

# 해운

## 컨테이너 화주보다 바빠진 선사들

### 컨테이너 성수기는 이제 막 시작. 3분기 물류비는 꺾이지 않았음

지난주 SCFI는 3개월 만에 3,000p 아래로 내려왔다. 7월초 고점 대비 21% 하락했다. 반면 같은 기간 글로벌 주요 7개 컨테이너 선사들의 올해 합산 EBITDA 컨센서스는 31% 상향되었다. Maersk와 ONE 등 실적 가이드를 주는 선사들은 모두 하반기 이익 전망치를 크게 높였다. Maersk의 경우 올해 연간 영업이익 가이드를 20억달러 상향조정(10~30억달러 → 30~50억달러)했다. 상반기가 9.3억 달러였는데 연간 컨센서스는 이제 39억달러까지 올라왔다. 해운업종 투자심리는 SCFI에 지나치게 민감한 탓에 너무 빠르게 피크아웃을 단정짓고 있다. 그러나 HMM의 이익은 SCFI보다 CCFI와 더 동행하며, 이러한 CCFI는 현재까지 3분기 평균이 2분기보다 45%나 높다. 아무리 일회성 모멘텀이라 해도 분기 영업이익이 조단위로 나올 수 있다면 이야기는 달라진다. HMM의 이익 증가와 반대로 전방산업 화주들에 대해서는 3분기 물류비용 리스크를 끝까지 모니터링해야 한다.

### 최근 컨테이너선 발주 투자는 중장기적인 친환경 전환을 위함

컨테이너 해운업계는 팬데믹 물류대란에 이어 올해 홍해 사태 수혜로 막대한 이익을 손에 쥐면서 신규 투자를 다시 확대하고 있다. 지난 2년여 동안 감소해왔던 발주잔량은 6월부터 증가하기 시작했다. 특히 지금까지는 선박량 확대에 소극적이었던 Maersk가 50척이 넘는 선박투자를 예고하며 뒤늦게 LNG 추진선 발주 트렌드에 합류하는 모습이다. 이에 따라 해운업종의 고질적인 문제점인 공급과잉 우려도 다시 부각되고 있다. 다만 최근 발주는 대부분 2027년 이후를 겨냥하고 있다. 2027년이면 IMO의 탈탄소 전략에서 중요한 중기 결합조치가 발효된다. 결국 최근의 선박투자는 과거와 같은 무리한 공급경쟁으로 가는게 아니라 친환경 선대 전환을 위한 선제적인 조치라 판단된다. Clarksons은 현재 선박의 45%가 2026년이면 CII D/E 등급에 해당될 것으로 분석하고 있다. 2027년부터는 환경규제로 기존 선박들이 묶이면서 지금의 대규모 발주에도 불구하고 공급이 부족해질 수 있다.

### 누적된 물류대란 수혜와 대규모 선박 교체 사이클에 주목할 필요

이제는 해운업종을 SCFI나 BDI만으로 평가해서는 안된다. 국내 선사들의 2024F PBR은 0.3~0.6배에 불과할 정도로 소외되어 있어 업사이드 리스크에 대해 더 주의할 필요가 있다. SCFI와 다르게 HMM의 이익 모멘텀은 하반기가 더 본격적이다. 내년에는 다시 올해 이익 서프라이즈에 따른 기저부담과 단기 공급과잉이 우려되지만, 그때면 현금성자산이 15조원에 달할 전망이다. 순차입금이 현재 시총과 비슷해져 홍해 사태 수혜가 사라져도 2025F EV/EBITDA는 1배 수준이다.

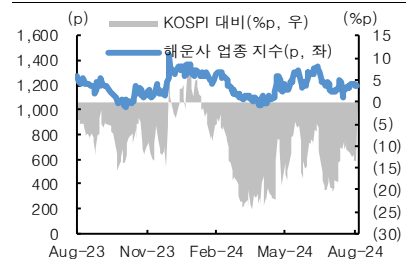
## 비중확대(유지)

종목	투자 의견	목표주가
팬오션	매수	6,000원
대한해운	매수	2,600원
HMM	중립	-

### 주요 종목 valuation

		2023A	2024F	2025F
팬오션 (028670)	PER(x)	8.1	4.9	4.6
	PBR(x)	0.4	0.4	0.4
	EV/EBITDA(x)	3.9	3.3	3.0
	DY(%)	2.3%	4.0%	4.6%
대한해운 (005880)	PER(x)	8.7	3.0	4.7
	PBR(x)	0.4	0.3	0.3
	EV/EBITDA(x)	7.7	5.8	6.4
	DY(%)	0.0%	0.0%	0.0%
HMM (011200)	PER(x)	10.6	4.3	16.6
	PBR(x)	0.6	0.7	0.7
	EV/EBITDA(x)	3.3	0.6	1.6
	DY(%)	4.0%	5.7%	4.0%

