

그림1.

iM증권 리서치본부

[해상 운송]

Neutral

해운 선사는 트럼프가 밉다



iM증권

2025.04.07

In-Depth Report

[건설/운송]

배세호 2122-9178

Seho.bae@imfnsec.com



CONTENTS

[산업분석]

I . Summary	4
II . 해운: 트럼프발 변동성 확대	5
III . 선종별 시황 분석	21

[기업분석]

현대글로벌비스 (086280)	33
HMM(011200)	45
팬오션 (028670)	62



산업분석

I. Summary

II. 해운: 트럼프발 변동성 확대

관세 부과는 장기적으로 물동량 감소로 운임 하락 효과

- 컨테이너: 물동량 감소로 하락 예상
- 벌크: 톤-마일 소폭 늘어나나, 시황에 큰 영향 없을 것
- VLCC/LNG는 미미하지만 가스선 시장은 큰 영향
- PCC: 미국향 자동차 물동량 감소 예상

USTR의 중국 조선업 규제

III. 선종별 시황 분석

컨테이너: 운임 하락 트렌드 돌입

PCTC: 공급 증가로 운임 하락 중

벌크 해운: 당분간 약세 이어질 것

I . Summary

미국의 관세 정책, 그리고 중국 조선업 규제(예정)로 현재 해운 시장은 극심한 불확실성 속에 놓여있다. 해운에 대한 투자 의견을 Neutral로 제시한다. 미국은 4월 2일 상호관세 정책을 발표했으며, 해운 무역 관점에서 컨테이너, 벌크, 에너지, 자동차 모두 물동량 감소 효과를 가져올 것으로 예상된다. 이번 관세 정책(중국의 보복 관세 포함)은 전체 해상 무역에서 물동량 3.7%가 영향을 받을 것으로 예상된다. 톤-마일 관점에서는 4.3%에 해당한다. 부문별로 글로벌 컨테이너 물동량 11%가 영향권에 들어가며, 컨테이너 무역이 가장 큰 피해를 입을 것으로 예상된다.

USTR의 중국 조선업 규제도 근시일 내로 확정될 것으로 예상된다. USTR은 2025년 2월 선사의 중국산 선박 비중에 따라 미국 항구 기항당 50~350만달러의 수수료를 부과하는 것이다. 정확한 규정이 명시화되지 않아 분석의 한계가 있지만 해당 규제는 선사들에게 과도한 페널티를 부과하는 것이며, 컨테이너 운임의 경우 페널티 효과로 30% 이상 상승할 수 있다. USTR 중국 조선업 규제는 2월 발표안보다 크게 하향 조정될 가능성이 높다고 판단한다.

규제 효과를 감안하여 선종별로 시황을 분석했다. 컨테이너, PCC 시황의 경우 공급 과잉이 지속되고 있어 운임 하락 트렌드에 접어들었다고 판단한다. 벌크는 수급의 밸런스가 잡혀있지만 중국의 산업 경기 부진으로 큰 폭의 운임 상승을 기대할 수 없다고 판단한다.

현대글로벌비스(Buy/목표주가 160,000원), HMM(Hold/목표주가 21,000원)의 커버리지를 개시한다. 현대글로벌비스는 미국의 관세 정책에 따른 PCC 시황 악화가 예상되지만, 현대차그룹과의 장기계약(2025~2029년) 효과로 PCC 부문의 이익 성장이 예고 되어있다. 주주환원정책 강화로 배당금의 안정적인 우상향도 기대된다(2025년 회계연도 기준 배당수익률 4%). 최근 주가 하락에 따라 밸류에이션 매력도 높아져(12M Fwd P/E 6.2배, P/B 0.86배) 매수를 추천한다.

HMM은 컨테이너 선복량 증가 추세와 미국의 상호관세 정책에 따라 글로벌 컨테이너 물동량 감소와 운임 하락이 예상되어 투자 의견을 Hold로 제시한다. 다만 USTR 중국 조선업 규제가 2월 발표안만큼 강력하다면 컨테이너 선사 중 가장 큰 수혜를 입을 것으로 예상되어 추정치가 큰 폭으로 변경될 수 있다.

표1. 해운 업체 커버리지 투자 의견 및 Valuation

종목	투자 의견	목표주가 (원)	현재 주가 (원)	12m fwd EPS(원)	12m fwd BPS(원)	12m fwd EBITDA(십억원)	12m fwd P/E	12m fwd P/B	12m fwd EV/EBITDA
★현대글로벌비스	Buy	160,000	118,100	18,763	135,690	2,646	6.2	0.86	3.0
HMM	Hold	21,000	19,600	2,598	32,578	2,633	7.5	0.60	2.8
팬오션	Buy	5,800	3,350	676	11,467	951	5.1	0.31	3.0

자료: iM증권 리서치본부

해운: 트럼프발 변동성 확대

미국의 관세 정책은 물동량 감소로 이어질 것

1) 관세 부과는 장기적으로 물동량 감소로 운임 하락 효과

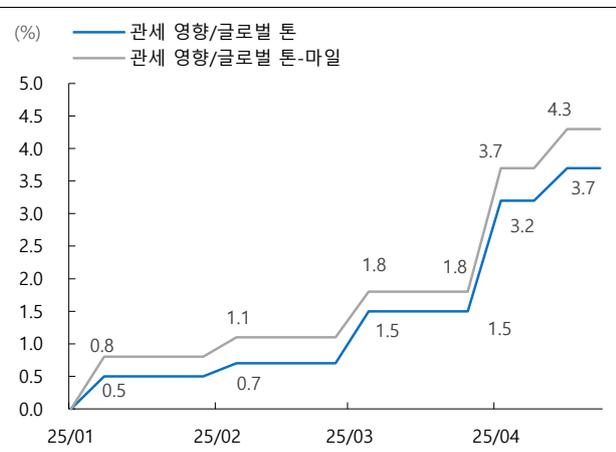
미국 무역대표부(USTR)은 4월 2일 상호관세 정책을 발표했다. 미국이 주장하는 각국의 대미 관세율의 절반을 산정했으며, 중국 34%, EU 20%, 일본 24%, 한국 25% 등을 매겼다. 상호관세율은 미국이 상대국과의 교역에서 기록한 무역적자를 수입액으로 나눈 값이다. 그리고 자동차, 철강 등 이미 25%의 관세를 부과한 품목에 대해서는 상호관세를 적용하지 않는다고 밝혔다.

이번 관세 정책(중국의 보복 관세 포함)은 전체 해상 무역에서 약 3.7%가 영향을 받는다. 톤-마일 관점에서는 4.3%에 해당한다. 이번 미국의 상호관세 적용으로 에너지, 벌크, 컨테이너 모두 영향을 받지만 상대적으로 미국향 수출 품목이 많은 컨테이너 물동량이 큰 영향을 받을 것으로 예상된다. 컨테이너 물동량의 경우 이번 관세 정책은 글로벌 물동량에서 11%를 차지한다.

또한 트럼프의 관세 정책에 맞춰 상대국의 보복 관세 정책을 야기하기 때문에, 미국향 수출입 물동량은 큰 폭으로 감소할 수 있다. 실제 2018년 트럼프 행정부 1기 시절 중국은 미국의 관세 정책에 대항하여, 미국산 제품에 대하여 같은 규모의 관세를 부과했다. 물동량은 2018년 하반기~2019년 감소한 바 있다.

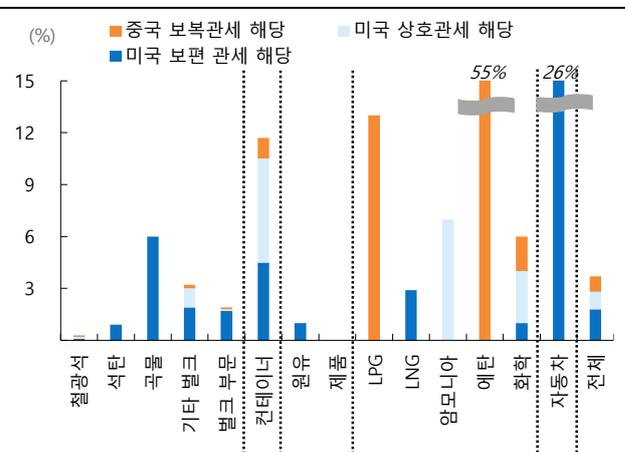
다만 USTR이 발표한 관세율이 과도하고, 각국의 보복 조치, 미국향 투자 발표 등을 감안하면 향후 관세율은 일부 인하 가능성이 높다고 판단한다.

그림2. 해상무역에서의 미국의 관세 영향/글로벌 톤 비중



자료: CEIC, iM증권 리서치본부

그림3. 해상무역에서의 제품별 관세 영향 물동량/글로벌 물동량



자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

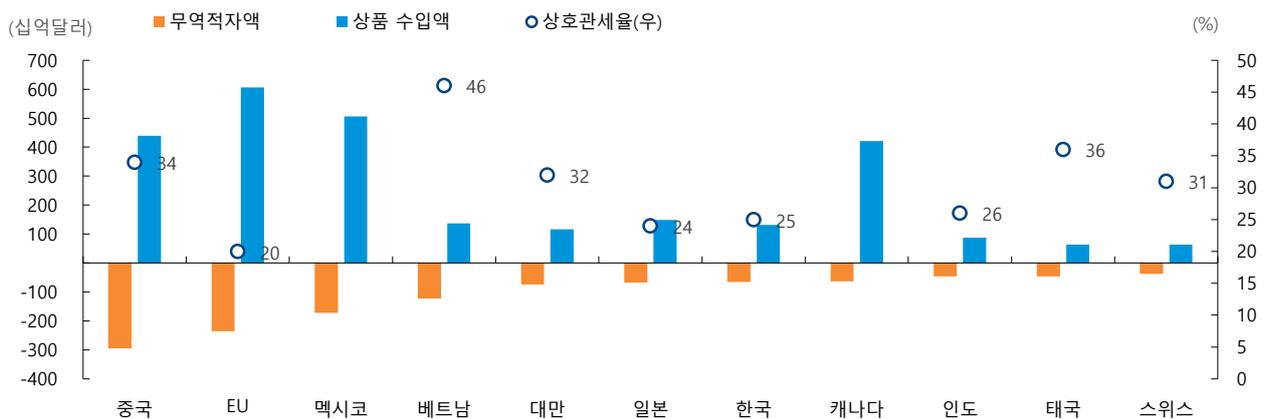
상호관세(Reciprocal Tariff)는 국가 간 무역에서 상대 국가가 자국 상품에 매기는 관세율만큼을 상대국가에 동일하게 적용하는 것을 말한다. 일반적으로 상대 국가가 자국 특정 상품에 매기는 관세율을 상대 국가의 상품에 대해서도 동일하게 책정한다. 하지만 트럼프 행정부가 의미하는 ‘상호관세’의 개념은 일반적인 개념에서 더욱 광의의 개념으로 확대된다.

