS증권 리서치센터



진에어 (272450): 진에어의 시간. 통합LCC 기대 증폭의 시간

Buy (유지)

목표주가 (유지)	16,000 원
현재주가	11,130 원
상승여력	43.8 %
KOSPI(12/2)	2,454.48 pt
시가총액	5,810 억원
발행주식수	52,200 천주
52주 최고가 / 최저가	14,200 / 9,500 원
90일 일평균 거래대금	21 억원
외국인 지분율	4.0 %
배당수익률(24.12E)	0.0 %
BPS(24.12E)	5,346 원
KOSPI대비 상대수익률	1개월 4.5 %
	6개월 -5.9 %
	12개월 -4.3 %
주주구성	대한항공 (외 4인) 54.9 %
	국민연금공단 (외 1인) 6.2 %



자료: LS증권 리서치센터

● 3Q24 Review: 공급 확대와 운임 방어를 동시에 성공한 성수기

- 3Q24 진에어의 별도 영업실적은 매출액 3,646 억원(YoY +13.1%), 영업이익 402 억원(YoY +23.0%) 으로 시장 컨센서스(351 억원) 를 14.5% 상회하는 호실적 시현
- 2024년 연중 지속되고 있는 운항 관련 변동비용의 상승흐름과 근거리 노선 중심의 운임경쟁 격화에도 불구하고, 성수기 국제선 공급확대와 운임 방어에 동시에 성공하며 이익체력 과시
- 공급경쟁 이상으로 강한 여객 수요 환경 속 국제선 항공운임은 팬데믹 이전의 수치를 크게 상회

● 진에어의 시간. 통합LCC 기대 증폭의 시간

- 진에어는 아시아나항공의 자회사인 에어부산, 에어서울을 빠르면 27년 중 합병할 전망
- BX, RS 편입으로 LCC M/S 1위 등극 예상 (기재수 36%, 국제선 여객수 41%, '24.10 YTD 기준)
- 그간 진에어의 Valuation이 타 LCC 대비 De-rating 되던 요인은 2가지로 정리할 수 있음
 - 1) 대한항공의 자회사로서의 위치 상 KE-OZ 합병의 즉각적 수혜 부재
 - 2) 이미 Peak에 근접한 일본노선에 지나치게 편중된 노선 Mix
- 3사 통합 LCC (진에어·에어부산·에어서울) 의 출범은 그간의 Discount 해소 요인

● 목표주가 16,000 원 유지. 대한항공과 함께 항공업종 내 최선호주로 제시

- 국내 항공사 가운데 압도적으로 저렴한 Valuation. 실적 흐름 또한 매우 견조
- 현금+M/S-차입금및리스부채 기준 2,000 억원 이상의 유동성 비축. BX, RS 인수 관련 재무 부담 제한적

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2022	593	-67	-90	-64	-1,307	적지	30	n/a	33.8	9.0	-47.5
2023	1,277	182	174	134	2,494	흑전	273	4.6	1.9	4.3	112.5
2024E	1,448	177	169	132	2,553	2.4	273	4.7	1.3	2.2	62.9
2025E	1,486	184	169	132	2,554	0.0	293	4.7	0.7	1.5	38.6
2026E	1,571	203	188	147	2,849	11.6	319	4.2	0.1	1.1	30.6

진에어 (272450)

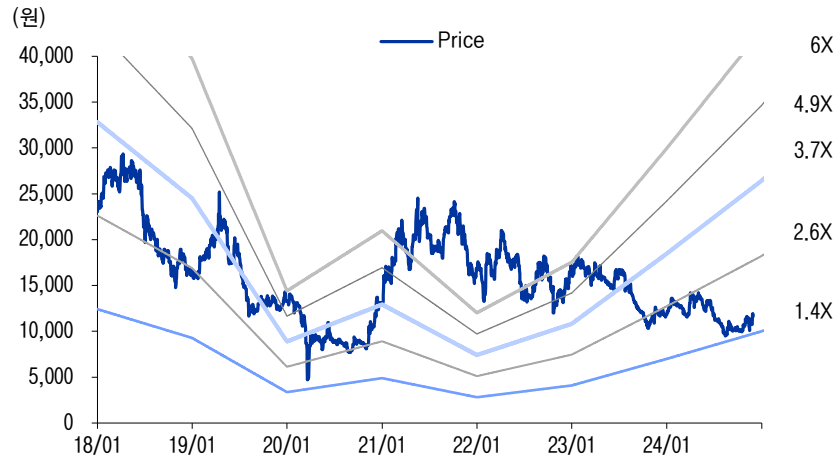
분기별 실적 전망

(단위: 십억원)	2023	2024E	2025E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E
매출액	1,277	1,448	1,486	353	259	322	343	430	308	365	345
%YoY	+115.2	+13.4	+2.6	+422.0	+105.0	+84.8	+52.5	+22.1	+19.0	+13.1	+0.6
%QoQ				+56.7	-26.5	+24.5	+6.4	+25.4	-28.4	+18.3	-5.3
Jet Fuel (\$/bbl)	105	95	85	107	92	113	108	103	99	92	89
%YoY	-15.5	-9.1	-11.1	-0.1	-35.3	-12.6	-8.8	-4.5	+7.2	-18.4	-17.7
여객수익 (국내선)	286	264	264	68	79	70	68	58	73	69	64
%YoY	-18.2	-7.6	+0.2	+13.1	-20.6	-31.7	-21.3	-15.5	-7.4	-1.2	-6.5
ASK (백만인km)	1,887	1,795	1,831	455	501	478	453	417	467	472	439
%YoY	-25.2	-4.9	+2.0	-27.5	-26.8	-28.0	-17.0	-8.4	-6.8	-1.3	-3.0
RPK (백만인km)	1,656	1,553	1,648	400	451	416	389	355	412	405	381
%YoY	-22.3	-6.2	+6.1	-18.9	-25.2	-25.3	-18.4	-11.3	-8.6	-2.6	-2.0
L/F (%)	88	87	90	88	90	87	86	85	88	86	87
Yield (원/km)	172	170	160	171	176	168	175	163	178	171	167
여객수익 (국제선)	910	1,092	1,127	265	162	231	252	348	214	271	259
%YoY	+340.8	+20.0	+3.2	+12,162.4	+740.6	+281.7	+102.1	+31.3	+32.1	+17.2	+3.0
ASK (백만인km)	10,743	12,609	13,870	2,760	2,313	2,837	2,833	3,454	2,750	3,201	3,204
%YoY	+269.2	+17.4	+10.0	+7,163.2	+726.1	+175.2	+81.5	+25.1	+18.9	+12.8	+13.1
RPK (백만인km)	9,423	11,199	11,949	2,458	1,995	2,485	2,485	3,144	2,438	2,807	2,810
%YoY	+308.1	+18.8	+6.7	+17,457.1	+873.2	+219.4	+89.4	+27.9	+22.2	+13.0	+13.1
L/F (%)	88	89	86	89	86	88	88	91	89	88	88
Yield (원/km)	97	98	94	108	81	93	101	111	88	97	92
영업이익	182	177	184	85	18	33	47	98	1	40	38
%OPM	14.3	12.2	12.4	24.1	6.9	10.1	13.6	22.9	0.3	11.0	10.9
순이익	134	132	132	60	11	21	42	68	-6	42	27
%NPM	10.5	9.1	8.9	17.0	4.2	6.5	12.3	15.9	-1.9	11.5	7.9

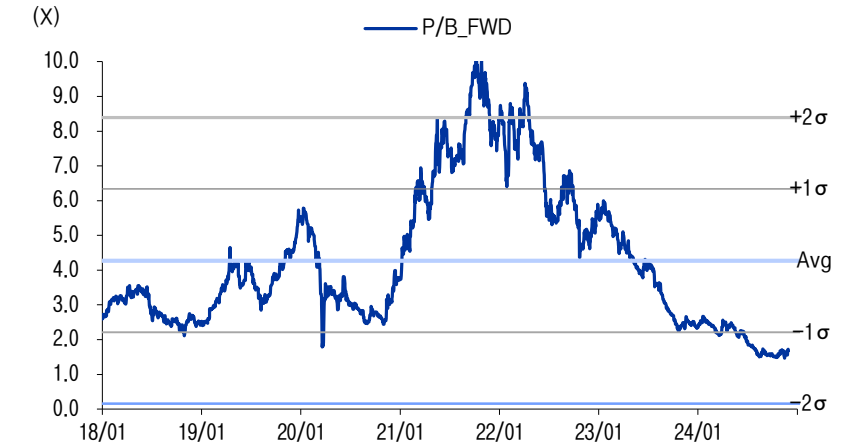
주: IFRS 별도 기준
자료: 진에어, LS증권 리서치센터

진에어 (272450)

진에어 12MF PBR Band Chart



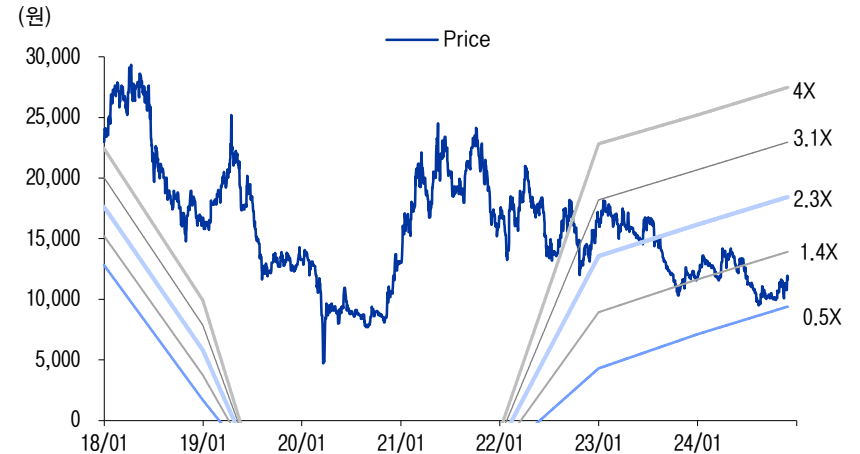
진에어 12MF PBR 추이



진에어 12MF PER Band Chart



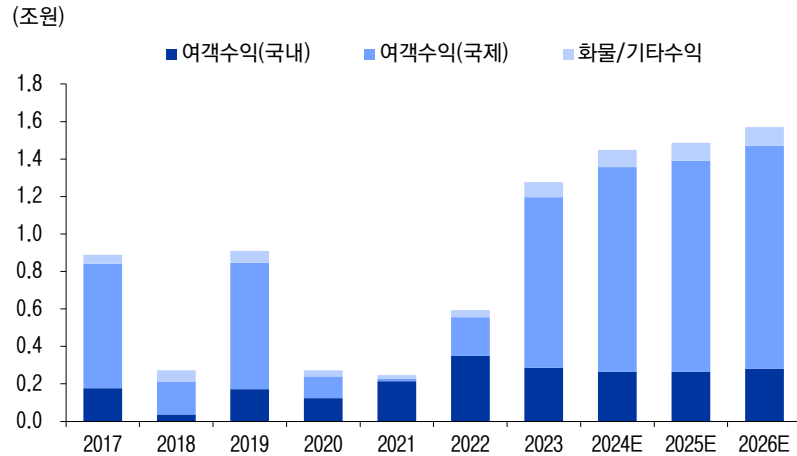
진에어 12MF EV/EBITDA Band Chart



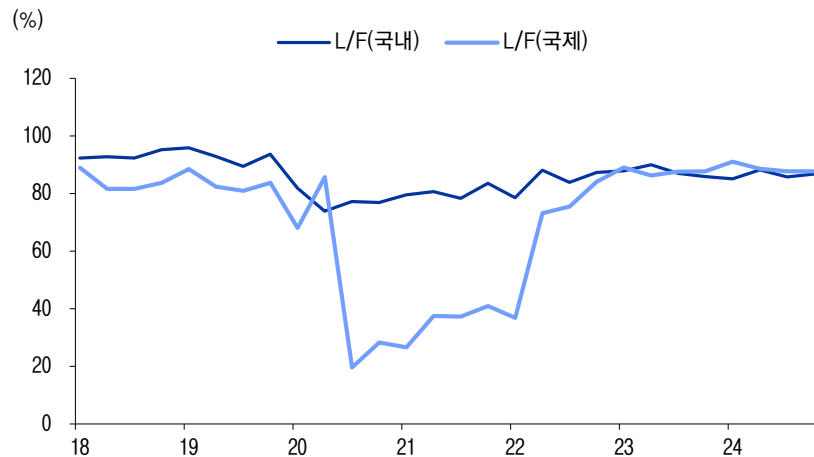
자료: Dataguide, LS증권 리서치센터

진에어 (272450)

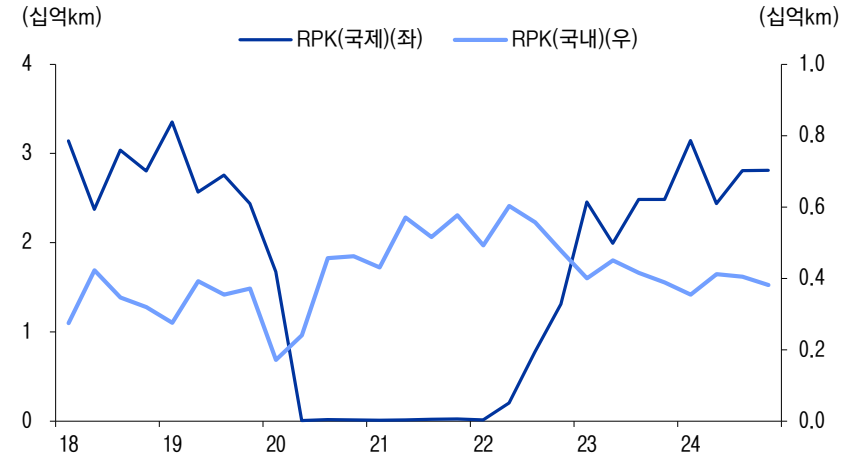
진에어 부문별 실적 추이 및 전망



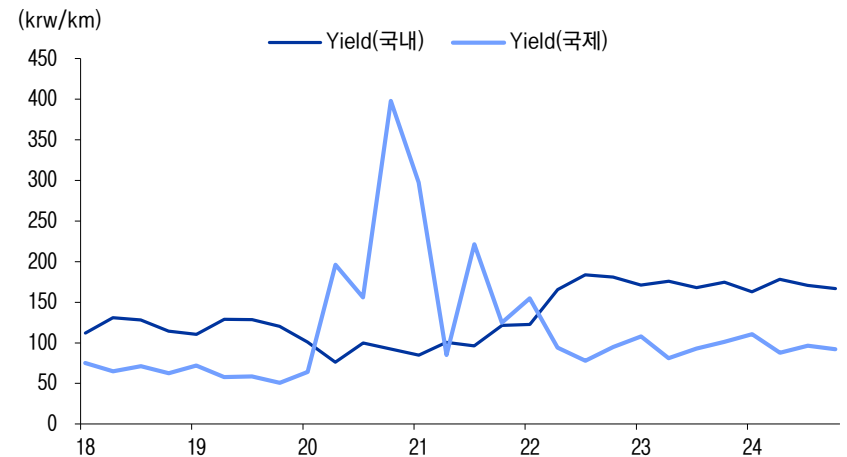
진에어 탑승율 추이 및 전망



진에어 RPK 추이 및 전망



진에어 여객 Yield 추이 및 전망



자료: 진에어, LS증권 리서치센터

진에어 (272450)