### 12개월 업종 수익률

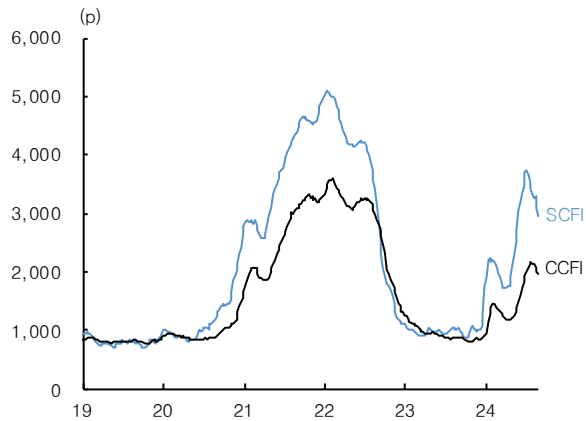


자료: FnGuide - WICS

### 최고운

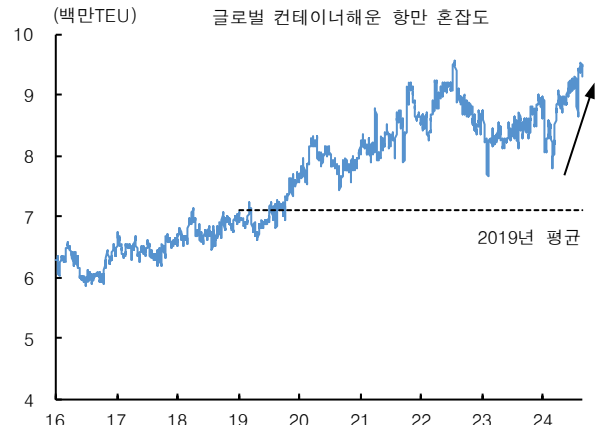
gowoon@koreainvestment.com

[그림 1] SCFI는 7월부터 조정받기 시작했지만 CCFI는 8월이 고점



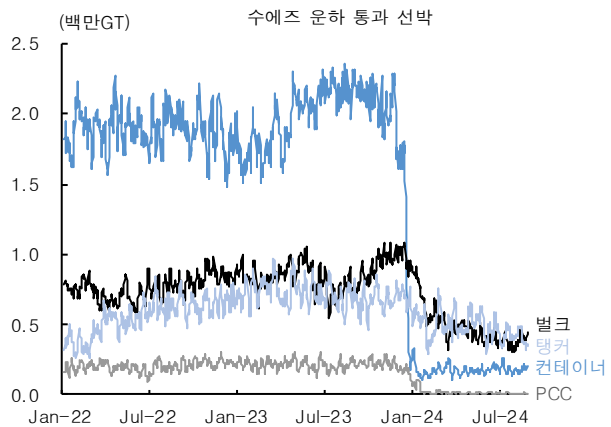
자료: 상해해운거래소, 한국투자증권

[그림 2] 성수기가 예년보다 빨리 오며 항만적체는 더욱 심화



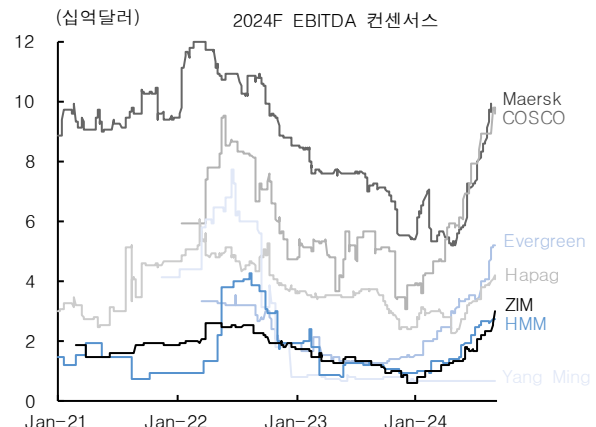
자료: 상해해운거래소, Bloomberg, 한국투자증권

[그림 3] 후티 반군도 홍해를 지나는 선박들을 여전히 공격하고 있음



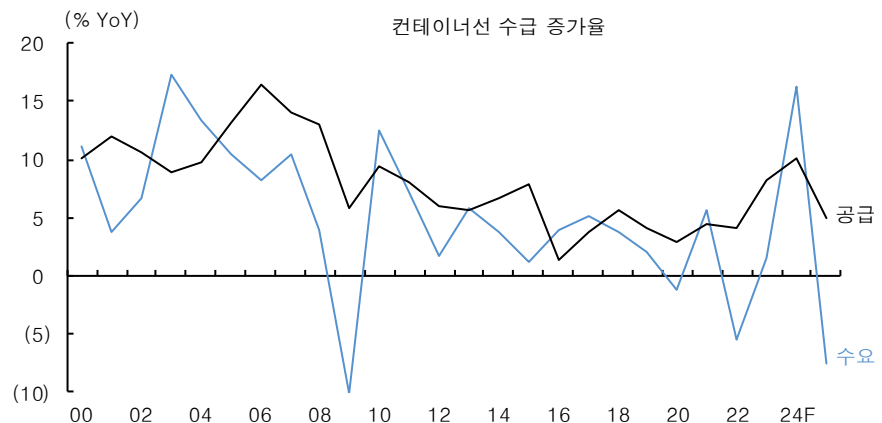
자료: Clarksons, 한국투자증권

[그림 4] 컨테이너 선사들의 수혜는 갈수록 커지고 있음



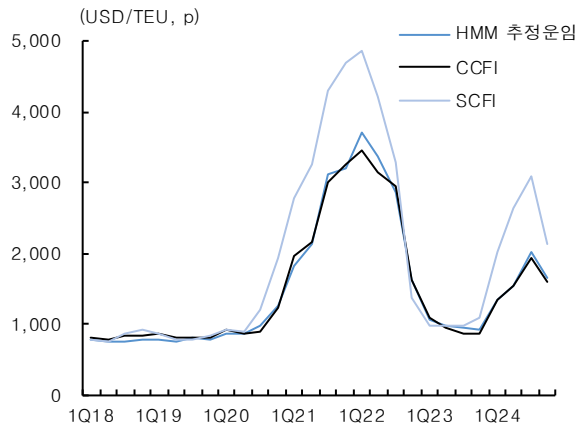
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 5] 올해 컨테이너선 수요는 17% 증가하면 작년과 올해 2년치 선복량 증가를 흡수할 전망  
수에즈 운하 우회로 인한 이동거리 효과 11%에 더해 물동량 증가도 5%로 예상



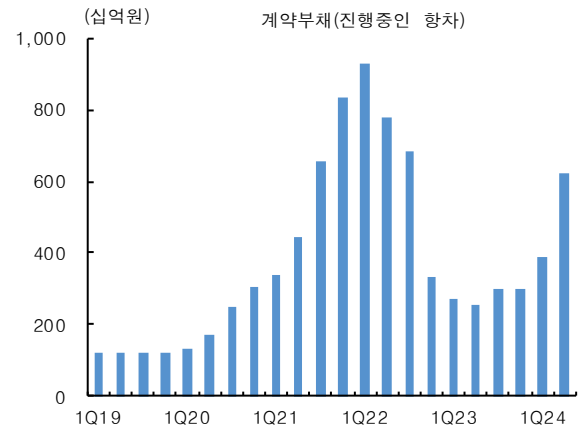
주: 2024년 수요(톤마일) 증가율 +17%, 공급 증가율 +10% / 2025년 수요 증가율 -8%, 공급 증가율 +5% YoY 전망  
자료: Clarksons, 한국투자증권