이번 미국이 각국에 부과한 상호관세율은 주요 국가 기준으로 베트남, 중국, 대만, 인도, 한국, 일본 순서로 높게 부과됐는데, 상호관세율을 미국의 상품 무역적자액을 상품 수입액으로 나눈 값으로 산출했기 때문이다. 결국 미국향 상품 순수출이 많은 중국, 대만, 베트남이 큰 피해를 입었다. 그리고 미국향 상품 수출은 컨테이너 품목이 대부분이다.

또한 자동차 철강, 알루미늄 등 특정 상품에 대해서는 모든 국가에 대해 보편적으로 25%의 관세를 적용했다. 자동차의 경우 2024년 기준 전체 2,195억달러 수입 중 국가별로 EU+UK(25%), 멕시코(23%), 일본(19%), 한국(17%), 캐나다(13%)로 비중 순을 기록했다. 철강 제품의 경우 2024년 전체 254억달러 수입 중 캐나다(28%), 브라질(14%), 멕시코(12%), 한국(11%) 순으로 수입 금액이 많았다. 해당 품목에서의 미국향 물동량 감소가 예상된다.

향후 관세 부과 리스크가 있는 의약품의 경우에도 중국, 인도, EU의 비중이 압도적으로 높다. 전반적으로 트럼프의 특정 제품에 대한 관세 정책은 EU, 멕시코, 중국, 한국의 영향이 클 것으로 예상된다.

그림4. 2024년 미국 무역 적자 국가(1~11위)



자료: USTR, iM증권 리서치본부

주: 캐나다와 멕시코는 25% 관세율을 유예 중

2024년 기준 미국의 주요 수출입 상대는 1위 EU, 2위 멕시코, 3위 캐나다, 4위 중국, 5위 일본 순이다. 육상 이동이 많은 멕시코와 캐나다를 제외하고 글로벌 상호 관세 부과로 해상 무역 관점에서는 큰 영향을 미칠 것으로 예상된다. 아시아 출발 → 미국 도착의 경우 컨테이너, 미국 출발 → 아시아 국가의 경우 벌크, 탱커 선사 영향이 클 것으로 예상된다.

미국은 EU로부터 주로 자동차, 기계류, 화학 제품, 의약품 등을 수입하며 이는 대부분 컨테이너선이 활용된다. EU는 미국으로부터 주로 원유 등 에너지를 수입한다.

미국은 멕시코와 캐나다로부터 주로 에너지를 수입하고 있다. 멕시코의 경우 탱커선을 이용한 해상 수출이 주를 이루고 있다. 캐나다의 경우 일부 해상 무역이 있지만 90% 이상이 육상 파이프를 통해 원유를 수출하고 있다. 해상 무역 관점에서는 멕시코의 관세 이슈가 더욱 중요하다. 멕시코와 캐나다는 미국으로부터 원유 제품, 알루미늄 등 원재료 등을 수입한다. 다만 원유 등 에너지는 이번 미국의 관세 적용에 제외됐다.

한국, 일본, 중국을 포함한 아시아 국가로부터 전자제품, 자동차, 기계류, 의류, 가구, 화학 제품 등을 수입하며 이들 품목 역시 대부분 컨테이너선을 이용한다. 대부분 컨테이너선, 항공화물을 활용한다는 점에서 글로벌 해상 무역에 미치는 영향이 매우 크다. 아시아 국가들은 미국으로부터 에너지, 곡물 등을 수입한다.

표2. 미국의 주요 무역 상대와 수출입 금액(2024년, 계절조정 X)

순위	국가	수출(백만달러)	수출 비중(%)	수입(백만달러)	수입 비중(%)	합계	비중(%)
1	EU	367,626	18.2	576,314	18.7	943,940	18.5
2	멕시코	322,742	16.0	475,216	15.4	797,958	15.7
3	캐나다	354,356	17.6	418,619	13.6	772,975	15.2
4	중국	147,778	7.3	426,885	13.9	574,663	11.3
5	일본	75,683	3.8	147,238	4.8	222,921	4.4
6	한국	65,056	3.2	116,154	3.8	181,210	3.6
7	대만	39,957	2.0	87,767	2.8	127,724	2.5
8	베트남	9,843	0.5	114,426	3.7	124,269	2.4
9	영국	74,315	3.7	64,217	2.1	138,532	2.7
10	인도	40,375	2.0	83,686	2.7	124,061	2.4
11	브라질	44,639	2.2	39,066	1.3	83,705	1.6
12	싱가포르	42,447	2.1	40,924	1.3	83,371	1.6

자료: United States Census Bureau, iM증권 리서치본부

표3. 미국의 수입 물품 중 국가별 상호 관세 영향(백만톤)

국가	미국의 해상 무역 수입(백만톤)	관세 영향 수입량(백만톤)	미국의 해당 국가 상호관세율
중국	67.6	66.1	34%
EU	64.3	41.4	20%
캐나다	56.7	-	N/A
멕시코	41.3	-	N/A
브라질	38.2	19.7	10%
한국	21.7	11.4	20%
베트남	20.6	15.3	46%
사우디	19.7	2.5	10%
콜롬비아	18.0	2.5	10%
인도	16.6	12.7	26%
터키	14.6	5.0	10%
이라크	13.3	0.0	39%
베네수엘라	13.4	0.3	15%
일본	10.4	7.7	24%
나이지리아	9.2	1.5	36%
태국	8.8	8.8	38%
전체	584.4	281.3	11%

자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

표4. 미국의 수입 물품 중 지역별 상호 관세 영향(백만톤)

국가	미국의 해상 무역 수입(백만톤)	관세 영향 수입량(백만톤)	미국의 해당 지역 상호관세율(평균)
EU	64.3	41.6	20%
동아시아	107.6	90.9	24%
동남아	46.7	39.6	31%
북미	125.0	21.3	9%
아프리카	30.1	10.8	15%
중동	46.5	8.5	16%
Non-EU Europe	32.5	15.3	16%
남아시아	19.5	15.7	22%
중남미	105.8	33.4	12%
오세아니아	4.3	3.9	13%
전체	584.4	281.3	11%

자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

해상 무역 측면에서 미국 수출입 상위 2위 멕시코, 3위 캐나다의 관세 영향은 크지 않을 것으로 예상된다. 미국과 가까운 지리적 특성으로 톤-마일이 매우 제한적이다. 다만 중국(미국의 수출입 4위)에 대한 관세 정책은 톤-마일 관점에서 컨테이너, 탱커, 벌크 부문에서 큰 영향을 미칠 것으로 예상된다. 미국은 물동량 기준으로 글로벌 물동량 중 수입은 5%, 수출은 7%를 담당하고 있다.

중국 → 미국의 경우 컨테이너 품목이 많은데, 2024년 기준 약 6,270만톤의 물동량을 기록했다. 글로벌 무역량 기준 약 3.2%를 차지하며, 톤-마일로 환산했을 시 6% 이상을 차지할 것으로 예상된다.

미국 → 중국의 경우 주로 곡물, 석탄, 원유, 가스를 주로 수출한다. 벌크선을 이용하는 곡물, 석탄의 경우 물동량이 약 5,880만톤에 해당하며 이는 글로벌 물동량에서 약 1%를 차지하지만, 톤-마일 관점에서는 2% 이상을 차지할 것으로 예상된다. 원유의 경우 글로벌 물동량 기준 0.3%, 톤-마일 관점에서 1% 미만일 것으로 보이며, 가스의 경우 글로벌 물동량에서 약 13.4%를 차지하는데, 톤-마일 관점에서는 30% 수준일 것으로 예상된다. 결과적으로 중국의 미국산 곡물, 석탄, 가스 관세 정책은 글로벌 벌크, 가스 선사에게 영향을 미칠 것으로 예상된다.

EU는 컨테이너, 벌크, 탱커, 가스 모든 부문에서 영향권이지만, 현실적으로 EU의 러시아 제재를 감안했을 때, 미국산 원유, 가스 물동량이 줄어들 가능성은 적다.

표5. 중국, 캐나다, 멕시코, EU에 대한 미국 해상 수출입 규모

(백만톤)	미국 수입 from 중국	미국 수출 to 중국	미국 수입 from 캐나다	미국 수출 to 캐나다	미국 수입 from 멕시코	미국 수출 to 멕시코	미국 수입 from EU	미국 수출 to EU	미국 수출입 with 중국, 캐나다, EU	% Global
① 컨테이너	62.7	15.6	0.8	0.1	2.1	0.9	31.3	12.3	125.7	6.5%
② 벌크 부문	1.1	58.8	25.9	4.0	4.3	16.0	15.0	39.1	173.5	3.0%
- 철광석	-	1.2	2.0	5.9	-	-	0.3	0.8	10.2	0.6%
- 석탄	-	10.5	0.3	3.3	-	-	0.1	18.6	32.8	2.5%
- 곡물	-	40.2	0.7	-	-	10.0	0.4	7.6	58.8	10.8%
- 기타 벌크	1.1	6.8	23.0	4.0	4.3	6.0	14.3	12.1	71.6	3.2%
③ 탱커 부문	-	8.8	24.6	14.8	32.6	27.4	14.7	82.1	190.3	6.2%
- 원유	-	8.6	10.9	9.8	24.7	-	0.0	69.3	123.3	6.2%
- 제품	-	0.1	13.8	5.0	7.9	27.4	14.7	12.8	67.0	6.2%
④ 가스 부문	-	26.9	-	-	-	4.2	0.0	46.6	77.8	13.6%
- LPG	-	17.9	-	-	-	3.6	0.0	7.7	29.2	21.9%
- LNG	-	4.2	-	-	-	0.2	0.0	38.3	42.7	10.3%
Total	67.4	112.6	55.7	29.3	41.3	54.8	67.1	196.4	624.8	4.9%
% 글로벌 톤	0.5%	0.9%	0.4%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%	1.6%	4.9%	
% 글로벌 톤-마일	1.0%	1.6%	<0.1%	<0.1%	<0.1%	<0.1%	0.4%	1.4%	4.3%	