재무상태표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	275	492	703	896	1,100
현금 및 현금성 자산	229	418	623	814	1,014
매출채권 및 기타채권	0	0	0	0	0
비유동자산	483	460	455	449	454
관계기업투자 등	28	27	27	27	27
유형자산 및 투자부동산	327	326	361	385	409
자산총계	758	952	1,158	1,344	1,554
유동부채	392	487	522	545	572
비유동부채	271	323	360	393	428
부채총계	663	809	883	938	1,000
자본금	52	52	52	52	52
자본잉여금	297	296	296	296	296
이익잉여금	-305	-195	-63	68	215
자본총계	95	143	276	407	554

현금흐름표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	176	417	273	266	291
당기순이익(손실)	-64	134	132	132	147
비현금수익비용가감	100	221	153	171	182
영업활동 자산부채변동	138	59	14	3	7
매출채권의 감소(증가)	-31	-7	-7	-1	-3
매입채무의 증가(감소)	5	9	21	5	11
투자활동현금흐름	-14	-219	-39	-28	-28
유형자산처분(취득)	0	-1	0	0	0
무형자산감소(증가)	-1	-2	0	0	0
기타투자활동	-13	-217	-39	-28	-28
재무활동현금흐름	-131	-224	-34	-50	-67
차입금의증가(감소)	-98	-139	32	39	41
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-4	-5	0	0	0
현금의 증가	31	-26	201	188	197
기초현금	44	75	50	250	438
기말현금	75	50	250	438	635

손익계산서

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	593	1,277	1,448	1,486	1,571
매출총이익	-9	280	291	301	327
판매비 및 관리비	58	97	114	117	123
영업이익	-67	182	177	184	203
EBITDA	30	273	273	293	319
세전계속사업이익	-90	174	169	169	188
법인세비용	-27	40	37	37	41
당기순이익	-64	134	132	132	147
매출총이익률 (%)	-1.5	21.9	20.1	20.2	20.8
영업이익률 (%)	-11.3	14.3	12.2	12.4	12.9
EBITDA마진률 (%)	5.1	21.4	18.9	19.7	20.3
당기순이익률 (%)	-10.7	10.5	9.1	8.9	9.3
ROA (%)	-9.3	15.7	12.5	10.5	10.1
ROE (%)	-47.5	112.5	62.9	38.6	30.6

주요투자지표

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
투자지표 (x)					
P/E	n/a	4.6	4.7	4.7	4.2
P/B	9.0	4.3	2.2	1.5	1.1
EV/EBITDA	33.8	1.9	1.3	0.7	0.1
P/CF	4.9	1.5	2.3	2.3	2.1
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
매출액	+140.1	+115.2	+13.4	+2.6	+5.7
영업이익	적지	흑전	-2.7	+3.9	+10.5
EPS	적지	흑전	+2.4	+0.0	+11.6
안정성 (%)					
부채비율	698%	566%	320%	230%	181%
유동비율	70%	101%	135%	164%	192%
주당지표 (원)					
EPS	-1,307	2,494	2,553	2,554	2,849
BPS	1,842	2,775	5,346	7,900	10,750
DPS	0	0	0	0	0

제주항공 (089590): 하반기 이후를 노려보자

Buy (유지)

목표주가 (하향)	13,000 원
현재주가	9,300 원
상승여력	39.8 %
KOSPI(12/2)	2,454.48 pt
시가총액	7,500 억원
발행주식수	80,641 천주
52주 최고가 / 최저가	13,490 / 8,550 원
90일 일평균 거래대금	15 억원
외국인 지분율	4.3 %
배당수익률(24.12E)	0.0 %
BPS(24.12E)	4,592 원
KOSPI대비 상대수익률	1개월 -5.0 %
	6개월 -7.3 %
	12개월 -13.1 %
주주구성	AK홀딩스 (외 5인) 53.6 %
	국민연금공단 (외 1인) 6.1 %



자료: LS증권 리서치센터

● 우려 대비 견조한 운임 환경

- 3Q24 여객 성수기 공급 증가에도 Yield 방어 성공
- 4Q24 L/F 견조하지만 운임 소폭 하락할 것으로 예상. 항공유 가격 하락으로 유류비 부담 경감 예상되나 3Q기말 대비 상승한 환율이 부담

● 중국노선 반등 수혜 가장 큰 LCC. 하반기 이후 중국 O/B 여객 수요 기대

- 인천발(6), 무안발(2), 제주발(2) 총 10개의 중국 노선을 운항 중. 경쟁사 대비 중국노선 영업역량 우월
- 무비자 입국 정책 수혜로 중국항 O/B 수요 성장 시 빠른 실적 수혜가 점쳐짐
- 중국은 기타 근거리 대비 단체 관광 수요가 높은 노선. 예고 없던 무비자 정책 발표에 Hard-block 포함 여행사/항공사들의 공급 확대까지 다소 시차 발생할 것으로 예상
- 계절적 비수기 이후 3Q25 여객 성수기 중국항 O/B 실적 회복 기대

● 투자의견 Buy 유지, 목표주가 13,000 원으로 하향

- 실적 추정치 변경 및 적용 Multiple 하향에 따라 목표주가를 기존 15,000 원에서 13.3% 하향 조정
- 중국노선 영업역량에 따라 실적 상승의 Room이 열려있다는 점과 APIC 자본전입에 따른 25년 배당 개시 기대감은 경쟁사 대비 Premium 부여 요인
- 24년 한 대도 이루어지지 못했던 737 Max-8 신조 기재 인도에 기대. 금리 인하기 소유기 확보는 확실한 경쟁력
- 모회사 보유지분의 담보 제공은 여전히 수급 여건 상의 부담요인

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2022	703	-178	-217	-180	-3,587	적지	-50	n/a	n/a	4.0	-76.2
2023	1,724	170	173	134	1,650	흑전	297	7.0	4.8	3.0	44.9
2024E	1,963	163	115	93	1,156	-30	300	8.0	3.7	2.0	27.3
2025E	1,984	172	149	121	1,498	30	321	6.2	3.3	1.5	28.1
2026E	2,092	183	160	129	1,605	7	343	5.8	2.9	1.2	23.3

제주항공 (089590)

분기별 실적 전망

(단위: 십억원)	2023	2024E	2025E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E
매출액	1,724	1,963	1,984	425	374	443	482	556	449	480	477
%YoY	+145.4	+13.8	+1.1	+423.3	+196.3	+126.5	+60.9	+30.8	+20.1	+8.4	-1.0
%QoQ				+41.9	-12.0	+18.6	+8.7	+15.4	-19.2	+7.0	-0.7
Jet Fuel (\$/bbl)	105	97	85	107	92	113	108	103	99	92	89
%YoY	-15.5	-7.9	-12.2	-0.1	-35.3	-12.6	-8.8	-4.5	+7.2	-18.4	-17.7
여객수익 (국내선)	284	273	274	68	76	69	70	63	75	68	67
%YoY	-20.1	-3.6	+0.2	+0.4	-23.6	-32.1	-17.8	-6.8	-2.1	-0.7	-5.2
ASK (백만인km)	2,515	2,519	2,570	635	632	616	632	616	638	627	638
%YoY	-24.4	+0.2	+2.0	-28.3	-27.7	-27.3	-12.1	-3.0	+0.9	+1.8	+1.0
RPK (백만인km)	2,387	2,332	2,402	615	610	580	582	562	598	582	590
%YoY	-22.4	-2.3	+3.0	-21.3	-26.2	-25.8	-15.2	-8.6	-1.9	+0.3	+1.3
L/F (%)	95	93	93	97	96	94	92	91	94	93	92
Yield (원/km)	119	117	114	110	126	119	120	112	125	118	113
여객수익 (국제선)	1,255	1,430	1,449	317	255	327	356	430	307	346	347
%YoY	+323.7	+14.0	+1.3	+5,694.7	+1,482.8	+317.5	+81.5	+35.7	+20.7	+5.8	-2.7
ASK (백만인km)	18,679	21,333	23,039	4,149	4,263	5,055	5,212	5,448	5,157	5,333	5,394
%YoY	+318.3	+14.2	+8.0	+5,055.4	+1,717.3	+270.9	+87.0	+31.3	+21.0	+5.5	+3.5
RPK (백만인km)	16,176	18,931	20,650	3,749	3,574	4,308	4,545	4,928	4,580	4,703	4,720
%YoY	+343.8	+17.0	+9.1	+10,457.6	+2,034.0	+319.5	+88.2	+31.4	+28.2	+9.2	+3.9
L/F (%)	87	89	90	90	84	85	87	90	89	88	88
Yield (원/km)	78	76	70	84	71	76	78	87	67	74	73
영업이익	170	163	172	71	25	48	26	79	-5	47	43
%OPM	9.8	8.3	8.7	16.6	6.6	10.9	5.5	14.2	-1.2	9.7	9.0
순이익	134	93	121	48	22	31	34	47	-18	51	13
%NPM	7.8	4.7	6.1	11.3	5.8	7.0	7.0	8.5	-4.0	10.5	2.8

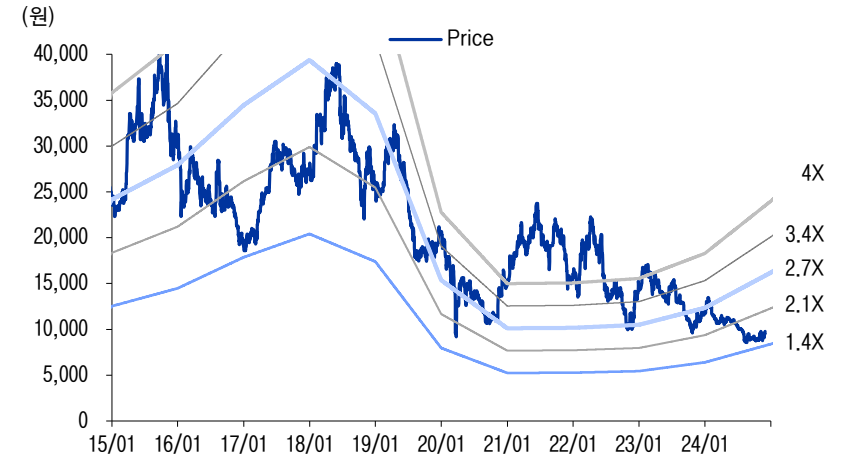
주: IFRS 연결 기준
자료: 제주항공, LS증권 리서치센터

제주항공 (089590)

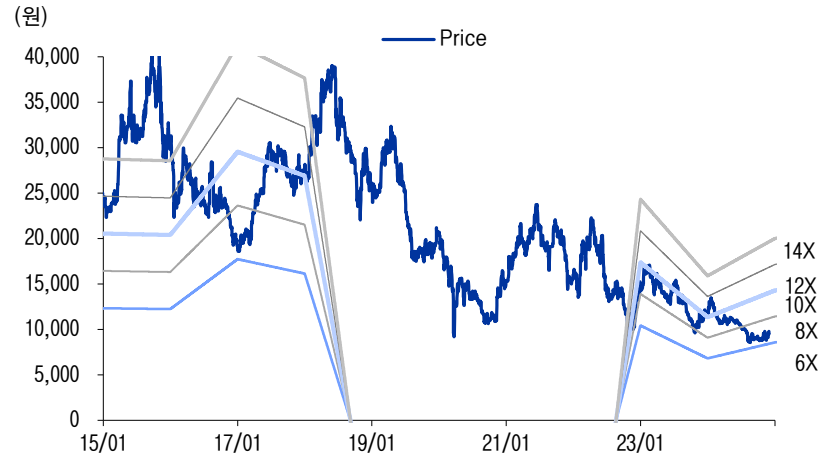
제주항공 목표주가 재산정 Table

단위: 십억원		2025E
2025E EBITDA		321
Target EV/EBITDA	x	4.3
LCC Global Peers 평균에 20% Discount		
Enterprise Value		1,385
Net Debt	-	319
Fair Market Cap	=	1,066
Shares of Outstanding (천주)	÷	80,571
Target Price (원)		13,000
Current Price (원) (12/02)		9,300
Upside (%)		39.8
Previous Target Price (원)		15,000
Change (%)		-13.3