[그림 6] 컨테이너 선사들의 실적은 SCFI보다 CCFI와 더 동행



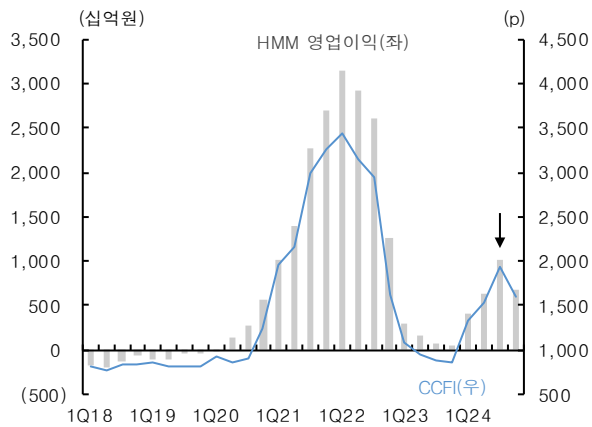
자료: HMM, 상해해운거래소, 한국투자증권

[그림 7] 2분기 급증한 계약부채가 3분기 실적에 반영되는 구조



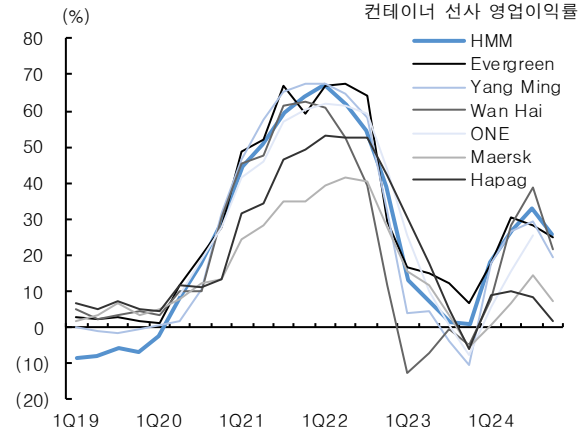
자료: HMM, 한국투자증권

[그림 8] 2분기 이익에 대해 실망할 필요가 없음. 진짜는 3분기



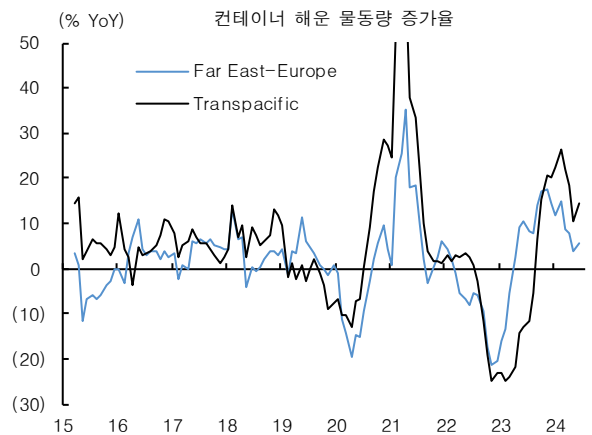
자료: HMM, 한국투자증권

[그림 9] HMM은 상위 10개 선사 중에 영업이익률이 가장 높음



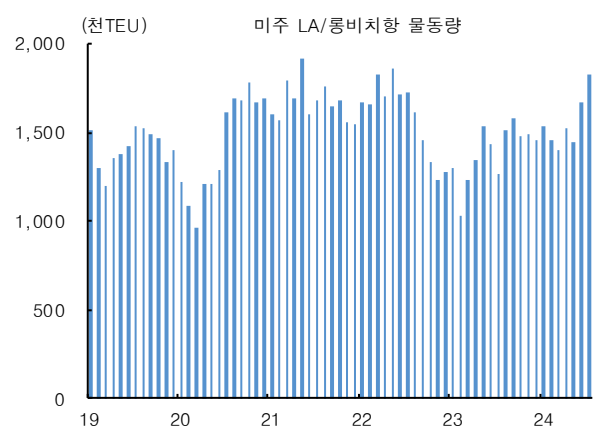
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 10] 미주 항로 물동량은 기대 이상으로 증가하고 있음