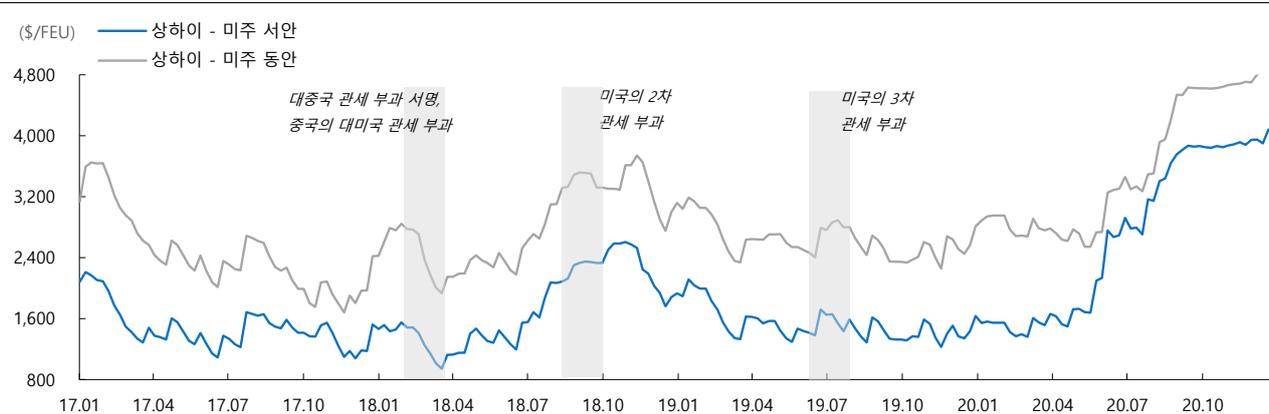
자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

컨테이너: 물동량 감소로 하락 예상

컨테이너 운임은 장기적으로 물동량 감소로 하락할 것으로 보인다. 2018년 트럼프 1기 시절 미국 행정부는 대중국 알루미늄, 철강 등 품목에 대하여 추가 관세를 부과했다. 중국도 이에 대응하여 미국산 자동차, 대두 등 수입품에 대해 추가 관세를 부과했다. 양국의 무역 전쟁은 2018년 내내 지속되었고, 물동량은 2018년 하반기~2019년 감소했다. 2019년 중국의 대 미국 수출/수입 금액은 약 5,400억달러로 전년대비 15% 감소했고, 2019년 미국의 LA/LB 항만의 인바운드/아웃바운드 물동량은 847만TEU로 전년대비 6% 감소했다.

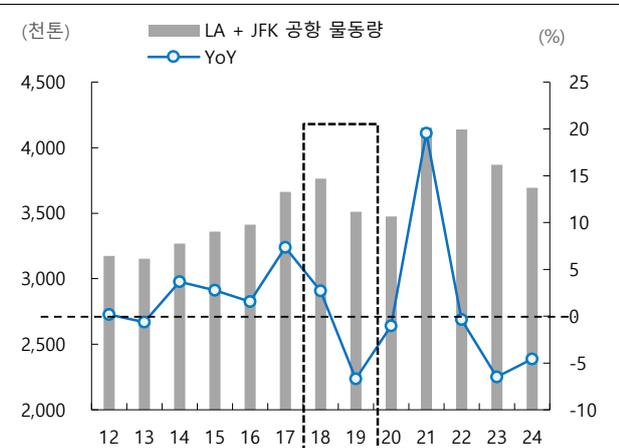
하지만 당시 물동량 감소 추이와 다르게 컨테이너 운임은 크게 상승했다. 2018년 800달러/FEU 수준이었던 상하이 - 미주 서안 운임은 양 국 갈등이 심화되며 2,500달러/FEU로 3배 상승한 바 있다. 본격적인 관세 부과에 앞서 화주들의 선제적 재고 확보가 이뤄졌던 탓이다. 하지만 현재의 상황에서는 이미 2024년말부터 트럼프 당선에 따른 화주들의 선제적 재고 축적이 이루어져 운임 상승 효과는 제한적일 것으로 예상된다.

그림5. 트럼프 1기 컨테이너 운임 추이(2017~2020년)



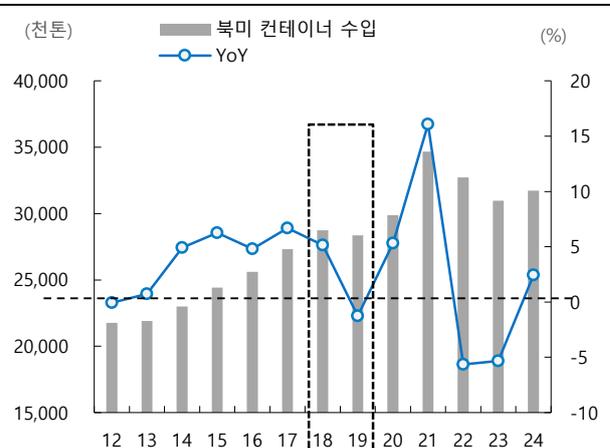
자료: Clarksons iM증권 리서치본부

그림6. 미국 LA, JFK 공항 물동량 추이



자료: CEIC, iM증권 리서치본부

그림7. 북미 컨테이너 수입 추이



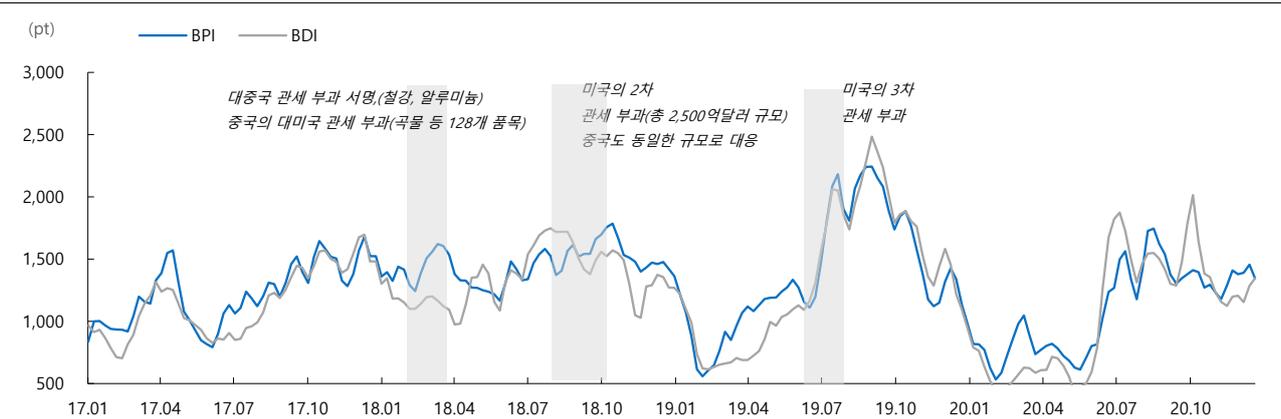
자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

벌크: 톤-마일 소폭 늘어나나, 시황에 큰 영향 없을 것

미국의 관세 정책이 벌크 시황에 미치는 영향은 크지 않을 것으로 예상된다. 글로벌 벌크 물동량에서 중요한 것은 철광석이며, 철광석 수출은 대부분 브라질, 호주에서 중국으로 향한다. 벌크 물동량에서 미국 → 중국 물동량은 석탄, 곡물이 대부분이지만, 전체 글로벌 벌크 물동량에서 차지하는 비중은 톤-마일 기준으로 2% 수준에 불과하다. 미국산 곡물을 브라질, 아르헨티나로 대체하면, 벌크 톤-마일이 늘어날 수 있으나, 절대적 물동량 자체가 미미하여 벌크 시황에 큰 영향은 없을 것으로 예상된다.

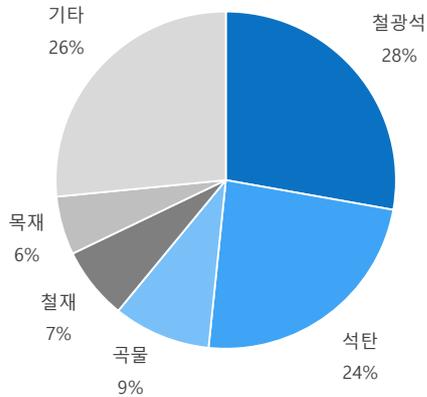
트럼프 행정부 1기 시절 강력한 대중국 무역 정책이 발표되었지만, 당시 벌크 운임의 큰 변화는 없었다. 2019년 큰 폭의 BDI 상승은 무역 정책보다는 브라질 Vale사의 댐 붕괴 사고로 차질을 빚었던 철광석 생산량이 정상화된 영향이 크다. (브라질 철광석 수출량 2019년 4월 187만톤 → 2019년 7월 342만톤).

그림8. 트럼프 1기 BDI 추이(2017~2020년)



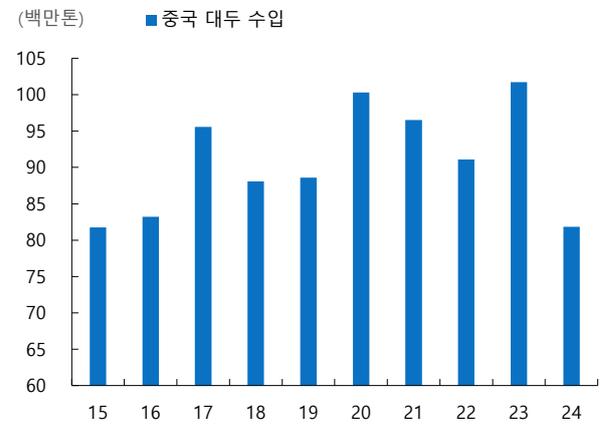
자료: Clarksons iM증권 리서치본부

그림9. 글로벌 벌크 물동량 비중



자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

그림10. 중국 대두 수입



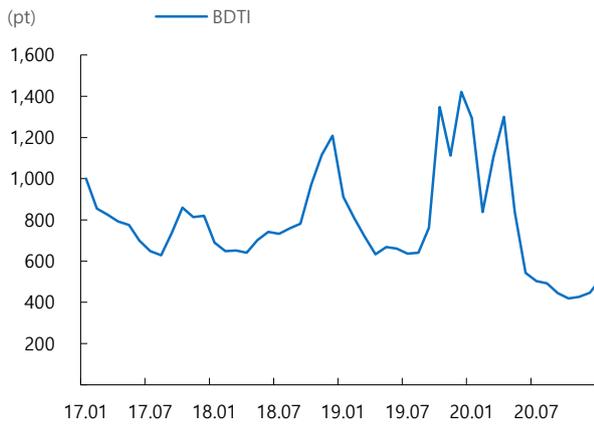
자료: CEIC, iM증권 리서치본부

VLCC/LNG는 미미하지만 가스선 시장은 큰 영향

미국 관세 정책은 원유, LNG 시장에는 큰 영향이 없을 것으로 예상된다. 미국의 원유 수입은 캐나다, 멕시코로부터 수입하고, 이 중 캐나다는 육상 파이프라인이 이용된다. 그리고 이번 정책에서 원유는 관세 면제 상품으로 적용되었다. 미국의 관세 정책이 원유 및 LNG 수출 물동량에 미치는 영향도 크지 않을 것으로 예상된다. 현재 미국의 원유 및 LNG는 대부분 EU+UK에 수출(2023년 기준 각각 41%, 63%)에 달하며 문제가 될 수 있는 중국 물량의 비중은 10% 남짓이다. 2018년의 BDTI, LNG 운임 가격은 무역 정책에 따른 것이 아닌 당시 원유, LNG의 수급 이슈가 컸다.