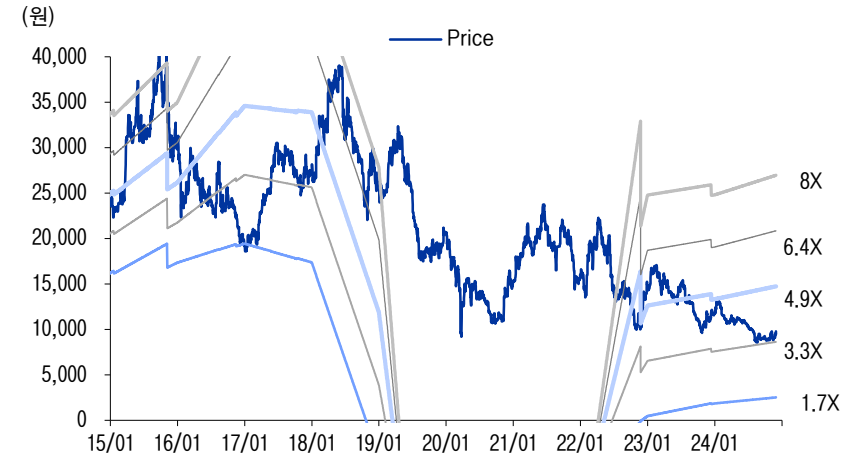
제주항공 12MF PBR Band Chart



제주항공 12MF PER Band Chart



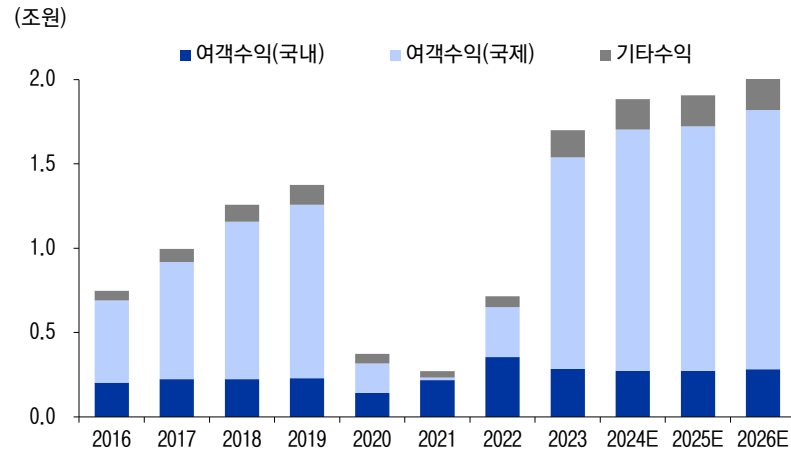
제주항공 12MF EV/EBITDA Band Chart



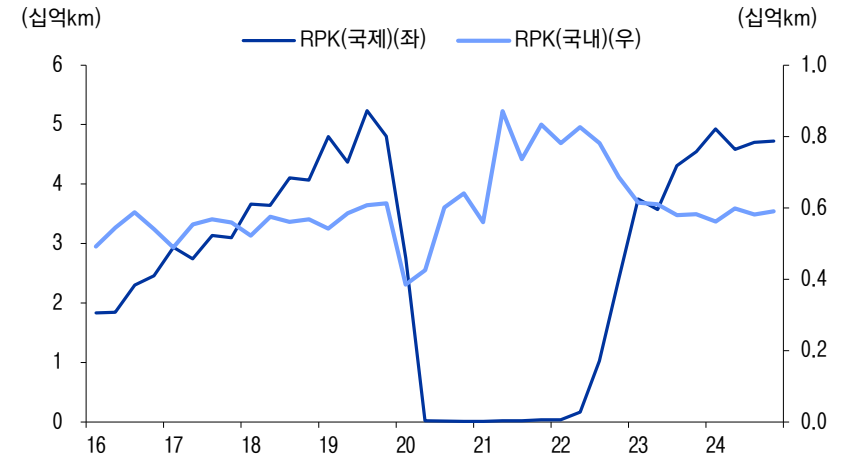
자료: Dataguide, LS증권 리서치센터

제주항공 (089590)

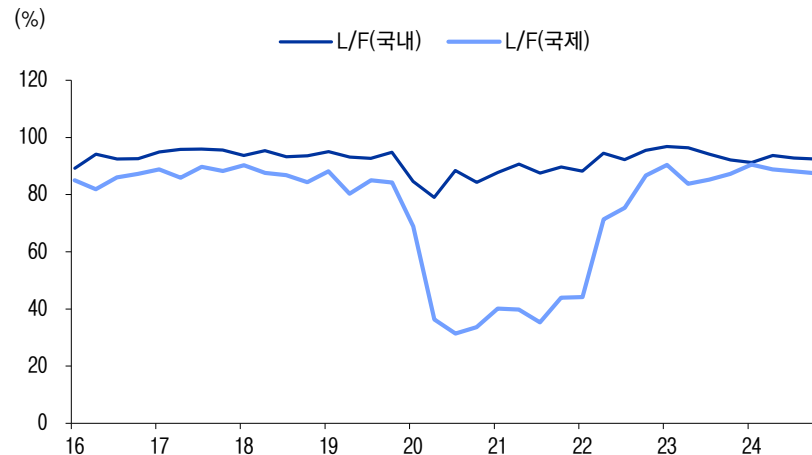
제주항공 부문별 실적 추이 및 전망



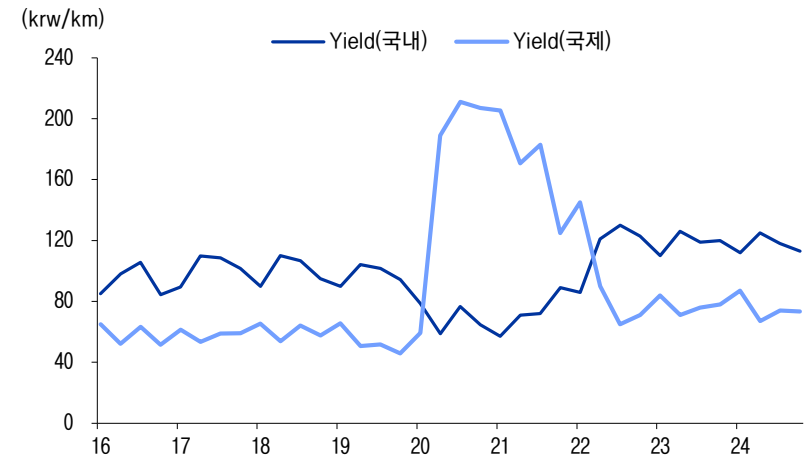
제주항공 RPK 추이 및 전망



제주항공 탑승율 추이 및 전망



제주항공 여객 Yield 추이 및 전망



자료: 제주항공, LS증권 리서치센터

제주항공 (089590)

재무상태표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	564	508	682	794	949
현금 및 현금성 자산	372	316	469	579	725
매출채권 및 기타채권	90	123	140	142	150
비유동자산	1,081	1,473	1,439	1,563	1,694
관계기업투자 등	11	2	2	2	2
유형자산 및 투자부동산	429	579	639	707	784
자산총계	1,645	1,981	2,121	2,357	2,642
유동부채	855	1,122	1,155	1,180	1,244
비유동부채	502	548	596	686	778
부채총계	1,357	1,670	1,751	1,866	2,022
자본금	77	81	81	81	81
자본잉여금	561	598	98	98	98
이익잉여금	-502	-400	194	314	444
자본총계	288	311	370	491	620

현금흐름표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	124	388	288	306	359
당기순이익(손실)	-180	134	93	121	129
비현금수익비용가감	247	245	224	217	231
영업활동 자산부채변동	82	32	-10	-11	22
매출채권의 감소(증가)	-47	-76	-17	-2	-8
매입채무의 증가(감소)	55	56	11	-9	31
투자활동현금흐름	-382	-77	-52	-176	-163
유형자산처분(취득)	-210	-174	-60	-68	-76
무형자산감소(증가)	0	0	15	0	0
기타투자활동	-172	97	-6	-108	-86
재무활동현금흐름	165	-298	-83	-21	-52
차입금의증가(감소)	-13	-67	7	19	17
자본의증가(감소)	216	0	0	0	0
배당금의 지급	-8	-8	0	0	0
현금의 증가	-94	12	152	109	145
기초현금	294	200	212	364	473
기말현금	200	212	364	473	618

손익계산서

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	703	1,724	1,963	1,984	2,092
매출총이익	-64	338	346	358	379
판매비 및 관리비	114	168	183	186	197
영업이익	-178	170	163	172	183
EBITDA	-50	297	300	321	343
세전계속사업이익	-217	173	115	149	160
법인세비용	-38	38	22	28	30
당기순이익	-180	134	93	121	129
매출총이익률 (%)	-9.1	19.6	17.6	18.1	18.1
영업이익률 (%)	-25.3	9.8	8.3	8.7	8.7
EBITDA마진률 (%)	-7.1	17.2	15.3	16.2	16.4
당기순이익률 (%)	-25.6	7.8	4.7	6.1	6.2
ROA (%)	-10.9	6.8	4.4	5.1	4.9
ROE (%)	-76.2	44.9	27.3	28.1	23.3

주요투자지표

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
투자지표 (x)					
P/E	n/a	7.0	8.0	6.2	5.8
P/B	4.0	3.0	2.0	1.5	1.2
EV/EBITDA	n/a	4.8	3.7	3.3	2.9
P/CF	9.2	2.4	2.6	2.4	2.1
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
매출액	+157.2	+145.4	+13.8	+1.1	+5.4
영업이익	적지	흑전	-4.0	+5.7	+6.0
EPS	적지	흑전	-30.0	+29.7	+7.1
안정성 (%)					
부채비율	472	537	473	380	326
유동비율	66	45	59	67	76
주당지표 (원)					
EPS	-3,587	1,650	1,156	1,498	1,605
BPS	3,739	3,862	4,592	6,091	7,696
DPS	0	0	0	0	0

티웨이항공 (091810): 비용보다 더 큰 미래를 보자

Hold (하향)

목표주가 (하향)	3,100 원
현재주가	2,780 원
상승여력	11.5 %
KOSPI(12/2)	2,454.48 pt
시가총액	5,988 억원
발행주식수	215,379 천주
52주 최고가 / 최저가	3,770 / 2,230 원
90일 일평균 거래대금	353 억원
외국인 지분율	2.4 %
배당수익률(24.12E)	0.0 %
BPS(24.12E)	806 원
KOSPI대비 상대수익률	1개월 -9.0 %
	6개월 6.4 %
	12개월 22.9 %
주주구성	티웨이홀딩스 (외 15인) 30.1 %
	소노인터내셔널 (외 2인) 26.8 %



자료: LS증권 리서치센터

● 3Q24 Review: 비용보다 더 큰 미래를 보자

- 티웨이항공의 3Q24 연결 영업실적은 매출액 3,949 억원(YoY +14.4%), 영업이익 -60 억원(YoY 적전) 으로 2개 분기 연속 적자 기록
- 유럽노선 신규취항 속에서도 Yield와 L/F 모두 견고한 흐름을 보이며 우수한 영업수익 시현
- 다만 연중 지속되고 있는 운항원가 상승에 더해, 유럽노선 신규 취항을 위한 인력 총원 영향으로 비용부담 심화

● 유럽노선 점차 안정화 기대

- 11/21 유럽위원회(EC), 티웨이항공이 KE-OZ 합병 관련 유럽 4개 노선 이관 요건 충족 발표
- 로마(8/8), 파리(8/28) 에 이어 바르셀로나(9/11), 프랑크푸르트(10/3) 신규 취항
- '25.04 이후 B777-300ER 2대 추가 임차(QR, CX) 해 유럽 노선 투입 예정
- 대형기재 추가 확보 및 러우전쟁 종식 이후 A330 기재의 서유럽 노선 투입 통한 수익성 제고 기대

● 투자의견 Hold, 목표주가 3,100 원으로 하향 조정

- 실적 추정치 변경 및 경영권 분쟁 관련 단기적 불확실성에 따라 투자의견 및 목표주가 일시 하향
- 대주주 경영권 방어 수단과 관련한 불확실성은 최소한 정기주주총회('25.03) 까지 지속될 전망
- 근자의 실적 부진은 유럽노선 안정화 과정에서의 일시적 부침에 불과.
- 지분경쟁 관련 노이즈가 다소 겹치고 나면 중장거리 LCC로서의 독보적인 가능성이 반드시 부각될 것

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2022	526	-104	-150	-119	-828	적지	-12	n/a	n/a	6.7	-222.4
2023	1,349	139	112	99	513	흑전	239	4.8	2.4	3.1	91.6
2024E	1,535	42	21	16	75	-85	155	37.5	5.0	3.5	9.7
2025E	1,729	103	84	66	306	305	237	9.1	3.0	2.5	31.9
2026E	1,826	144	125	97	453	48	290	6.1	2.1	1.8	33.8

티웨이항공 (091810)

분기별 실적 전망

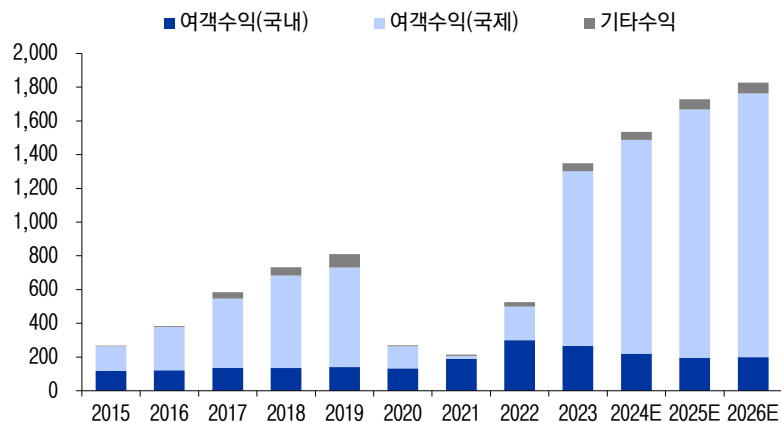
(단위: 십억원)	2023	2024E	2025E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E
매출액	1,349	1,535	1,729	359	286	345	359	423	326	395	391
%YoY	+156.5	+13.8	+12.7	+500.9	+205.2	+117.8	+67.8	+17.9	+13.9	+14.4	+8.9
%QoQ				+67.6	-20.3	+20.6	+4.0	+17.8	-22.9	+21.2	-1.0
Jet Fuel (\$/bbl)	105	97	85	107	92	113	108	103	99	92	89
%YoY	-15.5	-7.9	-12.2	-0.1	-35.3	-12.6	-8.8	-4.5	+7.2	-18.4	-17.7
여객수익 (국내선)	266	220	196	70	73	62	60	54	60	56	50
%YoY	-11.2	-17.3	-10.9	+26.6	-8.7	-26.0	-24.4	-23.2	-18.6	-9.3	-17.1
ASK (백만인km)	1,754	1,528	1,406	465	465	417	407	387	389	394	358
%YoY	-18.2	-12.9	-8.0	-12.6	-17.3	-20.0	-22.0	-16.8	-16.3	-5.5	-12.0
RPK (백만인km)	1,621	1,415	1,307	413	438	389	381	359	365	360	331
%YoY	-14.9	-12.7	-7.6	-9.8	-14.1	-13.7	-21.4	-13.1	-16.7	-7.5	-13.1
L/F (%)	92	93	93	89	94	93	93	93	93	93	92
Yield (원/km)	164	155	150	169	168	160	159	149	164	156	151
여객수익 (국제선)	1,037	1,268	1,473	275	204	275	283	359	255	326	328
%YoY	+418.5	+22.3	+16.2	+7,223.7	+1,739.1	+312.9	+138.9	+30.6	+25.1	+18.6	+15.7
ASK (백만인km)	13,109	16,424	21,351	2,997	2,988	3,628	3,496	3,871	3,629	4,293	4,631
%YoY	+320.4	+25.3	+30.0	+6,869.8	+1,481.0	+162.1	+132.8	+29.2	+21.5	+18.3	+32.5
RPK (백만인km)	11,409	14,455	18,575	2,634	2,516	3,184	3,075	3,513	3,205	3,755	3,982
%YoY	+405.3	+26.7	+28.5	+12,442.9	+2,146.4	+271.5	+142.5	+33.4	+27.4	+17.9	+29.5
L/F (%)	87	88	87	88	84	88	88	91	88	87	86
Yield (원/km)	91	88	79	104	81	86	92	102	79	87	82
영업이익	139	42	103	82	20	35	2	76	-22	-6	-7
%OPM	10.3	2.7	6.0	23.0	7.0	10.0	0.6	18.0	-6.6	-1.5	-1.8
순이익(지배)	99	16	66	46	10	15	28	48	-25	-2	-5
%NPM	7.3	1.0	3.8	12.9	3.5	4.4	7.7	11.3	-7.6	-0.6	-1.3