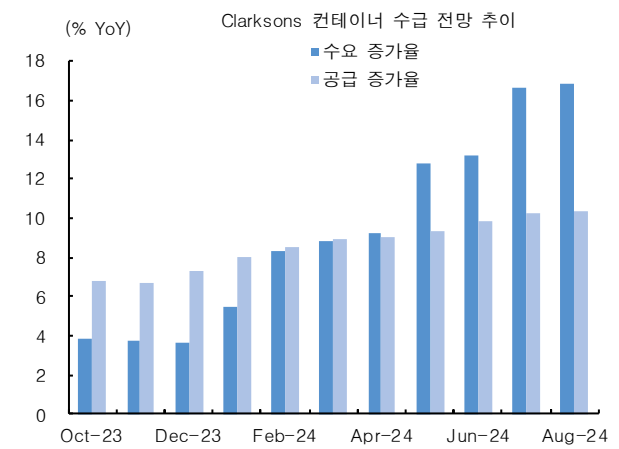
자료: Clarksons, 한국투자증권

[그림 11] 10월 미국 항만노조 파업 가능성에도 주의할 필요



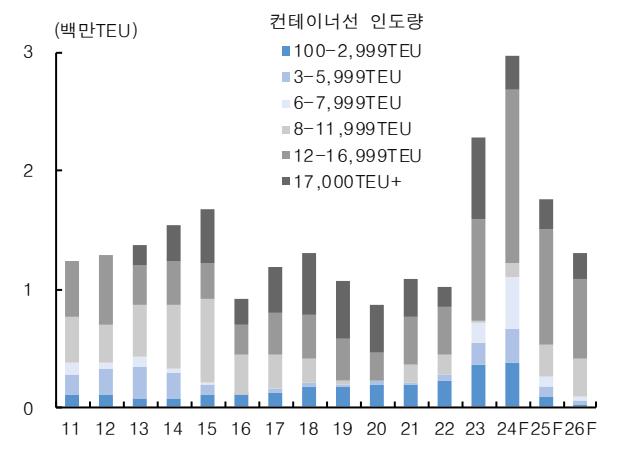
자료: PMSA, 한국투자증권

[그림 12] 홍해 사태의 파급력은 연초 예상을 크게 뛰어넘고 있음



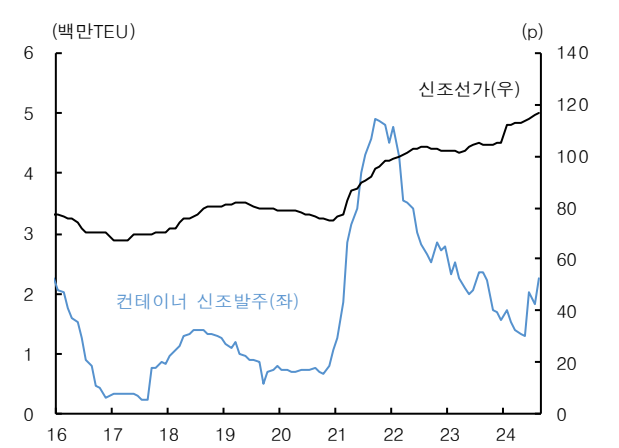
자료: Clarkson's, 한국투자증권

[그림 13] 신규 선박 인도량은 올해를 피크로 2026년까지 감소



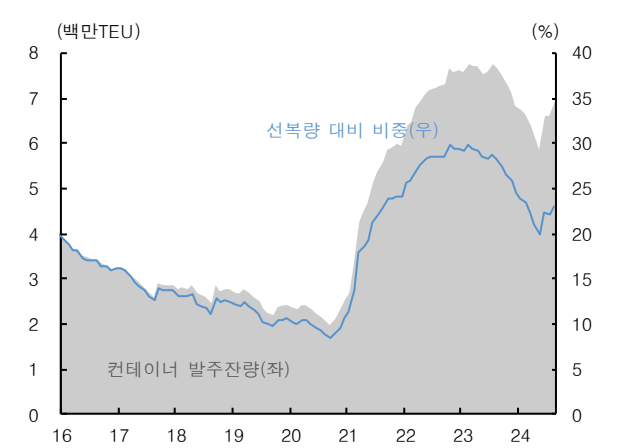
자료: Clarkson's, 한국투자증권

[그림 14] 그러나 올해 홍해 사태 수혜로 막대한 이익이 생기면서 선사들은 신규 선박투자를 빠르게 확대하고 있음



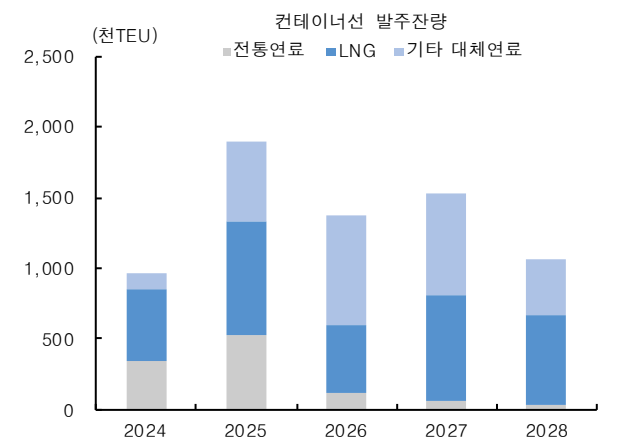
자료: Clarkson's, 한국투자증권

[그림 15] 이에 따라 컨테이너 발주잔량은 2년여 만에 다시 증가



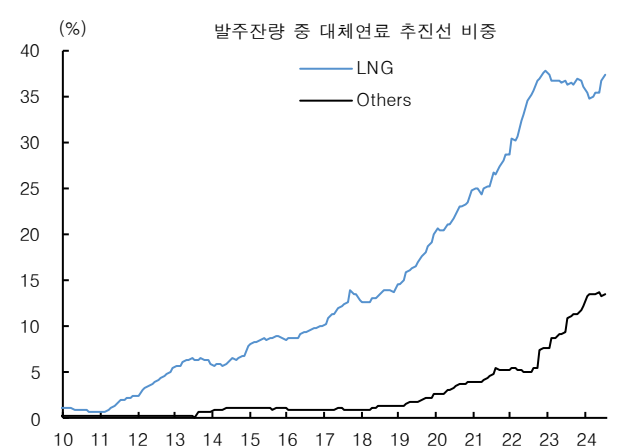
자료: Clarkson's, 한국투자증권

[그림 16] 다만 최근 투자는 중장기 친환경 선박 전환을 위한 결정 2027년 중기 결합조치 이후 혼란을 방지하기 위함



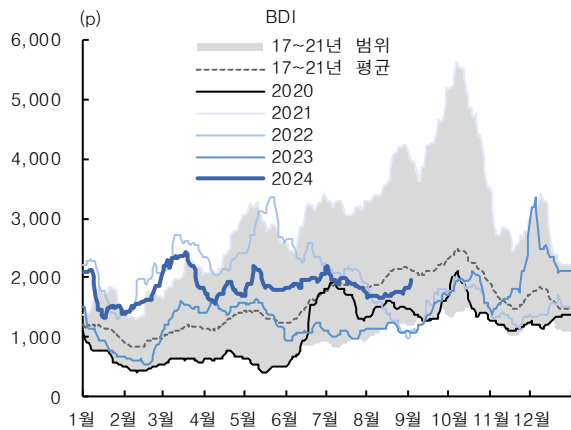
자료: Clarkson's, 한국투자증권

[그림 17] 친환경 선박 투자는 더 이상 미룰 수 없는 상황이기 때문



자료: Clarkson's, 한국투자증권

[그림 18] BDI는 최근 반등했지만 아직 2,000p를 하회하는 수준



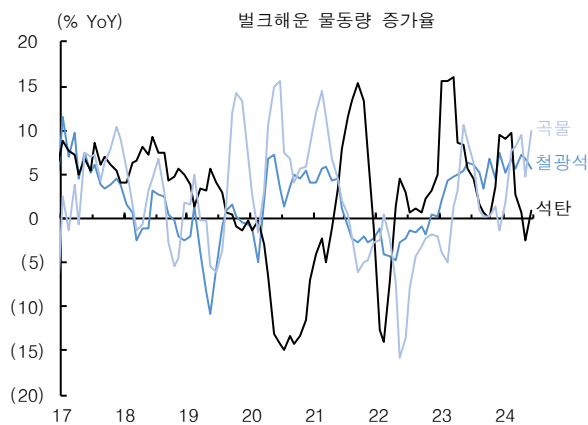
자료: Clarksons, 한국투자증권