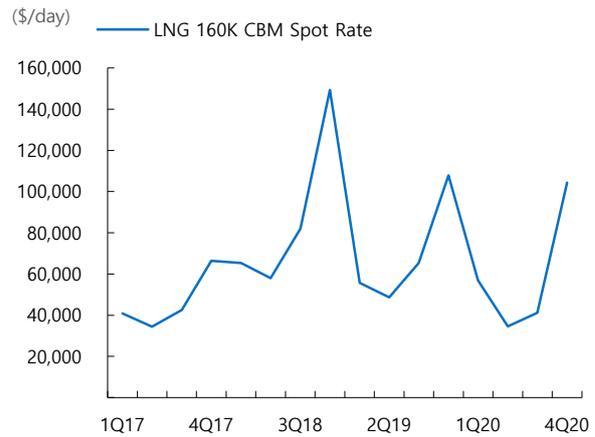
하지만 LPG 시장의 경우 중국의 보복관세가 시행될 경우 큰 영향이 예상된다. 미국 → 중국 LPG 물동량은 글로벌 물동량에서 15% 이상을 차지하고 있는 것으로 파악된다.

그림11. BDTI(Baltic Dirty Tanker Index) 추이



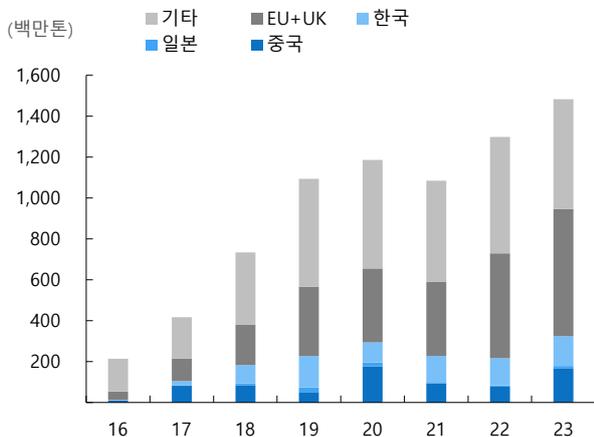
자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

그림12. LNG 160K 운임 가격



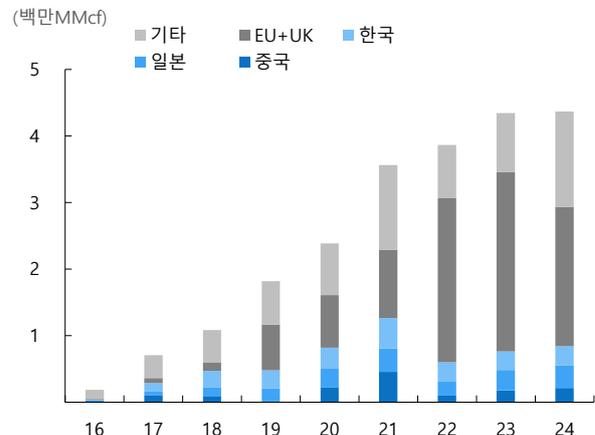
자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

그림13. 미국 원유 국가별 수출량



자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

그림14. 미국 LNG 국가별 해상 수출량



자료: CEIC, iM증권 리서치본부

PCC: 미국향 자동차 물동량 감소 예상

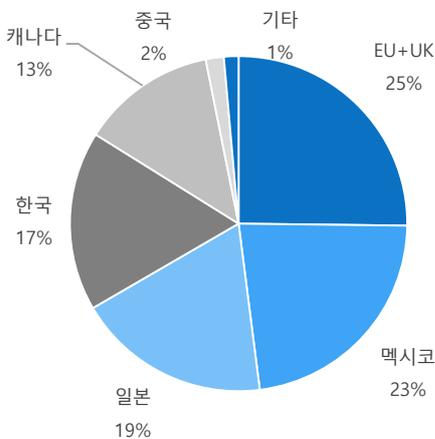
미국은 수입 자동차에 대해 25%의 관세를 부과했다. 25%의 관세 부과는 미국향 자동차 수출 감소로 이어져 PCC 상황이 악화될 것으로 예상된다. 또한 USTR 중국산 선박 규제에 따라 미국 기항에 따른 비용 증가도 미국향 수출 물동량에 추가적인 부정적 영향을 줄 것으로 예상된다.

2024년 미국은 총 2,195억달러의 자동차를 수입했다. 국가별로 EU+UK 552억달러, 멕시코 500억달러, 일본 408억달러, 한국 380억달러, 캐나다 284억달러 순이다. 멕시코와 캐나다의 경우 육상으로 수출하는 경우가 대부분이며, EU+UK, 일본, 한국의 수출 물량이 해상으로 수송된다.

Clarksons 기준 2024년의 글로벌 자동차 해상 수출입 물동량은 총 2,889만대(유럽 내 이동 435만대 포함)로 미국의 해상 수출입(수입 465만대, 수출 172만대)의 점유율은 22%에 달한다. 수출입 물량 포함 단일 국가 중 가장 큰 비중을 차지하고 있고, 톤-마일을 고려 시 PCC 시장에 미치는 영향력이 매우 크다. 미국향 자동차 수출 물동량이 멕시코, 캐나다로 우회 수출되는 것은 멕시코, 캐나다산 자동차에 대한 수입 관세도 유효하고, 육상 이동으로의 비용을 감안 시 현실 가능성이 적다고 판단한다.

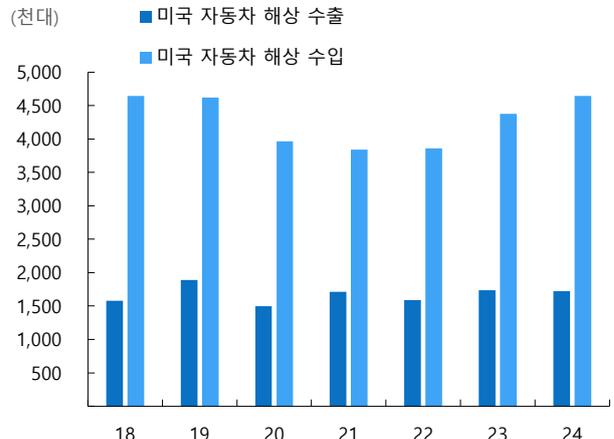
S&P Global Mobility에 따르면 관세가 부과될 수 있는 차량은 2024년 미국에서 판매된 1,600만대 가량의 차량 중 46%를 차지한다. Cox Automotive에 따르면 이번 관세의 영향을 받는 차량의 가격이 10~15% 이상 상승할 수 있다고 언급했다. 25% 관세가 그대로 적용된다면 차량 가격 상승에 따른 판매 대수 둔화로 미국향 자동차 해상 물동량이 5% 이상은 감소할 것으로 예상된다.

그림15. 2024년 미국 국가별 자동차 수입액



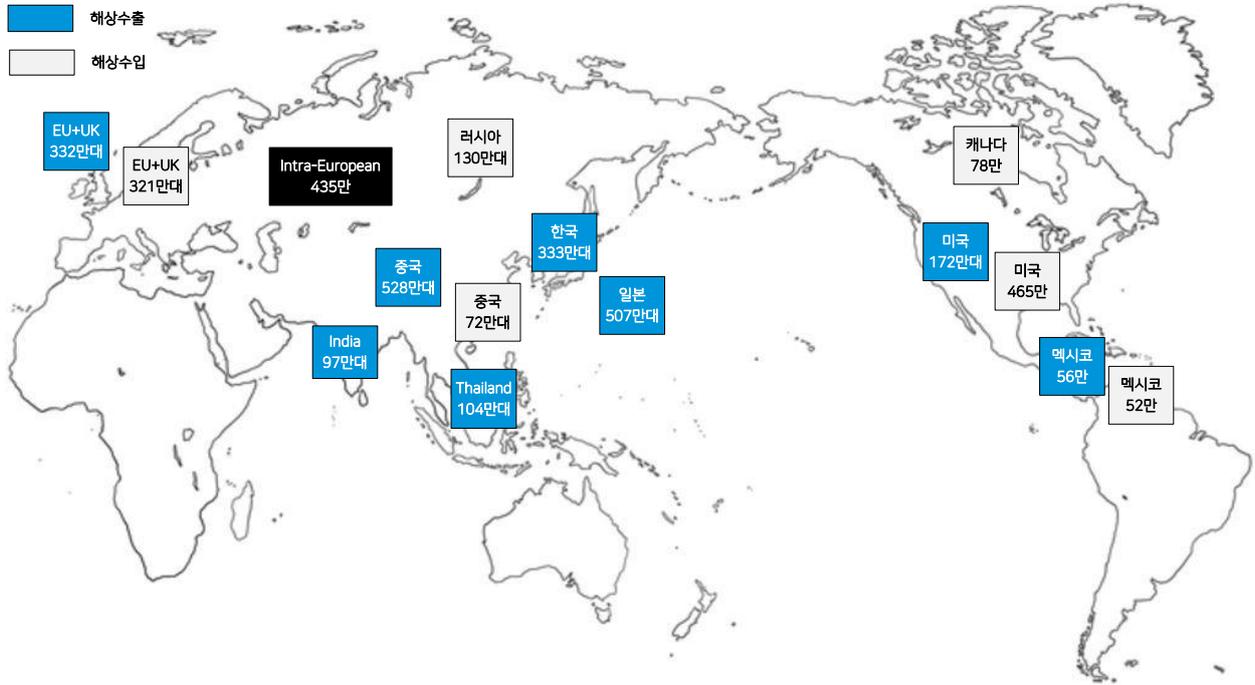
자료: 미국 상무부, iM증권 리서치본부

그림16. 미국 연간 자동차 해상 수출입



자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

그림17. 글로벌 자동차 해상 수출입 물동량(2024년)



자료: Clarksons iM증권 리서치본부

2) USTR의 중국 조선업 규제

미국의 USTR(무역대표부)은 2025년 2월 21일 중국의 해운, 물류, 조선 부문 지배력에 대한 301조 조치를 발표했다. 조치는 선사의 중국산 선박 비율에 따라 50~350만달러의 수수료를 부과하는 것이다.