주: IFRS 연결 기준
자료: 티웨이항공, LS증권 리서치센터

티웨이항공 (091810)

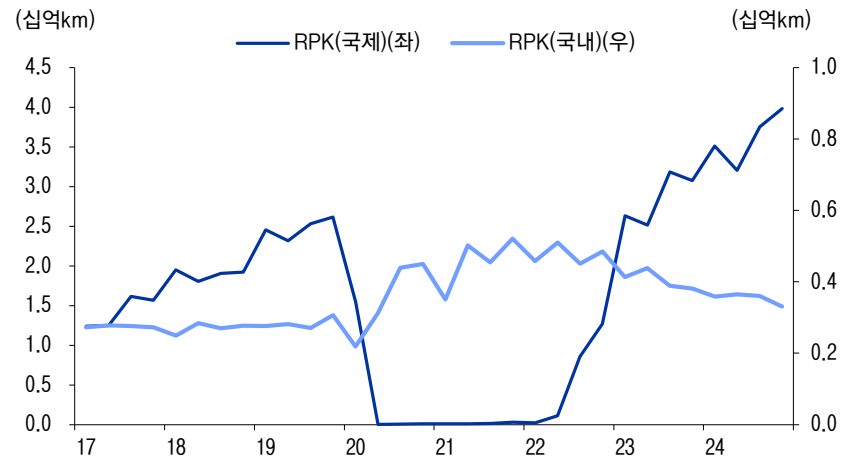
티웨이항공 부문별 실적 추이 및 전망

(조원)



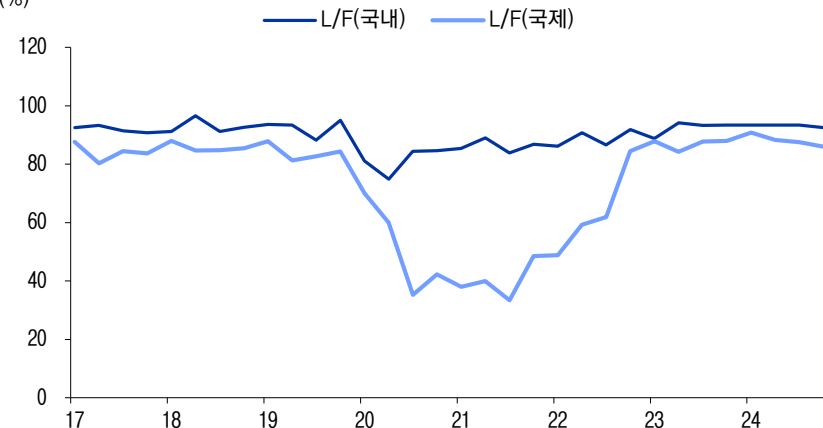
티웨이항공 RPK 추이 및 전망

(십억km)



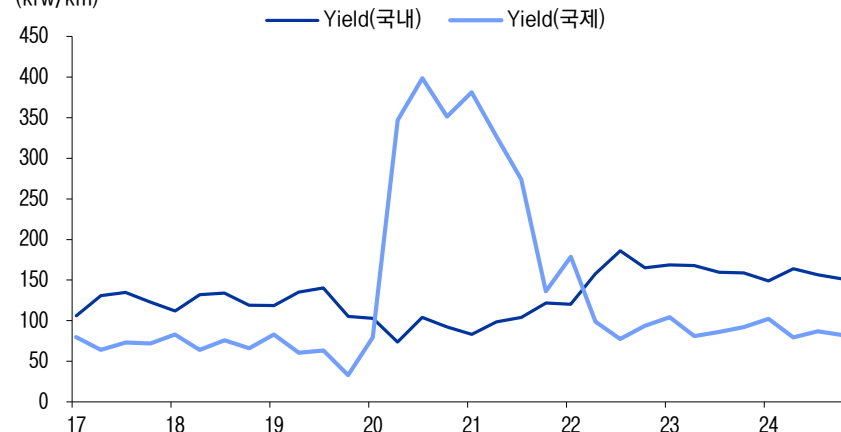
티웨이항공 탑승율 추이 및 전망

(%)



티웨이항공 여객 Yield 추이 및 전망

(krw/km)



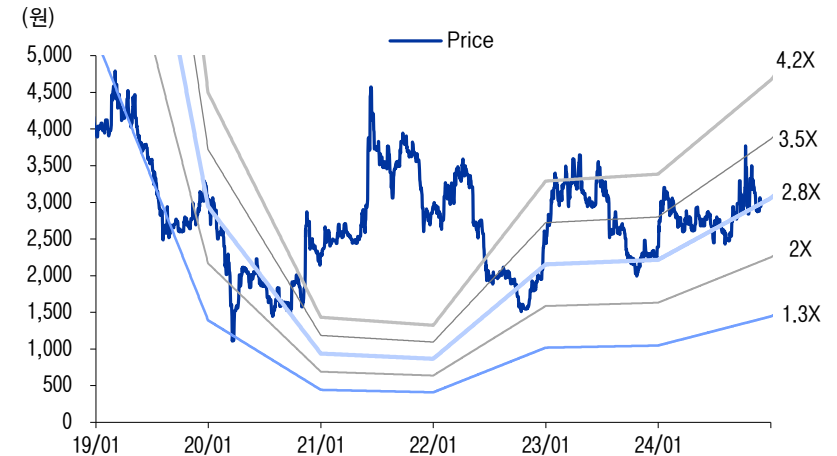
자료: 티웨이항공, LS증권 리서치센터

티웨이항공 (091810)

티웨이항공 목표주가 재산정 Table

단위: 십억원		2025E
2025E EBITDA		237
Target EV/EBITDA	×	3.2
LCC Global Peers 평균에 40% Discount		
Enterprise Value		767
Net Debt	-	110
Fair Market Cap	=	657
Shares of Outstanding (천주)	÷	213,997
Target Price (원)		3,100
Current Price (원) (12/02)		2,780
Upside (%)		11.5
Previous Target Price (원)		3,700
Change (%)		-16.2

티웨이항공 12MF PBR Band Chart



티웨이항공 12MF PER Band Chart



티웨이항공 12MF EV/EBITDA Band Chart



자료: Dataguide, LS증권 리서치센터

티웨이항공 (091810)

재무상태표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	241	454	406	535	689
현금 및 현금성 자산	186	277	217	334	482
매출채권 및 기타채권	24	64	73	83	87
비유동자산	802	830	948	999	1,054
관계기업투자 등	4	0	0	0	0
유형자산 및 투자부동산	52	72	120	120	120
자산총계	1,043	1,284	1,353	1,534	1,743
유동부채	411	465	515	540	553
비유동부채	572	661	665	756	853
부채총계	983	1,127	1,180	1,296	1,407
자본금	96	105	105	105	105
자본잉여금	343	345	0	0	0
이익잉여금	-385	-296	65	131	228
자본총계	59	157	173	239	337

현금흐름표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	166	415	284	354	393
당기순이익(손실)	-119	99	16	66	97
비현금수익비용가감	175	273	259	292	313
영업활동 자산부채변동	108	40	9	9	5
매출채권의 감소(증가)	-22	-38	-9	-9	-5
매입채무의 증가(감소)	30	30	21	22	11
투자활동현금흐름	-106	-142	-90	-64	-66
유형자산처분(취득)	-11	-38	-48	0	0
무형자산감소(증가)	0	-1	0	0	0
기타투자활동	-95	-103	-42	-64	-66
재무활동현금흐름	8	-162	-214	-173	-180
차입금의증가(감소)	-11	-35	0	0	0
자본의증가(감소)	120	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
현금의 증가	68	111	-19	117	147
기초현금	17	84	195	176	292
기말현금	84	195	176	292	440

손익계산서

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	526	1,349	1,535	1,729	1,826
매출총이익	-43	252	186	256	301
판매비 및 관리비	60	113	145	153	157
영업이익	-104	139	42	103	144
EBITDA	-12	239	155	237	290
세전계속사업이익	-150	112	21	84	125
법인세비용	-31	13	5	19	27
당기순이익	-119	99	16	66	97
매출총이익률 (%)	-8.3	18.7	12.1	14.8	16.5
영업이익률 (%)	-19.8	10.3	2.7	6.0	7.9
EBITDA마진률 (%)	-2.2	17.8	10.1	13.7	15.9
당기순이익률 (%)	-22.6	7.3	1.0	3.8	5.3
ROA (%)	-13.4	8.5	1.2	4.6	5.9
ROE (%)	-222.4	91.6	9.7	31.9	33.8

주요투자지표

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
투자지표 (x)					
P/E	n/a	4.8	37.5	9.1	6.1
P/B	6.7	3.1	3.5	2.5	1.8
EV/EBITDA	n/a	2.4	5.0	3.0	2.1
P/CF	2.4	1.2	2.1	1.7	1.5
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
매출액	+145.3	+156.5	+13.8	+12.7	+5.6
영업이익	적지	흑전	-70.2	+148.2	+39.4
EPS	적지	흑전	-85.3	+305.2	+48.2
안정성 (%)					
부채비율	1655%	717%	680%	542%	418%
유동비율	58%	98%	79%	99%	125%
주당지표 (원)					
EPS	-828	513	75	306	453
BPS	371	783	806	1,112	1,565
DPS	0	0	0	0	0

HMM (011200): 기회를 놓치지 않은 선사

Hold (유지)

목표주가 (유지) 19,000 원

현재주가 17,650 원

상승여력 7.6 %

KOSPI(12/2) 2,454.48 pt

시가총액 155,503 억원

발행주식수 881,039 천주

52주 최고가 / 최저가 22,100 / 14,550 원

90일 일평균 거래대금 247 억원

외국인 지분율 9.6 %

배당수익률(24.12E) 5.7 %

BPS(24.12E) 33,500 원

KOSPI대비 상대수익률 1개월 6.9 %

6개월 5.0 %

12개월 13.2 %

주주구성 한국산업은행 33.7 %

한국해양진흥공사 33.3 %



자료: LS증권 리서치센터

● 우호적 시황의 수혜를 오롯이 확인 중

- 3Q24 실적은 매출액 3조 5,520 억원(YoY +67.0%), 영업이익 1조 4,614 억원(YoY +1,827.4%) 으로 시장 기대치를 크게 상회
- 홍해사태에 따른 고운임 환경 지속과 화물 성수기 효과, ILA 파업 우려 선제발주 영향이 콜라보를 이루며 컨테이너선사 이익역량 확대
- 4Q24 실적흐름 또한 견조할 것으로 판단. 이는 1) 예년 대비 이른 춘절 연휴에 따른 선제적 발주와 2) 트럼프 2기 대중관세 및 무역전쟁 본격화를 염두에 둔 해운 물동량 밀어내기, 3) 항만 자동화 관련 ILA 파업 재개 우려 등에 따라 4Q24 해운수요가 상대적으로 견조할 것으로 보임에 배경을 둠

● 투자 의견 Hold, 목표주가 19,000 원 유지

- 컨테이너선 시장 하방 위험 25년 연중 차츰 표면화 전망. 경쟁 격화 속 신조 인도 이어짐에 따라 2H25를 기점으로 글로벌 Liner들에게 비우호적 업황 가시화 가능성
- 이스라엘-헤즈볼라 휴전 합의로 홍해지역 긴장 또한 단계적 완화 추세
- 11/13 제196회차 영구채 물량(1.32 억주, 17.6%) 보통주 전환. 동사의 잔여 희석부담은 이제 제 197회 영구채만을 남겨 둠 (1.44 억주, 16.34%).
- '25.04까지 잔여 영구채 지분희석 부담이 잔존할 것임을 고려, 조정시 Trading 관점에서의 접근을 추천

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2022	18,583	9,949	10,215	10,117	20,621	92.4	10,791	0.9	0.1	0.5	65.0
2023	8,401	585	1,054	969	1,278	-93.8	1,458	13.9	3.3	0.6	4.6
2024E	11,460	3,340	3,929	3,821	5,034	293.9	4,212	3.5	0.4	0.5	16.4
2025E	8,410	808	1,092	1,062	1,036	-79.4	1,691	17.0	3.8	0.7	4.2
2026E	8,179	386	562	547	533	-48.5	1,298	33.1	4.5	0.7	2.1

HMM (011200)