[그림 19] 팬오션과 BDI 간의 괴리는 갈수록 커지고 있음



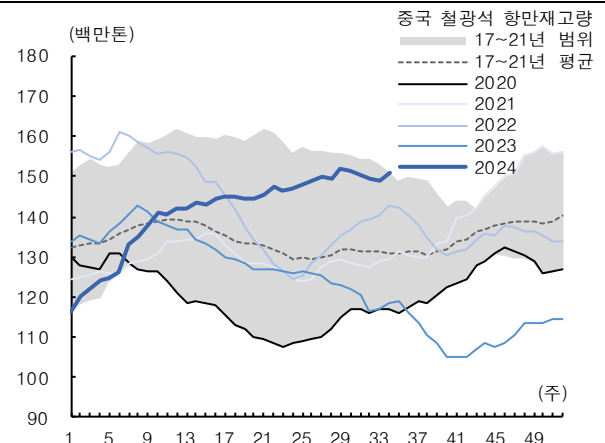
자료: Clarksons, 한국투자증권

[그림 20] 올해 건화물 수요는 전년대비 증가하며 건조하지만



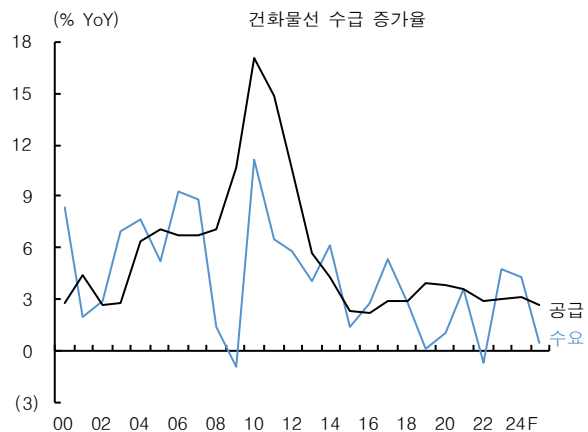
자료: Clarksons, 한국투자증권

[그림 21] 중국 경기 회복은 체감되지 않아 BDI 강세도 과소평가 실제로 철광석 재고가 늘어나는 점은 불안요인



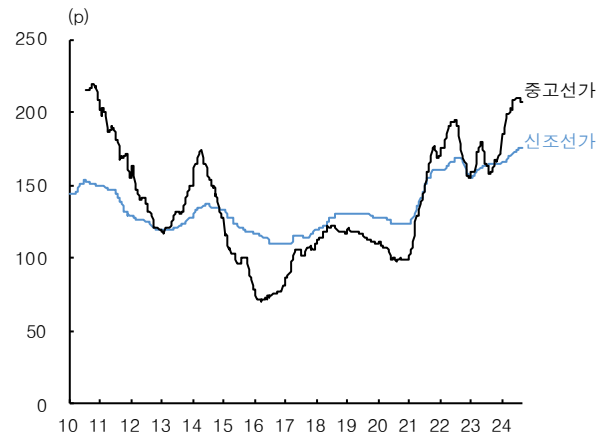
자료: 중국 해관총서, 한국투자증권

[그림 22] 대신 컨테이너와 다르게 공급 증가 여력은 제한적



자료: Clarksons, 한국투자증권

[그림 23] 중고선가가 더 상승하는 건 그만큼 공급이 부족하기 때문



자료: Clarksons, 한국투자증권

〈표 1〉 글로벌 컨테이너 해운선사 밸류에이션 비교

(단위: 백만달러, %, 배)

		HMM	Maersk	Hapag-Lloyd	China COSCO	Evergreen	Yang Ming	Wan Hai	ZIM	Matson	평균
시가총액(백만달러)		10,009	24,387	29,534	26,780	12,683	7,043	7,043	2,425	4,558	
PER (배)	2023A	11.7	7.9	8.1	4.8	8.6	37.4	NM	NM	13.2	13.1
	2024F	4.1	6.5	16.2	4.2	3.7	5.2	5.6	1.5	12.3	6.6
	2025F	15.7	97.4	60.5	11.0	10.7	22.4	29.5	NM	15.0	32.8
PBR (배)	2023A	0.6	0.5	1.3	0.6	0.7	0.6	0.7	0.5	1.6	0.8
	2024F	0.6	0.4	1.3	0.7	0.7	0.7	0.9	0.6	NM	0.7