우선 1) 중국 선사의 미국 항구 입항 시 100만달러 혹은 적재 톤수당 1,000달러를 부과하고, 2) 선단 내 중국산 선박 비율에 따라 50만달러(0~25%), 75만달러(25~50%), 100만달러(50% 이상)을 부과한다(최대 150만달러). 그리고 3) 발주잔고의 선박 비율에 따라 최대 100만달러(50% 이상)을 부과한다.

USTR은 3월까지 의견 청취를 걸쳐 4월 중에 조치 시행을 예정했다. 제재 수준이 매우 높아 제재 대상의 범위와 강도는 낮아질 가능성이 높다고 판단한다. 하지만 제재의 대상 및 수준이 낮아진다 해도 조선 및 해운 시장에 대한 영향력은 분명히 있을 것으로 예상된다. 페널티에 해당하는 만큼은 해운 운임에 반영될 것으로 보여 운임 상승 가능성이 있다.

표5. 미국 무역대표부(USTR), 중국의 해운, 물류, 조선부문 지배력에 대한 301조 조치관련 부과금 정리

구분	세부내용
수수료 부과 대상	수수료 부과방식
가. 중국 선사	미국 항구에 입항할 때마다 건당 수수료 부과 최대 \$1,000,000 또는 적재 톤수당 최대 1,000달러
나. 중국선박 운용 선사	선단(Fleet) 중 중국산 선박 비율이 일정 비율을 넘는 선사의 선박이 미국 항구에 입항 시 건당 수수료 부과 a) 최대 \$1,500,000 b) 선단 내 중국산 선박 비율에 따라: 50% 이상: 최대 \$1,000,000 25~50%: 최대 \$750,000 0~25%: 최대 \$500,000 c) 전체 선단 중 25% 이상이 중국산 선박인 경우 최대 \$1,000,000 발주잔고(Orderbook, 향후 24개월 내 인도 기준)중 중국산 선박이 일정 비율을 넘는 선사의 선박이 미국 항구에 입항할 때마다 다음 중 하나를 적용하여 건당 수수료 부과
다. 중국에 선박 발주한 선사	a)발주잔고 내 중국산 선박 비율에 따라, 50% 이상: 최대 \$1,000,000 25~50%: 최대 \$750,000 0~25%: 최대 \$500,000 b) 전체 주문량의 25% 이상이 중국산 선박인 경우, 최대 \$1,000,000
*미국산 선박 이용 선사에 대한	상기 요금이 부과된 선사가 미국에서 건조된 선박을 사용하여 국제 해상운송 서비스를 제공하는 경우,
서비스 요금 감면	해당 연도 기준으로 입항당 최대 100만달러까지 환급가능

자료: USTR, iM증권 리서치본부

선종별로 차이 있으나, 대부분은 영향권

USTR에 대한 중국산 선박에 대한 제재는 해운 선사 중 중국산 선박 비중이 높고, 미국 수출입 물량이 큰 컨테이너 선사에게 가장 큰 영향이 있을 것으로 예상되며, PCC, 벌크 선사에게도 큰 영향이 있을 것으로 예상된다.

Clarksons에 따르면 글로벌 선박 중 USTR 제재에 속하는 선박의 항구 기항은 36,595건이며, 글로벌 선박의 미국 기항 건 중 43%에 해당한다. 부문별로 컨테이너선 기항 14,886건(83%), 자동차 운반선 2,940건(68%), 케미컬 탱커 3,196건(46%), 벌크선 6,804건(44%), 원유선 1,269건(30%), 제품선 2,636건(27%)이다.

Clarksons에 따르면 USTR의 제재가 그대로 시행된다면 연간 400~520억달러의 비용이 추가로 발생된다. 예를 들어 100~150만달러의 제재 대상(전체 선대 중 25~50%가 중국산, 중국산 발주 잔고 25%) 10,000TEU(적재율 75%)의 아시아 - 미주 노선의 컨테이너선이 미국 항구 3곳을 기항한다면 TEU당 400~600달러가 추가되는 것이다. 이는 2024년 평균 운임 3,250/TEU의 12~18%에 해당한다. 이와 비슷한 계산으로 Baltimore - Rotterdam 노선의 Capesize의 벌크 선박의 경우 해당 노선의 2024년 평균 운임의 (2곳 기항)의 경우 2024년 평균 운임의 53~80%이 추가로 발생된다. MR선(Huston - Amsterdam)의 경우 2024년 평균 운임의 70~105%의 요금이 추가로 부가된다.

표6. 글로벌 선박 중 제재 대상 미국 기항 건수(2024년 기준)

선종	중국 선사 운영 선박(척)	중국산 선박(ex. 중국선사, 척)	발주잔고 중 중국건조(척)	제재 대상 미국 기항 건수	글로벌 선박의 미국 기항 건수	미국 기항 선박 중 제재 대상 비중
컨테이너	938	4,278	9,670	14,886	18,014	83%
벌크	1,069	5,531	204	6,804	15,588	44%
원유선	84	577	608	1,269	4,230	30%
제품선	151	1,654	831	2,636	9,741	27%
케미컬선	258	1,114	1,856	3,228	7,096	45%
LPG	181	375	496	1,052	3,053	34%
LNG	26	137	170	333	1,436	23%
PCC	81	471	2,388	2,940	4,322	68%
Cruise	0	2	418	420	9,131	5%
Others	100	2,479	448	3,027	11,711	26%
Total	2,888	16,618	17,089	36,595	85,829	43%
% of 글로벌 선박의 미국 기항	3%	19%	20%	43%		

자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

① 컨테이너선: 가장 큰 영향이 있을 것

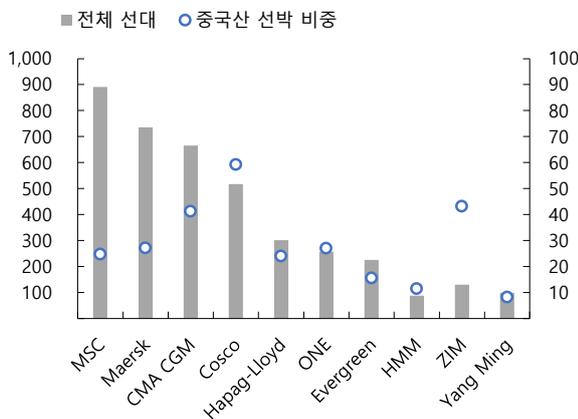
USTR 조치는 중국산 선박 비중이 높고, 미국 항구로의 물동량이 많은 컨테이너 선사들에게 큰 영향을 미칠 것으로 예상된다. 구체적으로 컨테이너 운임이 현재 기준 최소 30% 이상 상승할 수 있다. 컨테이너 선사들은 업계 평균적인 제재 수수료를 운임에 적용할 것이고, 운임은 크게 상승할 수 있다. 하지만 USTR의 제재와 그 파급 효과를 감안하면, 2월 발표안대로 현실화될 가능성은 낮다고 판단하여 4월 중에 확정될 최종안은 기존 대비 하향 조정될 가능성이 높다.

Flexport에 따르면 컨테이너 선사들은 미국 항로에서 대체적으로 루프당 2~3개의 미국 항구에 기항한다. 위 조치가 실시된다면 항구당 최대 75만달러에서 350만달러 이상의 수수료가 추가될 가능성이 있으며, 2~3개의 항구를 기항 시 미국 항로의 운항 시 150~1,050만달러가 추가될 수 있고, 평균적으로 300만달러의 비용이 발생될 수 있다. 글로벌 선사들이 일반적으로 미국 항로를 운항 시 항해당 1,000~1,500만달러 매출이 발생하는 것을 감안할 때 20~30%의 비용이 추가로 발생하는 것이다.

특히 해당 조치는 중국산 선박 비중이 높은 컨테이너 부문에 큰 영향력을 미칠 것으로 예상된다. Alphaliner에 따르면 주요 컨테이너 선사들의 중국산 선박 비중은 32%를 차지하고 있다. 대표적으로 글로벌 최대 컨테이너 선사 MSC의 중국산 선박 비중은 24.7%, 점유율 2위인 Maersk는 27.1%를 차지하고 있다. 중국계 해운사인 CMA CGM과 Cosco 그룹은 각각 41.2%, 59.2%의 비중이다.

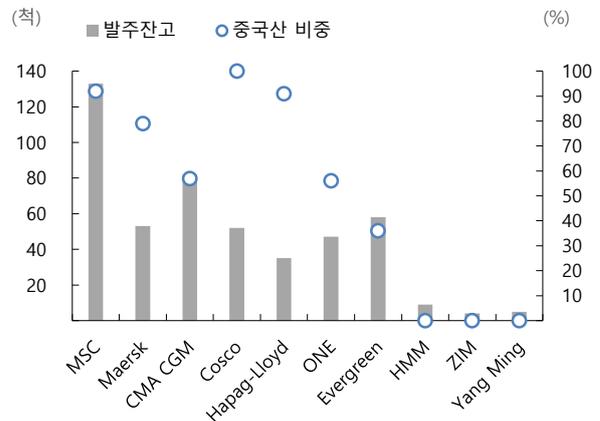
Clarksons에 따르면 MSC가 발주 잔고 중 척수 기준 92%가 중국 조선소에서 건조되고, Cosco 그룹이 100%, Hapag-Lloyd가 91%의 발주 잔고가 중국 조선에서 건조되고 있다. HMM, ZIM, Yang Ming의 경우 중국 조선소 건조 컨테이너 선박이 없다.