분기별 실적 전망

(단위: 십억원)	2023	2024E	2025E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E
매출액	8,401	11,460	8,410	2,082	2,130	2,127	2,063	2,330	2,663	3,552	2,915
%YoY	-54.8	+36.4	-26.6	-57.7	-57.7	-58.4	-41.5	+11.9	+25.0	+67.0	+41.3
%QoQ				-40.9	+2.3	-0.2	-3.0	+12.9	+14.3	+33.4	-17.9
I. 컨테이너	6,965	9,931	7,191	1,752	1,783	1,743	1,687	1,936	2,254	3,188	2,553
%YoY	-59.8	+42.6	-27.6	-62.5	-62.1	-63.3	-47.1	+10.5	+26.4	+82.9	+51.3
BSA	5,513	5,346	5,138	1,183	1,421	1,490	1,419	1,274	1,296	1,388	1,388
L/F(%)	68.7	72.0	71.4	72.7	67.5	68.6	66.5	70.1	73.3	71.5	73.0
수송량	3,785	3,848	3,667	860	959	1,022	944	893	950	992	1,013
II. 벌크	1,243	1,303	1,029	285	300	334	323	339	348	319	297
%YoY	+13.5	+4.8	-21.0	+36.5	+10.3	+5.5	+8.9	+18.9	+16.1	-4.7	-8.2
Dry Bulk	722	775	575	156	188	198	181	192	224	192	166
Wet Bulk	521	529	454	130	113	137	142	147	124	127	131
영업이익	585	3,340	808	306	160	76	42	407	644	1,461	827
%OPM	7.0	29.1	9.6	14.7	7.5	3.6	2.1	17.5	24.2	41.1	28.4
I. 컨테이너	396	3,230	709	228	134	22	11	350	607	1,468	806
%OPM	5.7	32.5	9.9	13.0	7.5	1.3	0.7	18.1	26.9	46.1	31.6
II. 벌크	186	100	93	74	23	52	37	53	34	-8	21
%OPM	15.0	7.7	9.0	26.0	7.5	15.6	11.5	15.7	9.8	-2.5	7.0
항목별 매출원가											
항화물비	3,631	3,485	3,533	798	968	953	912	831	843	900	911
용선료	1,649	1,801	1,513	403	392	437	416	417	446	478	460
연료비	1,188	1,349	1,159	259	291	329	309	331	350	335	333
감가상각비	661	653	657	158	163	171	169	166	165	160	162
순이익	969	3,821	1,062	298	313	95	263	485	661	1,738	937
%NPM	11.5	33.3	12.6	14.3	14.7	4.5	12.7	20.8	24.8	48.9	32.1

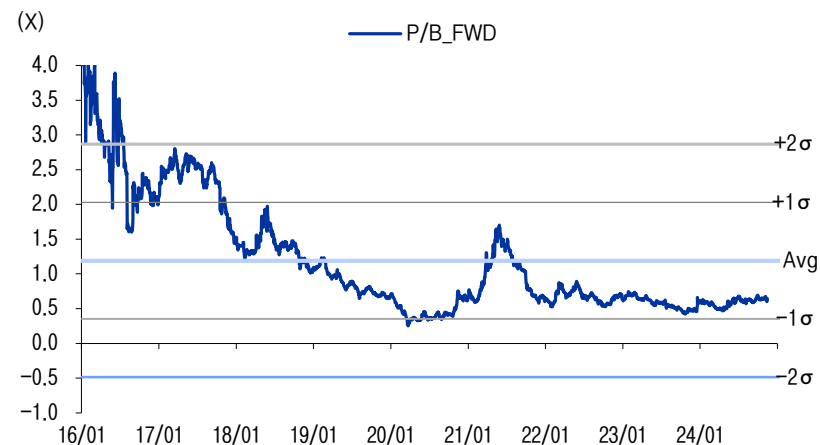
주: IFRS 연결 기준
자료: HMM, LS증권 리서치센터

HMM (011200)

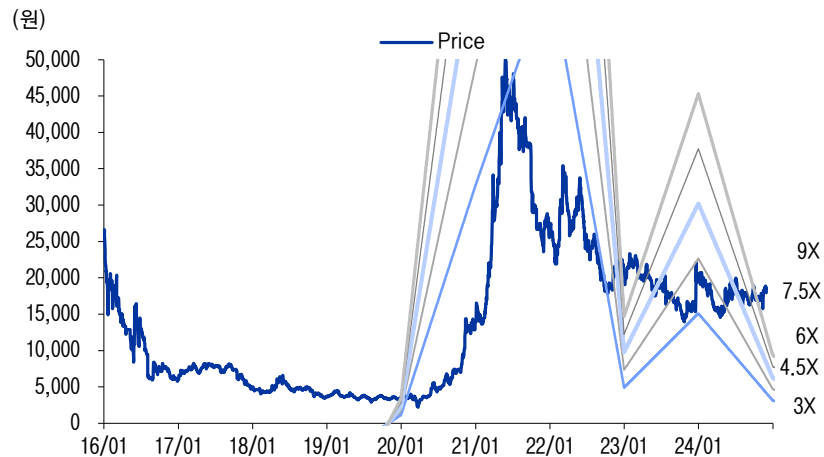
HMM 12MF PBR Band Chart



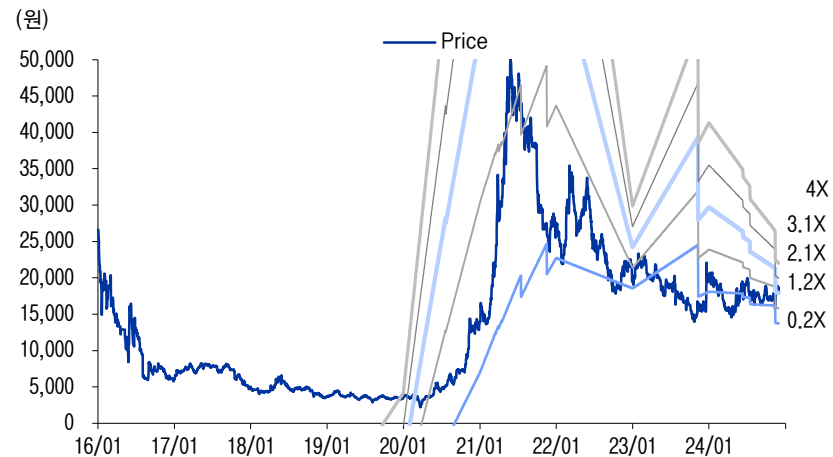
HMM 12MF PBR 추이



HMM 12MF PER Band Chart



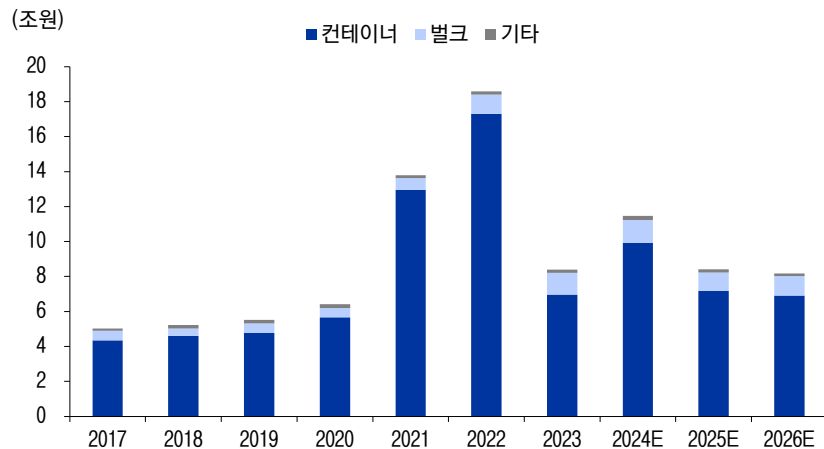
HMM 12MF EV/EBITDA Band Chart



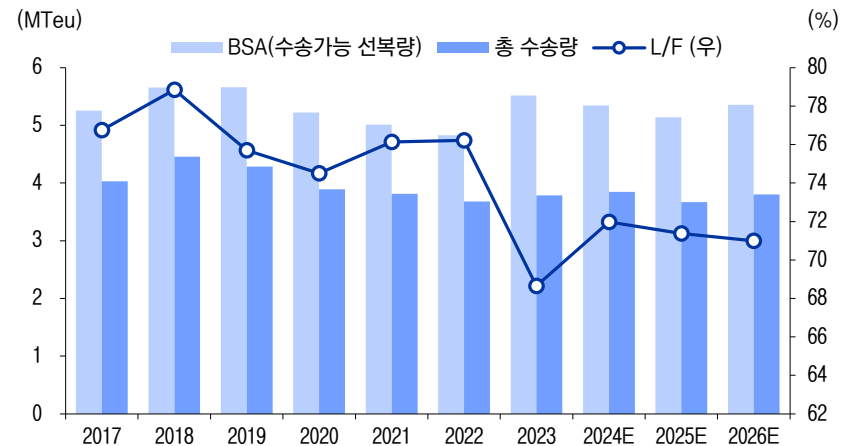
자료: Dataguide, LS증권 리서치센터

HMM (011200)

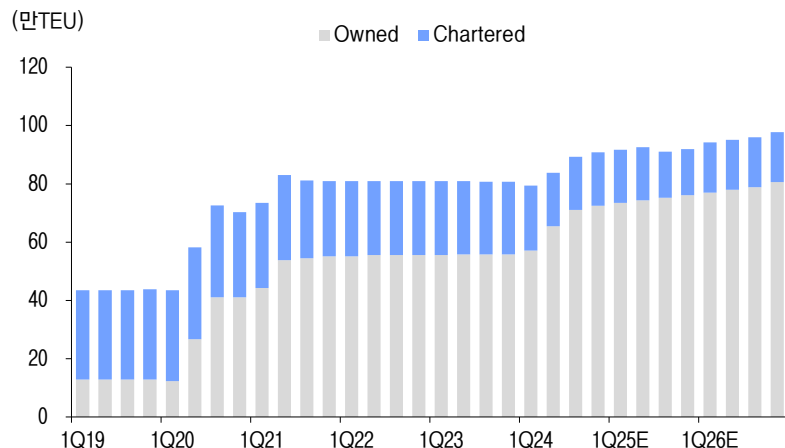
HMM 연간 매출액 추이 및 전망



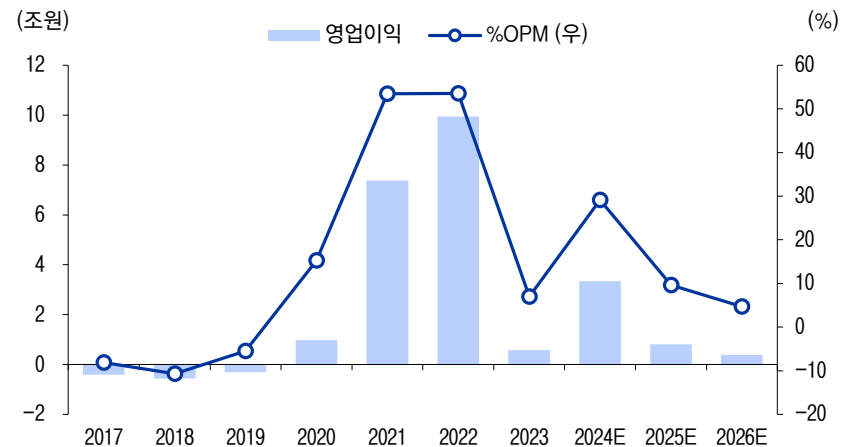
HMM 선복 공급/수송량 추이 및 전망



HMM 컨테이너 선대 추이 및 전망



HMM 연간 영업이익 추이 및 전망



자료: HMM, LS증권 리서치센터

HMM (011200)

재무상태표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	14,280	13,180	16,699	16,726	17,315
현금 및 현금성 자산	12,833	11,806	15,136	15,475	16,088
매출채권 및 기타채권	1,026	935	1,146	841	818
비유동자산	11,787	12,534	13,193	13,897	14,090
관계기업투자 등	2,113	1,175	311	311	311
유형자산 및 투자부동산	8,784	10,644	12,168	12,871	13,064
자산총계	26,067	25,713	29,893	30,622	31,405
유동부채	2,052	2,001	2,252	2,176	2,432
비유동부채	3,234	2,271	2,546	2,674	2,709
부채총계	5,286	4,273	4,798	4,850	5,141
자본금	2,445	3,445	3,745	5,125	5,125
자본잉여금	2,680	1,680	1,380	0	0
이익잉여금	4,425	4,436	4,363	4,373	4,373
자본총계	20,781	21,441	25,095	25,773	26,265

현금흐름표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	11,082	1,980	4,110	1,923	1,541
당기순이익(손실)	10,117	969	3,821	1,062	547
비현금수익비용가감	614	424	326	564	687
영업활동 자산부채변동	475	186	-62	120	124
매출채권의 감소(증가)	1,044	190	-211	305	23
매입채무의 증가(감소)	-50	93	128	-192	99
투자활동현금흐름	-4,852	-1,487	-4,082	-1,302	-319
유형자산처분(취득)	-470	-2,027	-1,524	-703	-193
무형자산감소(증가)	-8	-6	0	0	0
기타투자활동	-4,374	546	-2,558	-599	-126
재무활동현금흐름	-3,331	-2,238	-121	-881	-734
차입금의증가(감소)	-72	-53	393	233	157
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-326	-667	-532	-749	-410
현금의 증가	3,255	-1,730	-93	-260	488
기초현금	1,725	4,980	3,250	3,157	2,897
기말현금	4,980	3,250	3,157	2,897	3,384

손익계산서

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	18,583	8,401	11,460	8,410	8,179
매출총이익	10,444	975	3,781	1,254	877
판매비 및 관리비	495	390	441	446	491
영업이익	9,949	585	3,340	808	386
EBITDA	10,791	1,458	4,212	1,691	1,298
세전계속사업이익	10,215	1,054	3,929	1,092	562
법인세비용	98	86	108	30	15
당기순이익	10,117	969	3,821	1,062	547
매출총이익률 (%)	56.2	11.6	33.0	14.9	10.7
영업이익률 (%)	53.5	7.0	29.1	9.6	4.7
EBITDA마진률 (%)	58.1	17.4	36.8	20.1	15.9
당기순이익률 (%)	54.4	11.5	33.3	12.6	6.7
ROA (%)	46.0	3.7	13.7	3.5	1.8
ROE (%)	65.0	4.6	16.4	4.2	2.1

주요투자지표

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
투자지표 (x)					
P/E	0.9	13.9	3.5	17.0	33.1
P/B	0.5	0.6	0.5	0.7	0.7
EV/EBITDA	0.1	3.3	0.4	3.8	4.5
P/CF	0.9	6.8	3.2	9.4	11.7
배당수익률 (%)	6.1	3.6	5.7	2.3	2.3
성장성 (%)					
매출액	+34.7	-54.8	+36.4	-26.6	-2.7
영업이익	+34.9	-94.1	+471.1	-75.8	-52.2
EPS	+92.4	-93.8	+293.9	-79.4	-48.5
안정성 (%)					
부채비율	25%	20%	19%	19%	20%
유동비율	696%	659%	741%	769%	712%
주당지표 (원)					
EPS	20,621	1,278	5,034	1,036	533
BPS	42,490	31,115	33,500	25,142	25,621
DPS	1,200	700	1,000	400	400