	2025F	0.6	0.4	1.5	0.7	0.7	0.7	NM	0.7	NM	0.8
ROE (%)	2023A	4.6	6.5	12.6	12.0	7.1	1.5	(2.7)	(64.6)	12.6	(1.1)
	2024F	13.2	7.5	7.8	18.5	19.7	13.9	15.5	47.0	15.1	17.6
	2025F	4.0	0.6	3.9	8.4	10.4	3.1	5.0	1.6	12.3	5.5
EV/ EBITDA (배)	2023A	3.3	2.5	4.7	2.3	4.2	1.0	8.8	NM	5.6	4.0
	2024F	0.4	3.3	6.8	2.1	2.2	0.6	109.2	2.1	7.7	14.9
	2025F	1.3	5.2	9.9	4.4	4.2	1.5	204.9	4.5	8.9	27.2
매출 증가율 (% YoY)	2023A	(54.8)	(37.4)	(48.1)	(55.1)	(55.9)	(62.6)	(61.3)	(58.9)	(28.7)	
	2024F	34.1	4.8	(2.8)	26.8	50.6	46.7	51.6	48.4	8.6	
	2025F	(19.4)	(7.9)	(5.2)	(13.7)	(17.0)	(19.3)	(18.0)	(19.8)	(2.1)	
영업 이익률 (%)	2023A	7.0	6.9	14.0	12.9	12.6	(1.2)	(6.3)	(48.5)	11.1	0.9
	2024F	24.5	7.4	9.9	21.2	27.3	24.1	24.4	24.3	13.4	19.6
	2025F	8.5	1.1	3.1	7.5	13.1	8.4	10.2	4.8	10.5	7.5
EPS 증가율 (% YoY)	2023A	(91.9)	(85.8)	(82.8)	(78.4)	(80.8)	(97.4)	NM	NM	(69.1)	
	2024F	146.8	0.1	(46.3)	58.0	198.6	774.1	NM	NM	33.6	
	2025F	(74.2)	(93.3)	(73.2)	(62.0)	(65.8)	(76.7)	(81.0)	NM	(17.9)	