그림18. 주요 컨테이너선사 전체 선대 중 중국산 선박 비중



자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

그림19. 주요 컨테이너선사 발주잔고 및 중국산 비중



자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

글로벌 1위에서 10위 선사들의 중국산 선박을 감안 시 기항 당 75만달러에서 300만달러의 수수료가 추가될 수 있다. 미국 항로 운항 시 최소 2~3개의 항구를 기항하는 것을 감안할 때 150~1,050만달러의 비용이 추가로 발생하는 것이다. 구체적으로 중국 선사인 Cosco 그룹의 경우 기항당 300~350만달러가 추가될 것으로 보이며, 글로벌 1~3위의 MSC, Maersk, CMA CGM는 기항당 175만달러의 비용이 추가될 것으로 보인다. 그리고 상대적으로 중국산 선박의 비중이 낮은 HMM, ZIM의 경우 미국 항구 입항 당 75만달러의 비용이 발생될 수 있다. 이는 업계 평균 175만달러 대비 현저히 낮은 것으로 HMM, ZIM은 수혜를 입을 수 있다.

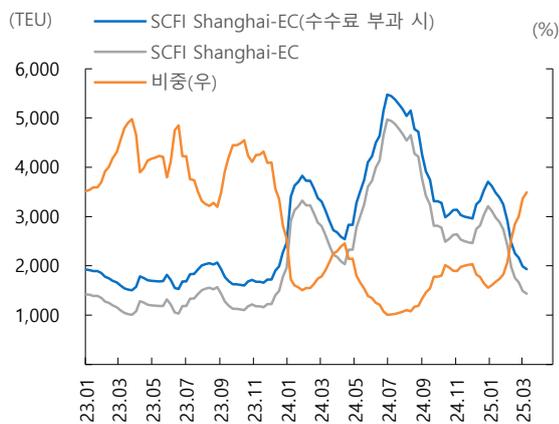
글로벌 1위 컨테이너 선사 MSC의 경우 중국 선박 비중이 25%(발주 잔량 80%), 미국 항구에 주당 142회의 미국 항구에 입항하며, 이를 연 환산 시 7,384회에 달한다. 기항 당 175만달러를 적용 시 연간으로 129억달러의 비용이 추가로 발생된다. 2) 10,000TEU(적재율 75%) 아시아 - 미주 동안 노선에서 미국 항구 3곳을 기항한다면 TEU당 400~600달러가 추가된다.

표7. 컨테이너 선사별 수수료 계산(1회 기항당)

선사	① 입항 수수료 (중국선사)	② 중국 선박 운용 수수료				③ 중국 선박 발주 수수료				최대 수수료 (①+②+③)
		전체 (척)	중국건조 (척)	비중(%)	수수료	전체(척)	중국건조 (척)	비중(%)	수수료	수수료
MSC		891	220	25	\$750,000	133	123	92	\$1,000,000	\$1,750,000
Maersk		735	199	27	\$750,000	53	42	79	\$1,000,000	\$1,750,000
CMA CGM		665	274	41	\$750,000	82	47	57	\$1,000,000	\$1,750,000
COSCO	\$1,000,000	517	306	59	\$1,000,000	52	52	100	\$1,000,000	\$3,000,000
Hapag-Lloyd		301	72	24	\$1,000,000	35	32	91	\$1,000,000	\$2,000,000
ONE		256	69	27	\$750,000	47	27	56	\$1,000,000	\$1,750,000
Evergreen		225	35	16	\$750,000	58	21	36	\$750,000	\$1,500,000
HMM		88	10	11	\$750,000	9	0	0	\$0	\$750,000
ZIM		130	56	43	\$750,000	4	0	0	\$0	\$750,000
Yang Ming		98	8	8	\$1,000,000	5	0	0	\$0	\$1,000,000

자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

그림20. SCFI Shanghai-EC 운임(수수료 부과 가정)



자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

그림21. MSC 수수료 부과 가정

중국선박 美입항관련 MSC 연간 수수료 추정	
주간 美입항건수	142
연간 美입항건수(52주)	7,384
중국선박 비중	25%
회당 최대 수수료	175만달러
연간 수수료	129억달러

자료: iM증권 리서치본부

② PCC: 과도한 중국산 선박 발주잔고

USTR 조치는 PCC 시장에도 큰 영향이 있을 것으로 예상된다. 현재 PCC사들은 중국산 선박의 운용 비중이 높지 않고, 미국의 절대적인 기항 횟수가 타 선박 대비 적다. 현재 글로벌 PCC선사 중 중국산 선박의 운용 비중은 8%에 불과하다. 하지만 현재 발주된 PCC 선박의 대부분은 중국 조선소에서 건조되고 있다. 따라서 주요 선사들의 중국산 선박의 발주 비중은 50%를 넘어가 대부분 100만달러의 페널티가 예상된다. 글로벌 1위 PCC 선사인 WW(Wallenius Wilhelmsen)는 현재 운용 선대 중 중국산 선박은 7%(Eukocar 포함)에 불과하지만, 현재 건조 중인 선박의 100%는 중국산 선박이다. 결과적으로 주요 선사의 미국 입항 수수료는 50~175만달러가 예상된다.

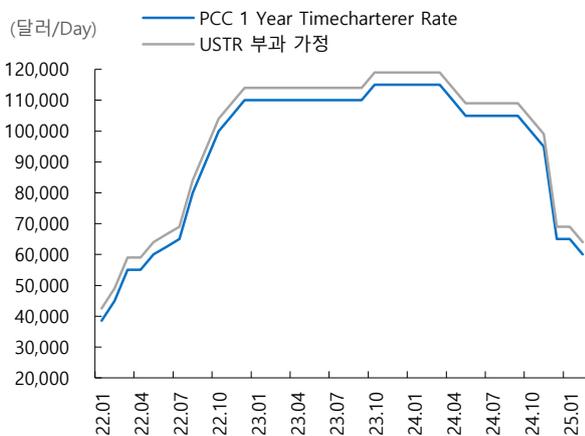
Clarksons에 따르면 2024년 기준 제재 예상 선박이 미국 항구에 기항한 횟수는 2,940건 수준으로 파악된다. 단순히 입항 수수료를 100만달러로 가정 시 29억달러의 추가 수수료가 예상되는 것이다. 글로벌 PCC 선박이 약 2천여대이고, 5,000CEU 선박 1 Year TC가 2024년 평균 7.5만달러/Day 가정 시, 환산 운임에서 수수료 효과는 5% 수준일 것으로 예상된다.

표8. PCC 선사별 수수료 계산(1회 기항당)

선사	① 입항 수수료 (중국선사)	② 중국 선박 운용 수수료				③ 중국 선박 발주 수수료				최대 수수료 (①+②+③)
		전체 (척)	중국건조 (척)	비중(%)	수수료	전체(척)	중국건조 (척)	비중(%)	수수료	수수료
WW	\$0	121	8	6.6	\$500,000	14	14	100	\$1,000,000	\$1,500,000
NYK	\$0	75	5	6.7	\$500,000	7	0	0	\$0	\$500,000
Mitsui O.S.K	\$0	60	0	0.0	\$0	7	0	0	\$0	\$0
K-Line	\$0	54	9	16.7	\$500,000	3	0	0	\$0	\$500,000
현대글로벌비스	\$0	32	3	9.4	\$500,000	6	6	100	\$1,000,000	\$1,500,000
Grimaldi	\$0	97	36	37.1	\$750,000	18	18	100	\$1,000,000	\$1,750,000
Hoegh	\$0	35	11	31.4	\$750,000	8	8	100	\$1,000,000	\$1,750,000

자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

그림22. PCC 운임 및 USTR 부과 시 운임 전망



자료: CEIC, iM증권 리서치본부

그림23. PCC 운임 및 USTR 부과 시 운임 전망

중국선박 美입항관련 PCC 시장 연간 수수료 효과	
글로벌 PCC 선대	2,044척
제재 대상 선박	552척
중국선박 비중	27%
전체 PCC 선대 1 Year TC 단순 환산	550억달러
제재 선대 미국 기항 횟수	2,940건
미국 기항 입항 수수료(100만달러 가정)	29억달러
운임 상승 효과	약 5%

자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

③ 벌크: 미국 기항 횟수가 줄어듦

Clarksons에 따르면 2024년 USTR 제재 대상 선박이 미국이 기항한 횟수는 6,804건(44%)에 달한다. 이는 선종 중 두 번째로 높은 수치다. Panamax 72,000dwt 태평양 항로 R/V 기준으로 USTR 제재 효과(미국 항구 3회 기항, 평균 150만달러) 적용 시 해당 구간의 운임은 약 하이 싱글 상승 효과가 있었다.

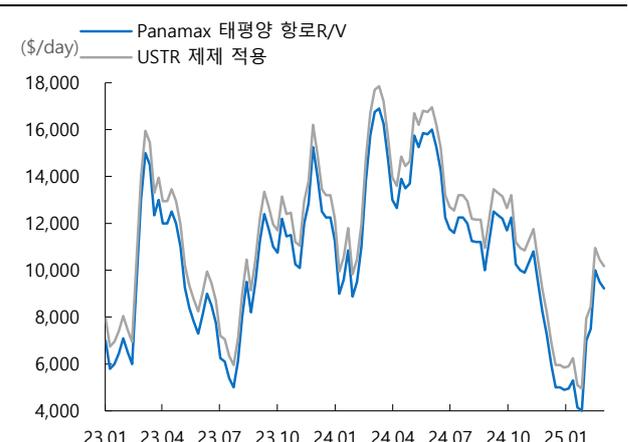
글로벌 벌크 시장에서 미국이 미치는 영향은 크지 않다. 벌크 시장에서 주요 품목은 철광석(28%), 석탄(24%), 곡물(9%) 순이고, 철광석 물동량의 대부분은 호주, 브라질 - 중국이다. 석탄 역시 호주, 동남아, 러시아에서 중국으로 수출하는 물량이 큰 비중을 차지하고 있다. 미국에 벌크 선박이 기항하는 것은 대부분 곡물, 석탄을 운반하는 용도로, 곡물의 경우 브라질, 아르헨티나, 석탄의 경우 동남아 등 대체제가 있기 때문에 USTR 제재가 본격화 시 미국의 기항 횟수가 큰 폭으로 줄어들며 제재 효과가 제한적일 수 있다.