자료: HMM, LS증권 리서치센터

팬오션 (028670): 상저하고 주가 흐름 전망

Buy (유지)

목표주가 (유지)	5,200 원
현재주가	3,425 원
상승여력	51.8 %
KOSPI(12/2)	2,454.48 pt
시가총액	18,309 억원
발행주식수	534,570 천주
52주 최고가 / 최저가	4,890 / 3,360 원
90일 일평균 거래대금	71 억원
외국인 지분율	13.4 %
배당수익률(24.12E)	4.2 %
BPS(24.12E)	9,449 원
KOSPI대비 상대수익률	1개월 6.6 %
	6개월 -15.0 %
	12개월 -8.6 %
주주구성	하림지주 (외 13인) 54.9 %
	국민연금공단 (외 1인) 6.6 %



자료: LS증권 리서치센터

● 이익체력 Bulk-up

- 건화물 수송량의 전년비 축소 흐름과 유조선 시황의 부진에도 불구하고 두 자릿수의 높은 OPM 기록하며 이익체력 입증
- 24년말 LNGC 2척 추가 인도로 LNG 부문 이익 성장 확보

● 건화물 실수요 반등을 기다린다

- 중국 경기 부양책 모멘텀이 아직은 간접적 영향에 그치고 있어 아쉬운 상황
- 단순 항만재고 확충 수요가 아닌 실수요의 성장이 필요
- 중국의 주거용 부동산 신규 착공 반등은 25년에도 어려워 보임
- 파나마운하 통행 여건 안정화에 따라 Pmax 공급 확대. Cape, Pmax 모두 뾰족한 운임 상승 돌파구를 찾기 어려운 상황

● 투자의견 Buy, 목표주가 5,200 원 유지

- 상승 동력이 부족한 건화물선 해운 시황과 여전히 불확실한 밸류업 정책
 - PBR 역사적 하단까지 하락한 Valuation Level은 그 자체로 투자포인트지만 새로운 상승 동력이 필요
 - 26년 이후 non-eco 노후 건화물선들의 퇴출과 건화물 수요 반등 본격화 기대
- 이에 주가는 연중 상저하고 흐름을 보일 것으로 전망

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2022	6,420	790	688	677	1,267	23.3	1,456	4.5	3.1	0.7	16.7
2023	4,361	386	248	245	458	-63.8	876	8.1	4.0	0.4	5.3
2024E	4,638	480	396	385	721	57.3	925	4.7	3.7	0.4	7.9
2025E	4,861	502	394	383	716	-0.7	976	4.8	3.5	0.3	7.4
2026E	5,170	544	439	426	798	11.4	1,046	4.3	3.3	0.3	7.7

팬오션 (028670)

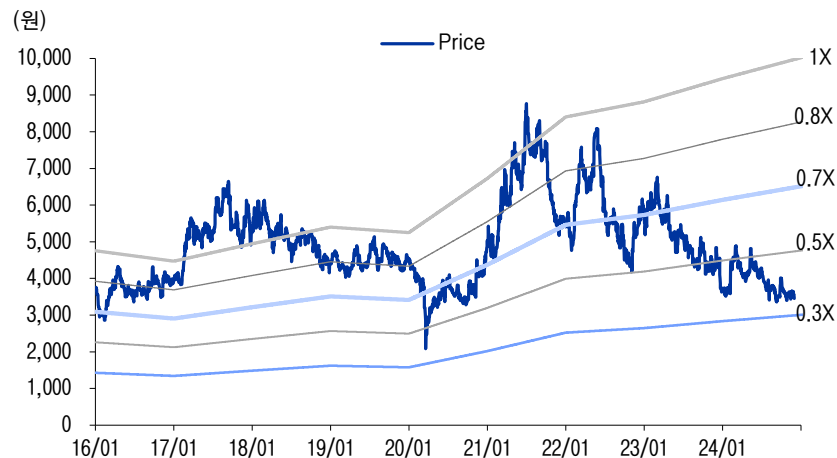
분기별 실적 전망

단위:십억원	2023	2024E	2025E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E
매출액	4,361	4,638	4,861	996	1,225	1,112	1,028	976	1,233	1,277	1,152
%yoy	-32.1	+6.3	+4.8	-30.8	-28.9	-39.5	-27.6	-2.1	+0.7	+14.9	+12.0
%qoq				-29.9	+22.9	-9.2	-7.5	-5.1	+26.4	+3.5	-9.8
해운업	3,906	3,964	4,220	963	1,058	955	929	884	1,076	1,004	1,001
Bulk	3,114	3,112	3,302	761	857	765	731	686	870	789	766
Container	366	398	390	98	97	84	87	80	94	108	115
Tanker	343	356	343	83	87	86	88	98	92	82	85
LNG	83	98	185	22	18	20	23	19	19	25	35
곡물사업	527	696	690	49	182	174	122	100	181	253	163
영업이익	386	480	502	113	125	79	69	98	135	128	119
%OPM	8.8	10.4	10.3	11.3	10.2	7.1	6.7	10.1	11.0	10.0	10.3
%yoy	-51.1	+24.4	+4.6	-33.4	-47.6	-64.6	-56.3	-12.8	+8.1	+61.2	+72.5
%qoq				-28.4	+11.0	-36.4	-13.5	+42.9	+37.7	-5.3	-7.5
해운업	388	484	501	115	121	80	71	99	138	128	119
Bulk	243	277	284	66	77	55	45	54	85	73	65
Container	9	36	20	13	7	-6	-4	-1	8	18	11
Tanker	112	136	120	30	32	25	25	38	38	29	31
LNG	24	34	78	6	6	6	6	8	6	8	12
곡물사업	0	-4	1	-1	3	-1	-1	-1	-2	0	-1
순이익	245	385	383	113	92	25	15	60	110	131	84
%NPM	5.6	8.3	7.9	11.4	7.5	2.2	1.5	6.2	8.9	10.3	7.3

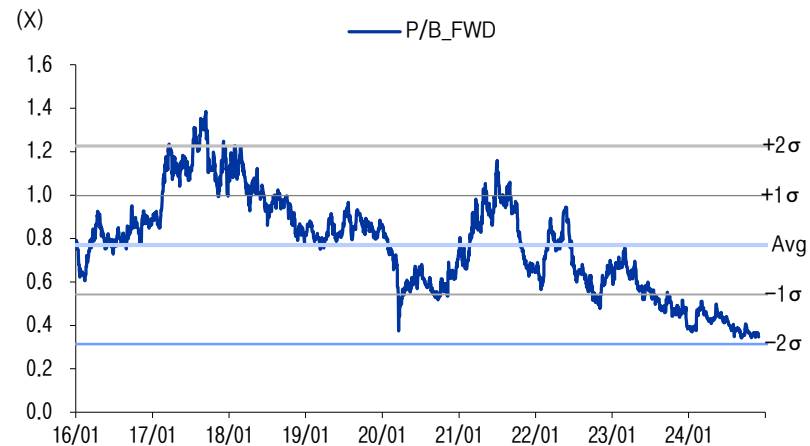
주: IFRS 연결 기준
자료: 팬오션, LS증권 리서치센터

팬오션 (028670)

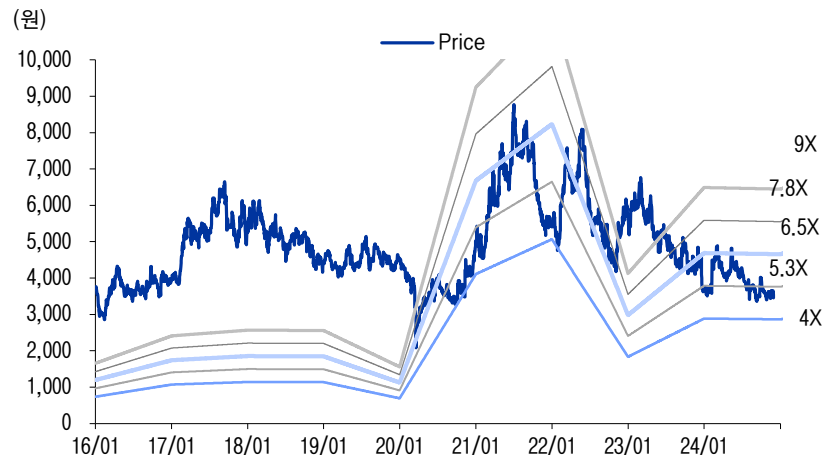
팬오션 12MF PBR Band Chart



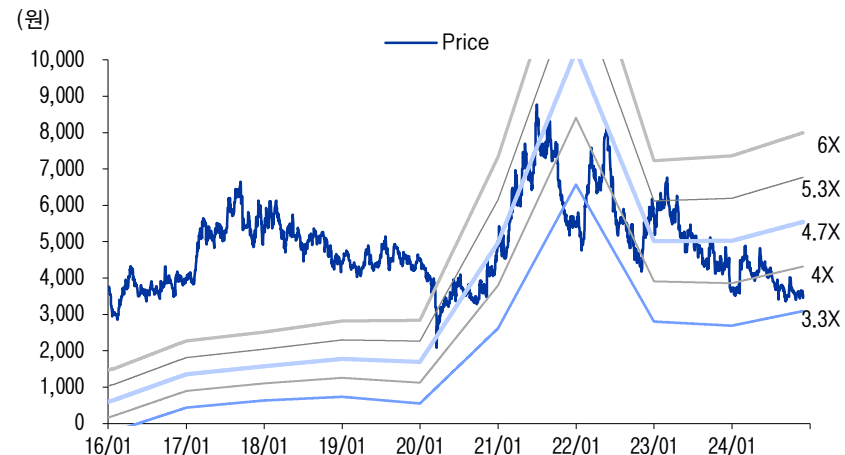
팬오션 12MF PBR추이



팬오션 12MF PER Band Chart



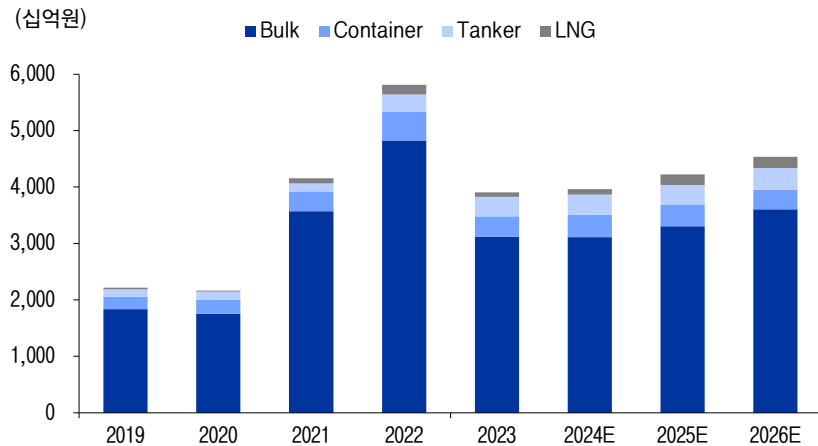
팬오션 12MF EV/EBITDA Band Chart



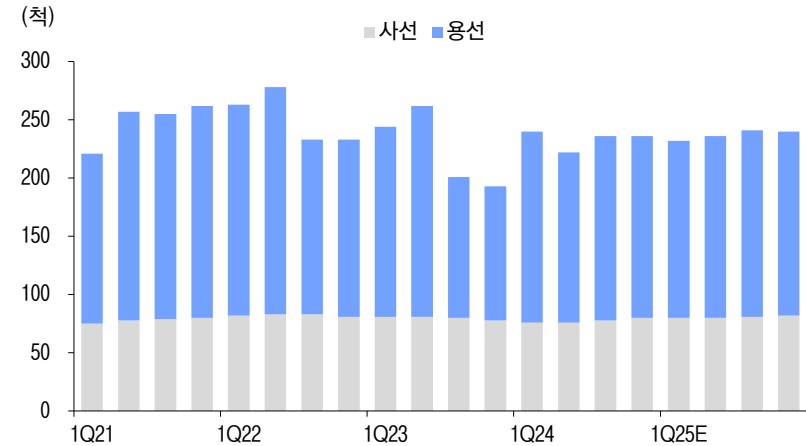
자료: Dataguide, 팬오션, LS증권 리서치센터

팬오션 (028670)

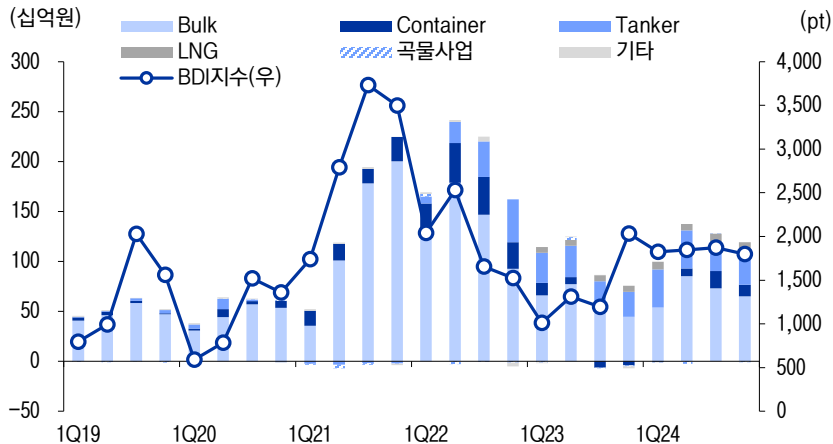
팬오션 해운사업 부문별 매출액 추이 및 전망



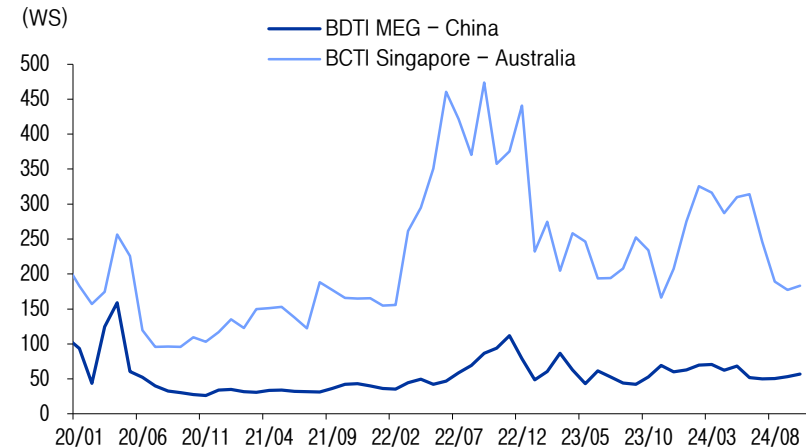
팬오션 건화물선 선대 추이 및 전망



팬오션 사업부문별 영업이익 추이 및 전망



VLCC, MR Tanker 운임 추이



자료: 팬오션, LS증권 리서치센터

팬오션 (028670)