주: 9월 2일 종가 기준  
자료: Bloomberg, 한국투자증권

〈표 2〉 글로벌 벌크 해운선사 밸류에이션 비교

(단위: 백만달러, %, 배)

		팬오션	대한해운	China COSCO	NYK	K-Line	MOL	Pacific Basin	Golden Ocean	Star Bulk	Navios Maritime	Diana Shipping	평균
시가총액(백만달러)		1,428	456	26,703	16,194	12,852	9,882	1,435	2,474	2,518	1,652	313	
PER (배)	2023A	8.2	9.8	4.8	8.7	6.4	13.9	15.7	16.5	13.9	2.1	8.6	9.9
	2024F	4.7	3.0	4.2	5.2	5.5	6.4	9.8	9.8	5.9	3.7	10.0	6.2
	2025F	4.4	4.7	11.0	9.0	8.9	15.3	6.7	7.7	5.9	3.3	2.8	7.2
PBR (배)	2023A	0.4	0.4	0.6	0.7	0.7	0.9	1.0	1.0	1.1	0.3	0.8	0.7
	2024F	0.4	0.3	0.7	0.8	0.7	0.9	0.8	1.2	1.0	0.5	NM	0.7
	2025F	0.3	0.3	0.7	0.7	0.7	0.9	0.7	1.2	1.0	0.5	NM	0.7
ROE (%)	2023A	5.3	4.4	12.0	8.9	12.2	6.7	5.9	5.8	9.4	17.0	10.4	8.9
	2024F	8.3	11.8	18.5	14.8	14.8	15.6	7.8	15.0	19.2	0.2	7.4	12.1
	2025F	8.3	6.9	8.4	7.5	8.5	6.2	11.0	18.5	17.8	0.1	25.5	10.8
EV/ EBITDA (배)	2023A	3.9	7.7	2.3	8.4	14.0	11.4	5.5	9.0	7.5	3.7	5.8	7.2
	2024F	3.1	5.7	2.1	8.3	12.3	10.0	4.7	7.5	5.6	4.1	6.3	6.3
	2025F	2.8	6.3	4.4	8.8	11.6	10.7	3.9	6.9	5.4	3.8	4.0	6.2
매출 증가율 (%)	2023A	(32.1)	(13.3)	(55.1)	(8.7)	1.0	2.1	(30.0)	(20.4)	(33.9)	8.0	(9.6)	
	2024F	7.1	25.9	26.8	6.4	8.9	5.8	7.4	(8.3)	12.9	0.2	(8.0)	
	2025F	4.1	(10.3)	(13.7)	(5.1)	(0.2)	(2.3)	3.9	3.0	7.2	8.7	39.8	
영업 이익률 (%)	2023A	8.8	17.9	12.9	7.3	6.3	8.8	5.1	21.3	25.1	39.6	32.7	16.9
	2024F	10.6	19.8	21.2	8.9	7.6	10.1	5.8	45.5	44.8	43.6	34.8	23.0
	2025F	10.7	18.6	7.5	8.6	8.2	9.3	7.8	48.3	44.0	44.2	54.6	23.8
EPS 증가율 (% YoY)	2023A	(63.9)	(56.6)	(78.4)	(76.5)	(67.2)	(83.1)	(84.9)	(75.7)	(68.2)	(23.7)	(67.6)	
	2024F	65.4	186.7	58.0	110.4	31.8	129.6	33.3	124.8	104.2	1.9	(43.2)	
	2025F	7.9	(35.6)	(62.0)	(41.8)	(38.7)	(58.0)	46.4	26.4	1.1	12.3	260.0	

주: 9월 2일 종가 기준  
자료: Bloomberg, 한국투자증권

〈표 3〉 커버리지 valuation

투자의견 및 목표주가			실적 및 Valuation										
종목				매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
팬오션 (028670)	투자의견	매수	2022A	6,420	790	677	1,267	8,404	4.5	0.68	16.7	3.0	2.6
	목표주가(원)	6,000	2023A	4,361	386	245	458	8,817	8.2	0.42	5.3	3.9	2.3
	현재가 (9/5,원)	3,540	2024F	4,670	496	405	757	9,529	4.7	0.37	8.3	3.1	4.2
	시가총액(십억원)	1,892	2025F	4,859	520	437	817	10,281	4.3	0.34	8.3	2.8	4.8
			2026F	5,113	556	469	877	11,093	4.0	0.32	8.2	2.5	4.8
대한해운 (005880)	투자의견	매수	2022A	1,612	268	158	507	4,829	4.3	0.45	11.2	7.3	0.0
	목표주가(원)	2,600	2023A	1,397	250	68	220	5,088	9.8	0.42	4.4	7.7	0.0
	현재가 (9/5,원)	1,841	2024F	1,759	348	201	631	5,718	2.9	0.32	11.8	5.7	0.0
	시가총액(십억원)	587	2025F	1,577	293	130	406	6,124	4.5	0.30	6.9	6.3	0.0
			2026F	1,605	308	151	473	6,598	3.9	0.28	7.5	5.9	0.0
HMM (011200)	투자의견	중립	2022A	18,583	9,949	10,117	20,621	42,490	0.9	0.46	65.0	0.1	6.1
	목표주가(원)	—	2023A	8,401	585	969	1,667	31,115	11.7	0.63	4.6	3.3	3.6
	현재가 (9/5,원)	16,800	2024F	11,265	2,756	2,972	4,113	26,708	4.1	0.63	13.2	0.4	6.0
	시가총액(십억원)	12,583	2025F	9,078	774	936	1,063	26,253	15.8	0.64	4.0	1.3	4.2
			2026F	9,069	790	770	874	26,427	19.2	0.64	3.3	1.4	4.2