그림24. BDI 산출 기준

벌크 선형	BDI 계산	주요 항로
Cape(철광석, 석탄)	40%	브라질 - 중국
		호주 - 중국
		대서양 - 태평양
Panamax(석탄, 곡물)	30%	미국 - 유럽
		남미 - 아시아
		유럽 - 아시아
Supramax(곡물, 기타 광물)	30%	태평양 항로
		유럽 - 아시아

자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

그림25. USTR 제재 적용 시 Panamax 태평양 항로 운임 추정



자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

표9. 벌크 선사별 수수료 계산(1회 기항당)

선사	① 입항 수수료 (중국선사)	② 중국 선박 운송 수수료				③ 중국 선박 발주 수수료				최대 수수료 (①+②+③)
		전체 (척)	중국건조 (척)	비중(%)	수수료	전체(척)	중국건조 (척)	비중(%)	수수료	수수료
Cosco	\$1,000,000	254	243	95.7	\$1,000,000	5	5	100.0	\$1,000,000	\$3,000,000
NYK	\$0	144	6	4.2	\$500,000	5	0	0.0	\$0	\$500,000
Star Bulk	\$0	151	94	62.3	\$1,000,000	5	5	100.0	\$1,000,000	\$2,000,000
China Merchants	\$1,000,000	145	135	93.1	\$1,000,000	15	15	100.0	\$1,000,000	\$3,000,000
Fredriksen	\$0	107	76	71.0	\$1,000,000	8	8	100.0	\$1,000,000	\$2,000,000
K-Line	\$0	87	8	9.2	\$500,000	5	0	0.0	\$0	\$500,000
Pan Ocean	\$0	78	49	62.8	\$1,000,000	4	0	0.0	\$0	\$1,000,000
Berge Bulk	\$0	73	37	50.7	\$1,000,000	2	2	100.0	\$1,000,000	\$2,000,000

자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

선종별 시황 분석

선종별 시황 분석

① 컨테이너: 운임 하락 트렌드 돌입

컨테이너 시황은 물동량 감소로 운임의 하락 추세가 장기적으로 이어질 것으로 예상된다. 선복량이 크게 늘어나고 있으며, 미국의 관세 정책이 물동량 감소로 이어지며 시황에 부정적인 영향을 줄 것으로 보인다.

2020년 코로나19 팬데믹 이후로 거대한 자금력을 확보한 선사들이 발주를 늘렸으며, 선복량의 본격적인 증가가 작년부터 이어지고 있다. 2024년 선복량은 10% 늘어났고, 2025년에도 7% 수준의 선복량 증가율이 예정되어 있다. 2025년 현재 컨테이너선의 선복량 대비 주문잔고는 27%에 달한다. 또한 컨테이너 선사들의 자금력이 풍부한 상황이고, 해운 동맹이 새롭게 재편됨에 따라 공격적인 발주가 이어질 가능성도 배제할 수 없다.

다만 2월 발표한 USTR의 중국 조선업 규제가 수정 없이 예정대로 시행된다면, 컨테이너 운임은 현재 대비 30% 이상 상승할 수 있다는 점은 업사이드 리스크이다. 또한 2024년초부터 통행이 제한된 수에즈 운하의 통행이 현재까지도 제한되어 있고, 연말까지 현재의 상황이 유지된다면 운임의 하락 효과는 제한될 수 있다.

표10. 컨테이너 공급 및 물동량 증감률

(천TEU, pt, %)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
기초 컨테이너 선복량	22,210	23,098	23,725	24,809	25,814	27,761	30,648	32,757
- 신규 주문	782	1,069	4,527	2,795	1,594	4,471		
- 인도	1,083	869	1,091	1,022	2,297	2,910		
- 폐선	183	188	12	14	156	83		
- 주문잔고	2,404	2,282	5,995	7,599	7,172	8,376		
기말 컨테이너 선복량	23,098	23,725	24,809	25,814	27,761	30,648	32,757	33,848
선복량 증감률(%)	4.0	2.7	4.6	4.0	7.5	10.4	6.9	3.3
컨테이너 물동량(백만TEU)	198	195	207	199	201	213	219	224
컨테이너 물동량 증감률(%)	2.3	-1.6	6.4	-3.7	0.8	5.9	2.9	2.5
SCF(pt)	811	1,265	3,792	3,410	1,006	2,545		

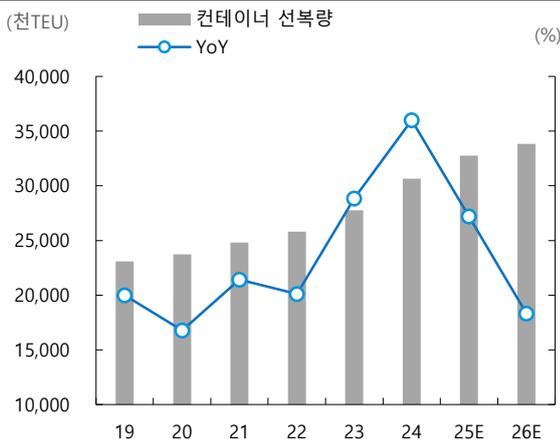
자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

선사들의 풍부한 자금력으로 주문 확대

선사들은 코로나 팬데믹의 여파로 거대한 자금력을 확보했고, 해운 동맹의 재편에 따른 향후 경쟁 우위를 위해서 컨테이너 주문을 확대했다. 컨테이너선 발주는 2020년 107만TEU에서 2021년 453만TEU으로 급증했고, 2022~2024년 3년 누적 886만TEU의 발주가 있었다.

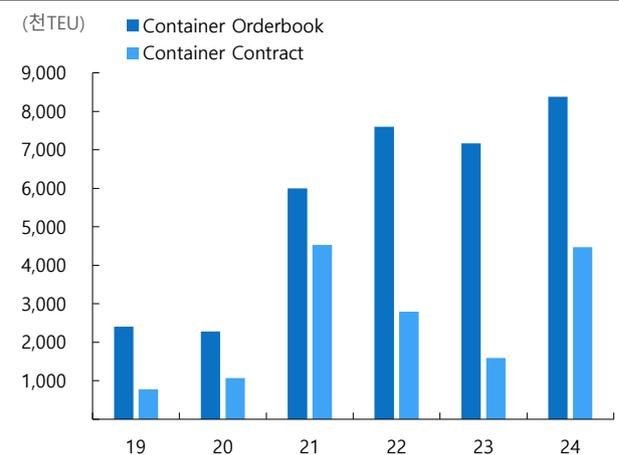
2025년 현재 컨테이너선의 선복량 대비 주문잔고는 27%에 달하고, 이는 선종 중 2위의 주문잔고 비율이다(1위 PCC 36%). 2024년 선복량은 10% 늘어났고, 2025년에도 7% 수준의 선복량 증가율이 예정되어 있다. 2026년부터 선복량 증가율은 다소 안정될 것으로 예상되지만, 컨테이너 선사들의 자금력이 풍부한 상황이고, 해운 동맹이 새롭게 재편됨에 따라 공격적인 발주가 이어질 가능성도 배제할 수 없다.

그림26. 컨테이너 선복량 추이 및 전망



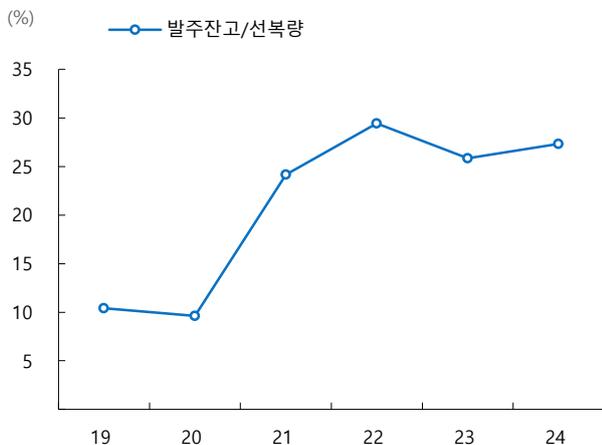
자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

그림27. 컨테이너 주문잔고 및 계약 추이



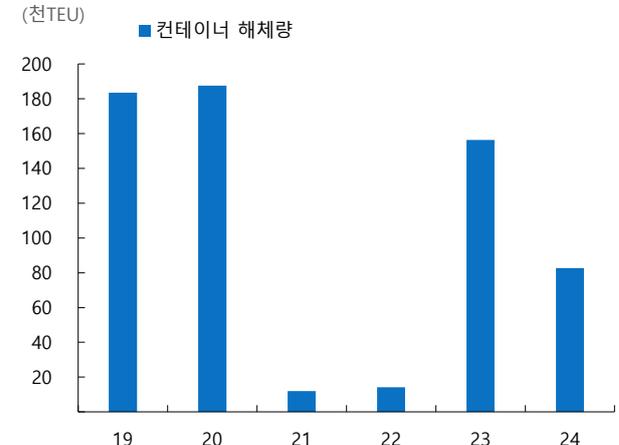
자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

그림28. 글로벌 컨테이너선 주문잔고/선복량



자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

그림29. 글로벌 컨테이너 폐선량



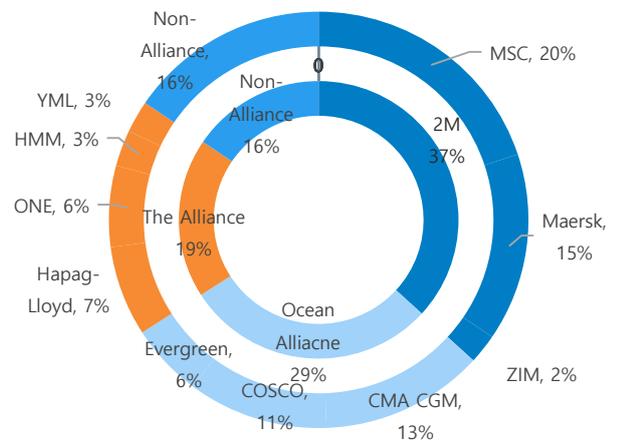
자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

글로벌 선사들은 2025년 1월 1일부로 새로운 해운 동맹 체계를 정립했다. 기존 2M을 구성했던 세계 1, 2위 해운사 MSC는 Maersk는 2025년부터 동맹을 종료했다. 얼라이언스 종료에 대해 여러 이유가 제기되었지만, 장기적인 물류 산업 방향성에 대한 이견, 동맹 체계에 대한 낮은 의존성을 이유로 들 수 있다. Maersk는 종합 물류 사업자에 대한 비전을 가지고 있지만, MSC는 해운 산업에 보다 집중하려는 비전을 가지고 있고, 양 사 모두 얼라이언스 편대에 투입되는 선박이 보유 선박에서 20~30%를 차지하는 만큼 의존성이 낮았다(타회사 40~60%).

2M이 해체되며 Maersk는 Hapag-Lloyd와 Gemini라는 동맹을 설립했고, MSC는 단독으로 영업을 하게 되었다. 또한 The Alliance(Hapag-Lloyd, HMM, ONE, Yang Ming)은 Hapag-Lloyd가 빠지고 ONE, HMM, Yang Ming만 남은 Premier Alliance로 재편되었다.