재무상태표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	1,834	1,757	1,584	1,916	2,132
현금 및 현금성 자산	745	953	1,059	1,373	1,565
매출채권 및 기타채권	275	231	232	243	259
비유동자산	5,715	6,097	6,716	7,036	7,364
관계기업투자 등	221	197	210	210	210
유형자산 및 투자부동산	5,444	5,841	6,447	6,767	7,095
자산총계	7,549	7,854	8,299	8,951	9,496
유동부채	1,227	1,294	1,218	1,361	1,338
비유동부채	1,830	1,847	2,031	2,233	2,455
부채총계	3,056	3,141	3,249	3,594	3,794
자본금	535	535	535	535	535
자본잉여금	1,942	1,942	1,942	1,942	1,942
이익잉여금	1,475	1,638	1,978	2,284	2,630
자본총계	4,493	4,713	5,051	5,357	5,703

현금흐름표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	677	245	385	383	426
당기순이익(손실)	784	633	539	593	619
비현금수익비용가감	30	23	-112	94	-98
영업활동 자산부채변동	-5	48	0	-11	-15
매출채권의 감소(증가)	-9	-26	-131	97	-73
매입채무의 증가(감소)	-577	-84	-371	-322	-331
투자활동현금흐름	-328	-311	-606	-320	-329
유형자산처분(취득)	-1	-3	0	0	0
무형자산감소(증가)	-248	230	235	-2	-3
기타투자활동	-643	-470	-224	-311	-304
재무활동현금흐름	-183	-146	238	247	272
차입금의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	-53	-80	-45	-77	-80
배당금의 지급	223	208	106	314	193
현금의 증가	522	745	953	1,059	1,373
기초현금	745	953	1,059	1,373	1,565
기말현금	677	245	385	383	426

손익계산서

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	6,420	4,361	4,638	4,861	5,170
매출총이익	900	500	602	629	679
판매비 및 관리비	110	114	122	127	136
영업이익	790	386	480	502	544
EBITDA	1,456	876	925	976	1,046
세전계속사업이익	688	248	396	394	439
법인세비용	11	3	11	11	12
당기순이익	677	245	385	383	426
매출총이익률 (%)	14.0	11.5	13.0	12.9	13.1
영업이익률 (%)	12.3	8.8	10.4	10.3	10.5
EBITDA마진률 (%)	22.7	20.1	19.9	20.1	20.2
당기순이익률 (%)	10.5	5.6	8.3	7.9	8.2
ROA (%)	9.6	3.2	4.8	4.4	4.6
ROE (%)	16.7	5.3	7.9	7.4	7.7

주요투자지표

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
투자지표 (x)					
P/E	4.5	8.1	4.7	4.8	4.3
P/B	0.68	0.42	0.36	0.34	0.32
EV/EBITDA	3.1	4.0	3.7	3.5	3.3
P/CF	2.2	2.7	2.6	1.9	2.2
배당수익률 (%)	2.6	2.3	4.2	4.4	5.1
성장성 (%)					
매출액	+39.1	-32.1	+6.3	+4.8	+6.4
영업이익	+37.8	-51.1	+24.4	+4.6	+8.3
EPS	+23.3	-63.8	+57.3	-0.7	+11.4
안정성 (%)					
부채비율	68	67	64	67	67
유동비율	150	136	130	141	159
주당지표 (원)					
EPS	1,267	458	721	716	798
BPS	8,404	8,817	9,449	10,021	10,668
DPS	150	85	144	150	175

CJ대한통운 (000120): 1등다운 성장세

Buy (유지)

목표주가 (유지)	123,000 원
현재주가	82,000 원
상승여력	50.0 %
KOSPI(12/2)	2,454.48 pt
시가총액	18,706 억원
발행주식수	22,812 천주
52주 최고가 / 최저가	148,500 / 77,900 원
90일 일평균 거래대금	69 억원
외국인 지분율	14.1 %
배당수익률(24.12E)	0.6 %
BPS(24.12E)	217,804 원
KOSPI대비 상대수익률	1개월 -3.8 %
	6개월 -14.0 %
	12개월 -25.9 %
주주구성	CJ제일제당 (외 3인) 40.2 %
	자사주 (외 1인) 12.6 %



자료: LS증권 리서치센터

● B2B 물류 사업 중심의 외형성장 지속

- 2024년 연중 CL (Contract Logistics) 사업부문의 실적 성장세 뚜렷
- 이는 3PL 물류 영업사항 호조와 비용 효율화 전략 효과에 기인
- 공급망 관리 전문화에 대한 시장의 인식 지속 확대될 것임에 따라 25년에도 W&D 부문의 외형성장 이어질 것

● 4Q24 기점 택배/이커머스로 다시 성장 대열 합류 기대

- 택배/이커머스 부문은 3Q24 시장 물동량 부진에 따라 영업이익 기준 YoY -3.1% 역성장을 기록
- 4Q24 쇼핑시즌 주요 이커머스 고객사 프로모션 행진이 이어짐에 따라 이커머스 물동량 반등을 예상
- 2025년 주 7일 배송 서비스의 본격 개시와 주요 고객사 협력 관계 확대, 그간 동결되어 온 택배 판가 개선을 기대

● 투자 의견 Buy, 목표주가 123,000 원 유지

- CJ대한통운에 대해 기존의 매수 의견과 목표주가 123,000 원을 유지함
- 연초 C커머스가 불러온 강력한 주가 상승 모멘텀은 대부분 상실된 상황. 그럼에도 불구하고 견고한 펀더멘탈 대비 최근의 주가 하락은 과도한 것으로 판단
- Valuation Level은 어느덧 12M Trailing adj. PBR 0.4X, 12M Trailing PER 8.0X 수준에 근접. 긍정적 실적 전망 속 비중 확대를 고민해볼 시점

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2022	12,131	412	285	197	8,190	345	924	9.5	4.9	0.5	4.9
2023	11,768	480	325	243	10,357	26	1,059	10.4	5.0	0.6	6.0
2024E	12,154	530	355	259	11,036	7	1,122	6.3	3.3	0.3	5.9
2025E	12,700	595	453	340	14,229	29	1,212	4.8	2.9	0.3	6.8
2026E	13,075	642	517	388	16,377	15	1,277	4.2	2.5	0.3	7.2

CJ대한통운 (000120)

분기별 실적 전망

(단위:십억원)	2023	2024E	2025E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E
매출액	11,768	12,154	12,700	2,808	2,962	2,937	3,061	2,921	3,059	2,976	3,197
%yoy	-3.0	+3.3	+4.5	-1.7	-5.6	-5.7	+1.2	+4.0	+3.3	+1.3	+4.5
%qoq				-7.1	+5.5	-0.9	+4.2	-4.5	+4.7	-2.7	+7.4
I. 택배,이커머스	3,723	3,793	4,040	911	921	901	990	937	943	898	1,016
II. CL	2,854	2,993	3,125	679	714	723	737	697	737	768	791
III. 글로벌	4,206	4,395	4,535	1,036	1,070	1,054	1,045	1,076	1,124	1,099	1,097
IV. 건설	986	972	1,001	182	258	259	288	211	256	211	294
영업이익	480	530	595	99	112	125	144	109	125	142	153
%OPM	4.1	4.4	4.7	3.5	3.8	4.2	4.7	3.7	4.1	4.8	4.8
%yoy	+16.6	+10.3	+12.3	+30.9	-3.2	+15.9	+28.2	+10.5	+11.6	+13.5	+6.3
%qoq				-11.8	+13.5	+11.0	+15.4	-24.0	+14.6	+12.9	+8.1
I. 택배,이커머스	246	241	277	49	62	56	80	54	62	54	72
%OPM	6.6	6.4	6.9	5.4	6.7	6.2	8.0	5.7	6.5	6.0	7.1
II. CL	144	183	208	35	38	44	28	41	43	51	47
%OPM	5.1	6.1	6.7	5.2	5.3	6.1	3.7	5.9	5.8	6.7	6.0
III. 글로벌	77	78	81	14	16	15	32	12	19	28	20
%OPM	1.8	1.8	1.8		1.5	1.5	3.1	1.1	1.6	2.6	1.8
IV. 건설	12	27	28	1	-3	10	5	3	3	8	14
%OPM	1.3	2.8	2.8	0.4	-1.0	3.7	1.6	1.4	1.0	3.9	4.6
순이익(지배)	225	232	304	45	54	52	74	49	52	55	75
%NPM	1.9	1.9	2.4	1.6	1.8	1.8	2.4	1.7	1.7	1.8	2.4

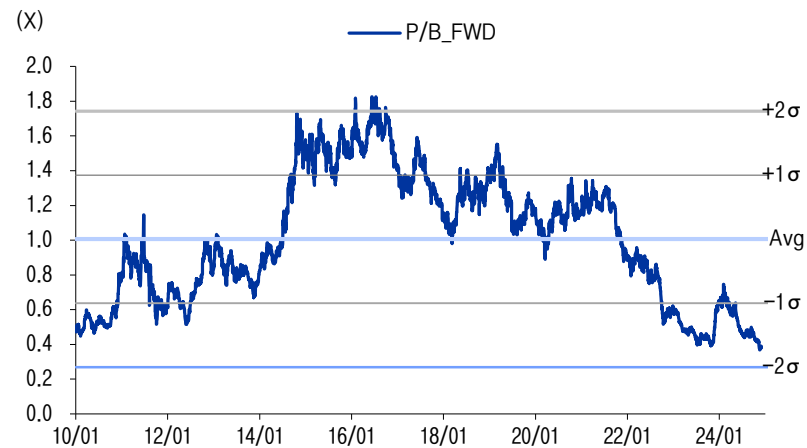
주: IFRS 연결 기준
자료: CJ대한통운, LS증권 리서치센터

CJ대한통운 (000120)

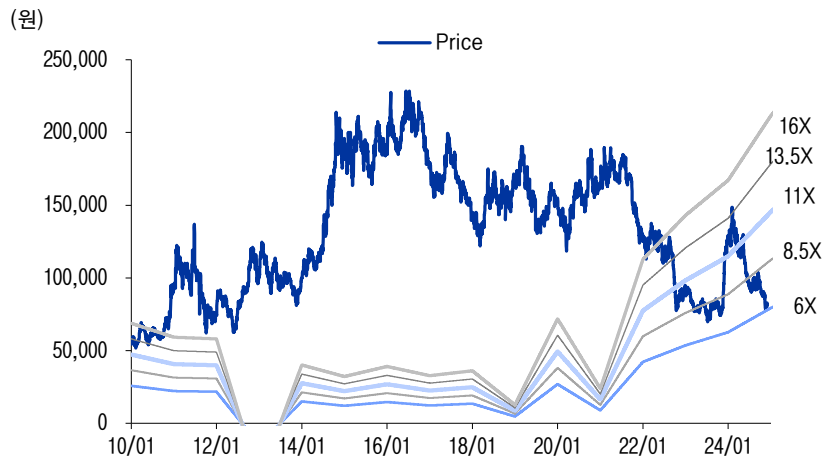
CJ대한통운 12MF Adj. PBR Band Chart



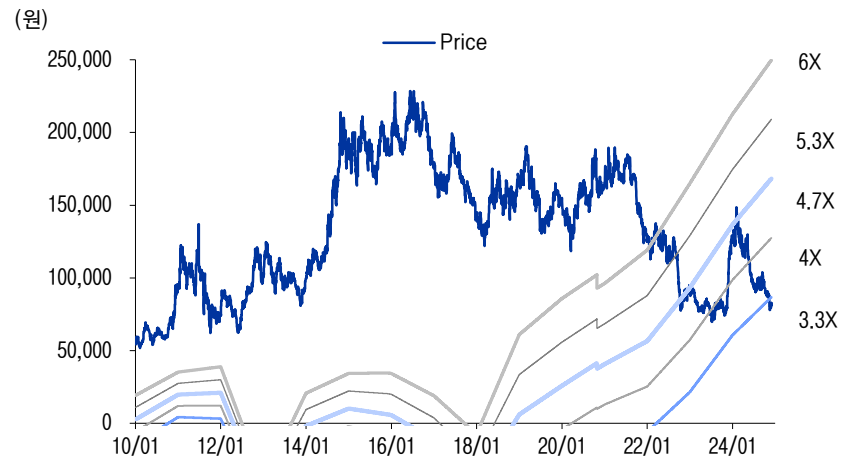
CJ대한통운 12MF Adj. PBR 추이



CJ대한통운 12MF Adj. PER Band Chart

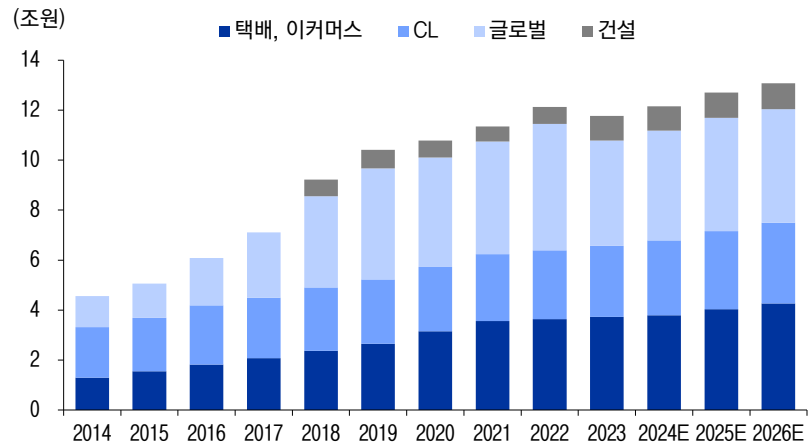


CJ대한통운 12MF Adj. EV/EBITDA Band Chart

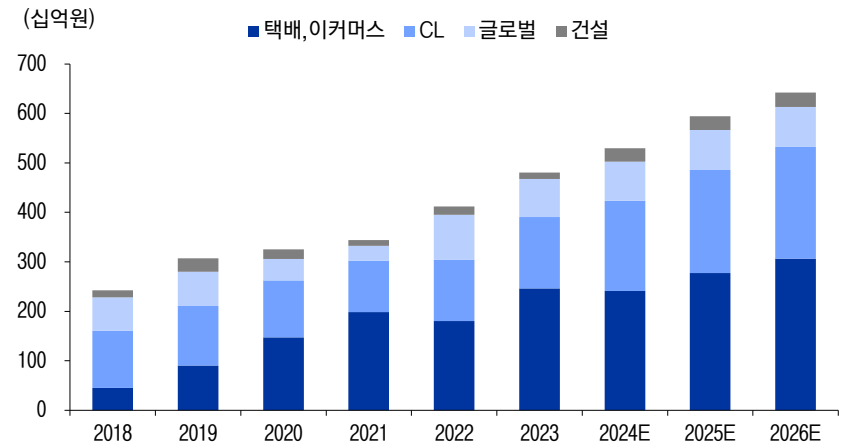


CJ대한통운 (000120)