자료: 각 사, 한국투자증권

〈표 4〉 대체연료 추진선 현황

	Alternative Fuel Type					Alternative Fuel 'Ready'		
	LNG	Methanol	LPG	Battery Fitted	Others	Ammonia	Methanol	LNG
현재 선박 수	1,177	39	128	580	192	132	78	521
전체 선박 대비(%)	1.1	<0.1	0.1	0.5	0.2	0.1	0.1	0.5
전체 선복량 대비(%)	5.9	0.1	0.4	0.3	0.5	0.6	0.2	3.5
발주 선박 수	988	262	127	400	153	297	422	141
전체 발주 선박 대비(%)	15.3	4.1	2.0	6.2	2.4	4.6	6.5	2.2
전체 발주선량 대비(%)	36.9	9.2	2.1	2.0	2.6	10.0	8.4	2.9

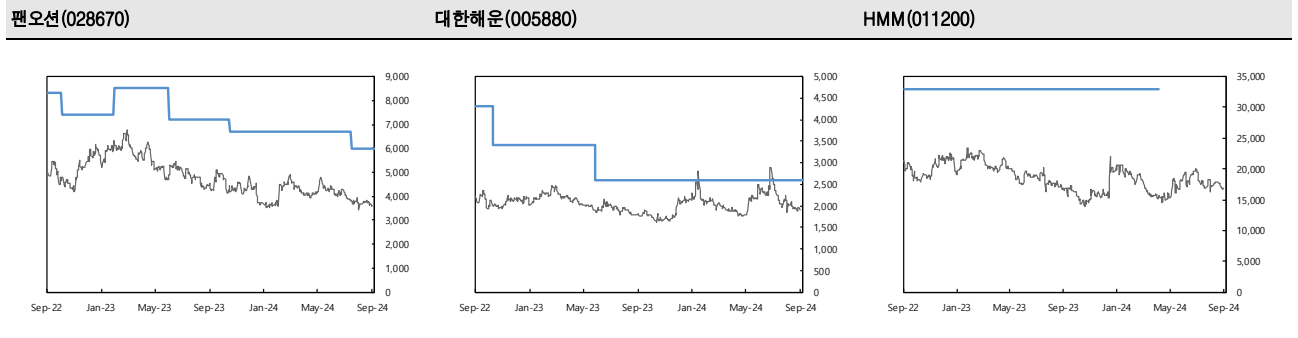
자료: Clarksons, 한국투자증권

## ■ 용어해설

- SCFI(Shanghai Containerized Freight Index): 상하이 수출컨테이너 운송시장 15개 항로의 스팟운임을 반영한 운임지수
- CCFI(China Containerized Freight Index): 중국 교통부가 주관하고 상하이 항운교역소가 집계하는 중국발 컨테이너 운임지수
- BDI(Baltic Dry Index): 발틱해운거래소가 산출하는 건화물선 해운 운임지수로 석탄·곡물·철광석 등 포장 없이 벌크선으로 운송하는 원자재에 대한 운임을 비교평가함
- 용선: 화물을 운송하기 위해 빌린 선박
- 사선: 화물을 운송하기 위해 직접 소유하고 있는 선박
- IMO(International Maritime Organization): 선박의 항로, 교통규칙, 항만시설 등을 국제적으로 통일하기 위해 설치된 유엔 전문기구. 해운업계의 온실가스 배출 억제를 위한 환경규제를 주도적으로 시행하고 있음

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율		종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비					평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
팬오션 (028670)	2022.07.20	매수	8,300원	-35.9	-28.9	HMM (011200)	2022.10.14	매수	3,400원	-36.9	-27.2
	2022.10.07	매수	7,400원	-28.6	-16.6		2023.05.31	매수	2,600원	-25.1	8.1
	2023.02.01	매수	8,500원	-32.6	-20.5		2024.05.31	1년경과	-	-	-
	2023.06.05	매수	7,200원	-33.7	-24.0		2022.07.21	매수	33,000원	-37.5	-21.2
	2023.10.19	매수	6,700원	-37.6	-27.0		2023.07.21	1년경과	-	-48.2	-33.0
	2024.07.19	매수	6,000원	-	-		2024.04.09	종립	-	-	-
대한해운 (005880)	2022.05.27	매수	4,300원	-43.7	-26.3						



### Compliance notice

- 당사는 2024년 9월 6일 현재 대한해운, HMM, 팬오션 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 HMM 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

### 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

### 투자등급 비율 (2024. 6. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
84.3%	15.7%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

### 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.