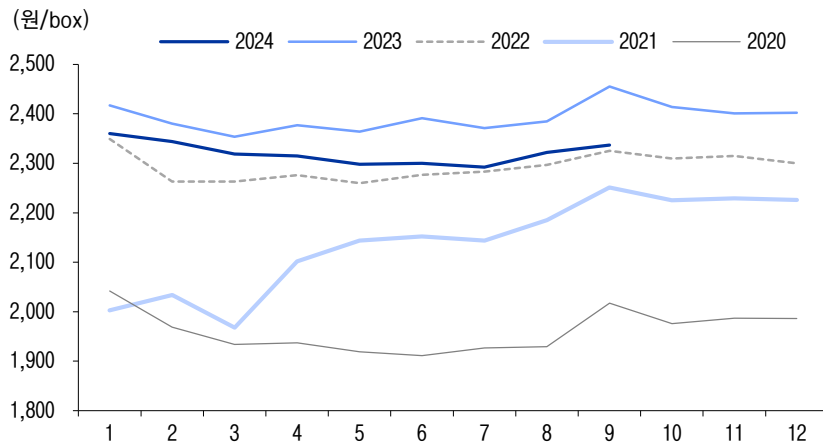
CJ대한통운 부문별 매출액 추이 및 전망



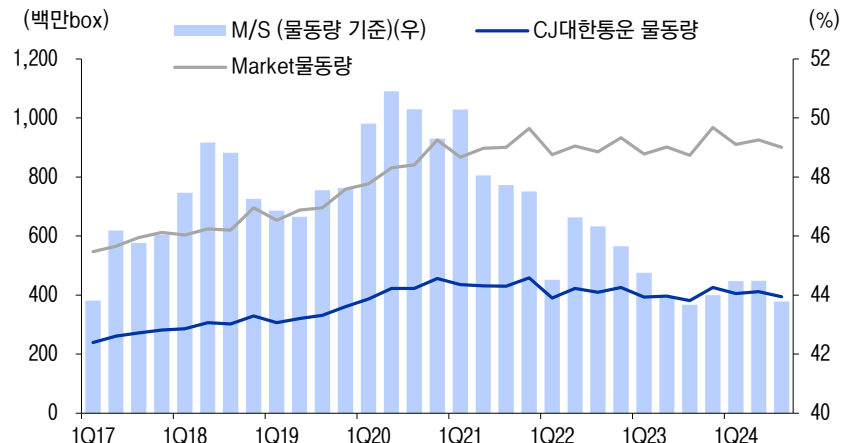
CJ대한통운 부문별 영업이익 추이 및 전망



CJ대한통운 택배 ASP 추이



CJ대한통운 택배 M/S 추이



자료: CJ대한통운, LS증권 리서치센터

CJ대한통운 (000120)

재무상태표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	2,956	2,488	3,042	3,263	3,497
현금 및 현금성 자산	985	500	972	1,132	1,331
매출채권 및 기타채권	1,475	1,495	1,573	1,632	1,667
비유동자산	6,737	6,869	6,939	7,011	7,084
관계기업투자 등	377	415	419	423	428
유형자산 및 투자부동산	3,364	3,328	3,378	3,431	3,485
자산총계	9,693	9,358	9,981	10,273	10,582
유동부채	3,109	2,622	2,569	2,575	2,548
비유동부채	2,550	2,692	2,601	2,542	2,479
부채총계	5,659	5,314	5,170	5,117	5,027
자본금	114	114	114	114	114
자본잉여금	2,325	2,327	2,327	2,327	2,327
이익잉여금	925	1,112	1,323	1,596	1,913
자본총계	4,034	4,043	4,811	5,156	5,555

현금흐름표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	623	837	913	882	943
당기순이익(손실)	197	243	259	340	388
비현금수익비용가감	744	827	881	886	903
영업활동 자산부채변동	-153	-52	-104	-85	-93
매출채권의 감소(증가)	-69	-20	-78	-60	-35
매입채무의 증가(감소)	4	35	53	53	19
투자활동현금흐름	-567	-80	-69	-71	-73
유형자산처분(취득)	-218	-250	-51	-52	-54
무형자산감소(증가)	-49	-50	-12	-12	-12
기타투자활동	-300	219	-7	-7	-7
재무활동현금흐름	290	-1,056	-371	-651	-671
차입금의증가(감소)	575	-500	-151	-118	-117
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-30	-42	-22	-30	-30
현금의 증가	353	-293	472	160	199
기초현금	230	583	290	762	922
기말현금	583	290	762	922	1,121

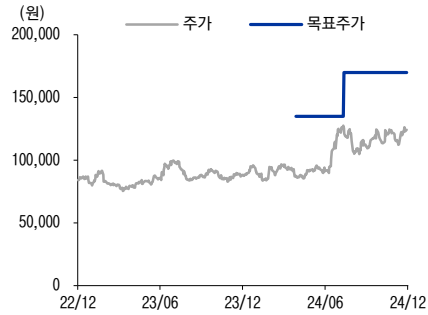
손익계산서

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	12,131	11,768	12,154	12,700	13,075
매출총이익	1,186	1,299	1,412	1,510	1,579
판매비 및 관리비	774	819	883	915	937
영업이익	412	480	530	595	642
EBITDA	924	1,059	1,122	1,212	1,277
세전계속사업이익	285	325	355	453	517
법인세비용	89	82	96	113	129
당기순이익	197	243	259	340	388
매출총이익률 (%)	9.8	11.0	11.6	11.9	12.1
영업이익률 (%)	3.4	4.1	4.4	4.7	4.9
EBITDA마진률 (%)	7.6	9.0	9.2	9.5	9.8
당기순이익률 (%)	1.6	2.1	2.1	2.7	3.0
ROA (%)	2.1	2.5	2.7	3.4	3.7
ROE (%)	4.9	6.0	5.9	6.8	7.2

주요투자지표

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
투자지표 (x)					
P/E	9.5	10.4	6.3	4.8	4.2
P/B	0.5	0.6	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	4.9	5.0	3.3	2.9	2.5
P/CF	3.0	3.0	1.8	1.9	1.7
배당수익률 (%)	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
매출액	+6.9	-3.0	+3.3	+4.5	+2.9
영업이익	+19.7	+16.6	+10.3	+12.3	+8.0
EPS	+345.0	+26.5	+6.6	+28.9	+15.1
안정성 (%)					
부채비율	140	131	107	99	91
유동비율	95	95	118	127	137
주당지표 (원)					
EPS	8,190	10,357	11,036	14,229	16,377
BPS	179,030	180,692	217,804	233,333	251,263
DPS	500	500	500	500	500

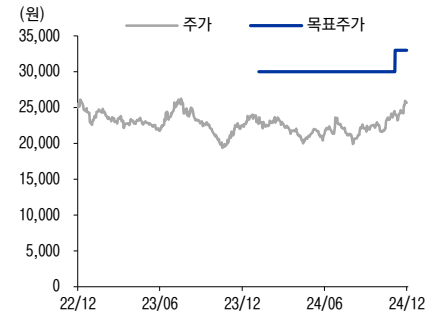
현대글로비스 목표주가 추이



투자이건 변동내역

일시	투자이건	목표가격	과리율(%)			일시	투자이건	목표가격	과리율(%)		
			최고대비	최저대비	평균대비				최고대비	최저대비	평균대비
2024.04.01	신규	이재혁									
2024.04.01	Buy	135,000	-5.5		-27.6						
2024.07.16	Buy	170,000									

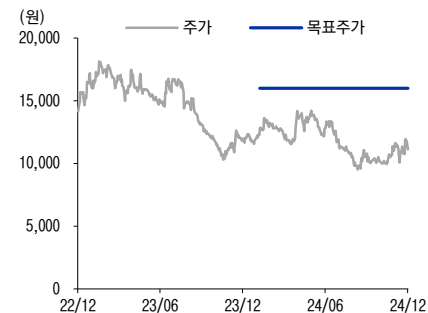
대한항공 목표주가 추이



투자이건 변동내역

일시	투자이건	목표가격	과리율(%)			일시	투자이건	목표가격	과리율(%)		
			최고대비	최저대비	평균대비				최고대비	최저대비	평균대비
2024.01.09	신규	이재혁									
2024.01.09	Buy	30,000	-18.3		-26.5						
2024.11.07	Buy	33,000									

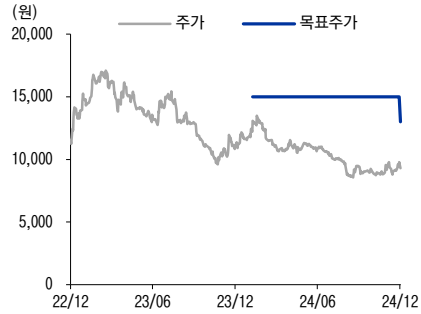
테에어 목표주가 추이



투자이건 변동내역

일시	투자이건	목표가격	과리율(%)			일시	투자이건	목표가격	과리율(%)		
			최고대비	최저대비	평균대비				최고대비	최저대비	평균대비
2024.01.09	신규	이재혁									
2024.01.09	Buy	16,000									

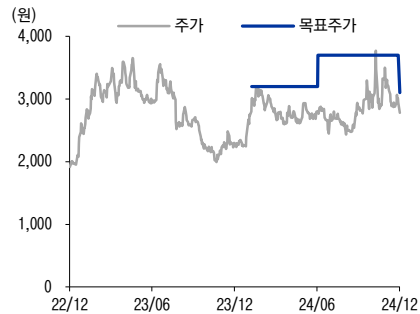
제주항공 목표주가 추이



투자이건 변동내역

일시	투자이건	목표가격	과리율(%)			일시	투자이건	목표가격	과리율(%)		
			최고대비	최저대비	평균대비				최고대비	최저대비	평균대비
2024.01.09	신규	이재혁									
2024.01.09	Buy	15,000	-10.1		-31.0						
2024.12.03	Buy	13,000									

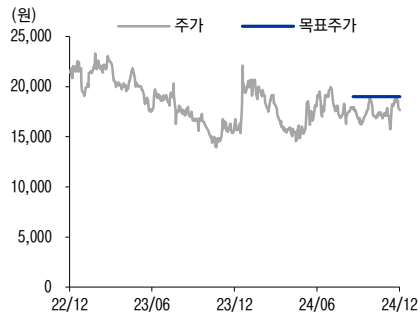
티웨이항공 목표주가 추이



투자이건 변동내역

일시	투자이건	목표가격	과리율(%)			일시	투자이건	목표가격	과리율(%)		
			최고대비	최저대비	평균대비				최고대비	최저대비	평균대비
2024.01.09	신규	이재혁									
2024.01.09	Buy	3,200	0.2		-11.8						
2024.06.04	Buy	3,700	1.9		-23.1						
2024.12.03	Hold	3,100									

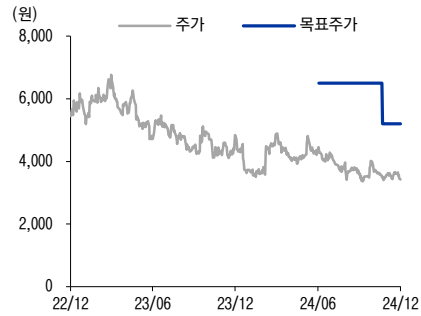
HMM 목표주가 추이



투자이건 변동내역

일시	투자이건	목표가격	과리율(%)			일시	투자이건	목표가격	과리율(%)		
			최고대비	최저대비	평균대비				최고대비	최저대비	평균대비
2024.08.21	신규	이재혁									
2024.08.21	Hold	19,000									

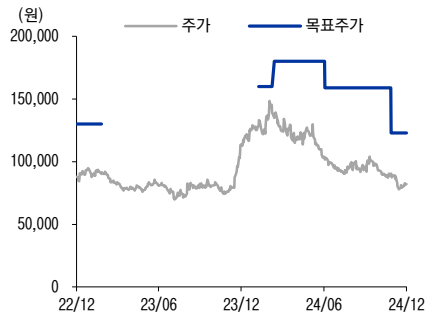
팬오션 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	과리율(%)			일시	투자의견	목표가격	과리율(%)		
			최고대비	최저대비	평균대비				최고대비	최저대비	평균대비
2024.06.04	신규	이재혁									
2024.06.04	Buy	6,500	-32.6		-41.4						
2024.10.23	Buy	5,200									

CJ대한통운 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	과리율(%)			일시	투자의견	목표가격	과리율(%)		
			최고대비	최저대비	평균대비				최고대비	최저대비	평균대비
2024.01.09	변경	이재혁									
2024.01.09	Buy	160,000	-7.2		-17.3						
2024.02.13	Buy	180,000	-22.6		-32.6						
2024.06.04	Buy	159,000	-34.6		-40.2						
2024.10.29	Buy	123,000									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 이재혁)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비	Overweight (비중확대)			
	업종 비중 기준	Neutral (중립)			
	투자등급 3단계	Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준	Buy (매수)	+15% 이상 기대	93.9%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±20%에서 ±15%로 변경
	투자등급 3단계	Hold (보유)	-15% ~ +15% 기대	6.1%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2023. 10. 1 ~ 2024. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)