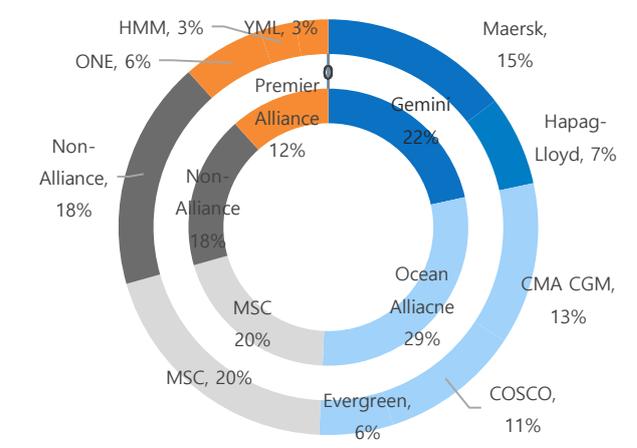
해운 동맹의 재편은 발주 증가, 운임 경쟁으로 선사 입장에서 비우호적인 시장이 조성될 가능성이 있다.

그림30. 해운 동맹 시장 점유율(2024년)



자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림31. 해운 동맹 시장 점유율(2025년)



자료: Dart, iM증권 리서치본부

표11. 컨테이너 선사별 선박량, 시장 점유율

선사	선박량(TEU)	선박수(척)	오더북(TEU)	시장 점유율	Alliance
1. MSC	611만	859	200만	19.8	MSC
2. Maersk	438만	714	50만	14.2	Gemini
3. CMA CGM	381만	648	106만	12.4	Ocean Alliacne
4. COSCO	328만	510	77만	10.6	Ocean Alliacne
5. Hapag-Lloyd	224만	292	18만	7.3	Gemini Alliacne
6. ONE	194만	245	61만	6.3	Premier Alliacne
7. Evergreen	171만	221	66만	5.5	Ocean Alliacne
8. HMM	88만	79	11만	2.9	Premier Alliacne
9. ZIM	76만	130	4만	2.5	Other
10. Yang Ming	70만	94	8만	2.3	Premier Alliacne

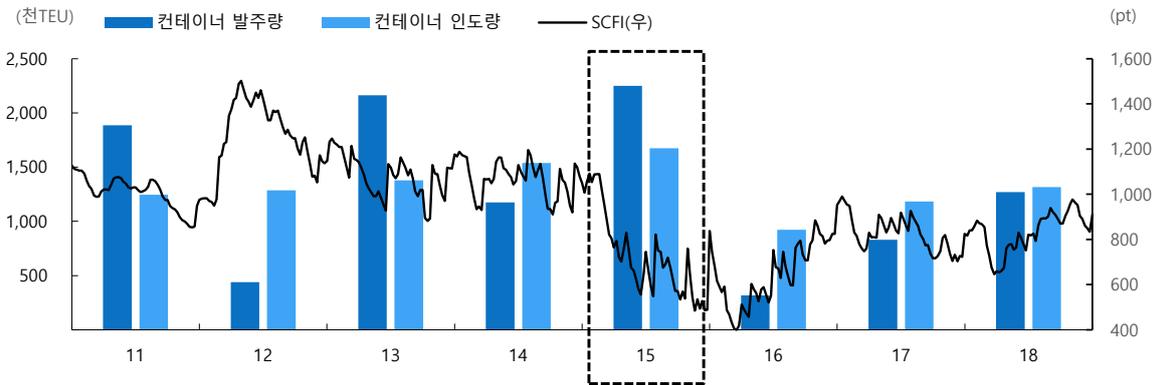
자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

2M이 결정되었던 2015년, 컨테이너 선사들은 수익성 측면에서 어려움을 겪었다. 동맹들이 공조하여 화주들을 상대로 운임 인상 시도를 했음에도 불구하고, 초대형 선박들의 발주 증가와 저조한 물동량으로 운임은 크게 하락했다(1,000pt → 600pt).

2014년 Maersk와 MSC는 동맹을 발표했고, 초대형 선박들에 대한 투자를 늘렸다. 기존 8,000~10,000TEU에서 13,000TEU 이상 선박들에 대한 발주를 확대했다. 거대 선박들로 단위당 운송 비용을 절감하겠다는 목표였다. Maersk는 2014~2015년 14,000TEU 9척, 19,000TEU 11척을 주문하여 2017년 인도 받았는데, 이는 2014년말 전체 선대 용량 295만TEU의 11%를 차지하는 용량이었다. 공격적인 발주로 운임은 하방 압력을 받았다.

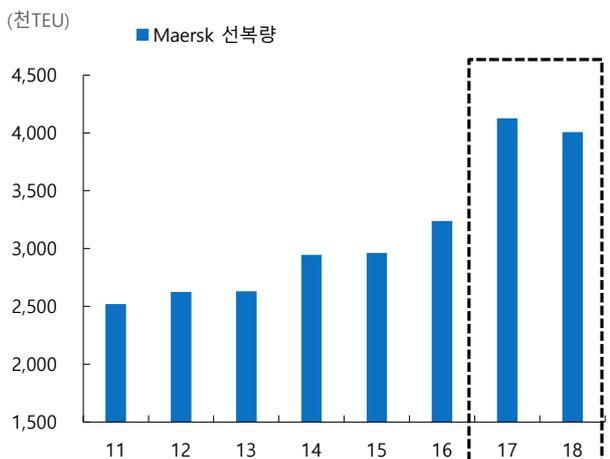
코로나 팬데믹에 따른 선사들의 자금력 강화와 새로운 해운 동맹 체계가 예고되며 선사들은 투자를 늘리고 있으며, 2024년말 기준 컨테이너 선박의 오더북은 689만TEU로 현재 선대의 25%를 차지하고 있다.

그림32. 컨테이너 운임 추이(2011~2018년)



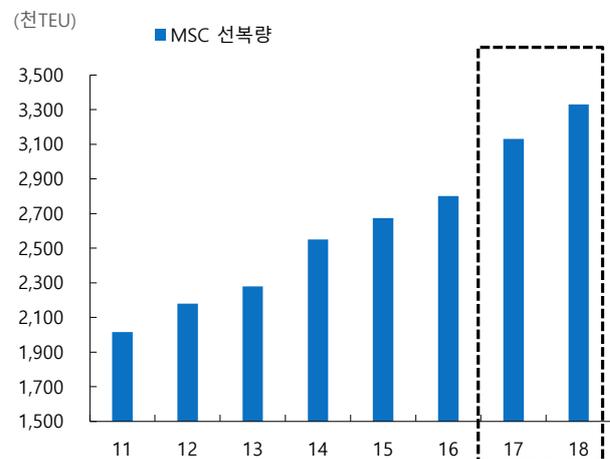
자료: Clarksons iM증권 리서치본부

그림33. Maersk 선복량 추이(2011~2018)



자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림34. MSC 선복량 추이(2011~2018)



자료: Dart, iM증권 리서치본부

② PCTC: 공급 증가로 운임 하락 예상

PCC 시장은 공급 과잉에 따라 장기적인 운임 하락이 예상된다. PCC 선복량은 2024년 408만CEU(Car Equivalent Unit)에서 2027년 523만CEU(척수 기준 765척 → 932척)로 연평균 8.7% 증가가 예정되어 있다. 선복량 대비 주문잔고는 36%로 타 선종과 비교 시 압도적으로 높고, 그 다음으로 높은 컨테이너 28% 대비해서도 크게 높다.

PCC 공급 증가는 중국발 수출 대수 증가에 따른 글로벌 선사들의 발주 증가다. 중국의 자동차 해상 수출 대수는 2016년 51만대에서 2024년 528만대로 연평균 33% 늘어났다. 하지만 2025년의 중국의 자동차 수출 대수 성장률은 2016~2024년 연평균 성장률에 크게 못미칠 것으로 예상된다. EU가 2024년 10월 중국산 자동차 관세를 인상했고(관세율 최대 45%), 글로벌 자동차 수요 증가율이 둔화된 영향이다. 실제 2025년 1월 중국의 자동차 수출 대수는 전년동월대비 0.6% 성장한 데 그쳤다.

3월 기준 PCTC 6,500 CEU 1 Year Timecharter Rate는 하루 5.5만달러로 전년동월대비 53% 하락했다. PCTC 운임은 중국의 자동차 해상 수출 대수가 폭발적으로 성장한 2021년 초 하루 17,000달러 수준에서 2024년 10만달러까지 폭등했으나, 중국의 자동차 수출 대수 증가율이 둔화되고, PCC 선복량 발주 증가로 하방 압력을 받고 있다.

표12. PCTC 공급 및 물동량 증감률

(천CEU, pt, %)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
기초 PCTC 선복량	3,907	3,985	4,032	4,007	3,943	3,989	4,003	4,077	4,415
- 신규 주문	14	33	9	274	565	712	524		
- 인도	95	32	55	60	23	77	311		
- 폐선	49	48	114	14	1	4	0		
- 주문잔고	240	140	141	82	296	839	1,473		
기말 PCTC 선복량	3,985	4,032	4,007	3,943	3,989	4,003	4,077	4,415	4,848
선복량 증감률(%)	1.2	-0.6	-1.6	1.2	0.4	1.8	1.8	8.3	9.8
PCTC 물동량(천대)	21,524	21,109	16,753	18,753	20,143	23,853	24,712	24,363	23,677
물동량 증감률(%)	2.1	-1.9	-20.6	11.9	7.4	18.4	3.6	-1.4	-2.8
운임	16,375	16,271	12,625	25,583	72,167	111,250	103,333		

자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

PCTC의 선복량은 2024년 407만CEU에서 2027년 523만CEU로 28% 증가가 예정되어 있다. 척수 기준으로 2024년말 기준 765척에서 932척으로 늘어나는 것이다. 선복량의 가파른 증가 폭으로 PCTC 운임의 하방 압력으로 작용할 수 있다.

선복량 증가의 대부분은 중국발 PCTC다. 2025년 1월 기준 전체 PCTC 주문량 149만CEU 중 중국의 선사 주문량이 27만CEU로 국적 기준 1위의 점유율을 보이고 있으며(홍콩 2위 26만CEU), 타 국적 선사가 주문한 일부 선복량도 중국의 OEM, 해상물류업체와 대선 계약을 맺을 것으로 예상된다.

그림35. 글로벌 PCC 선복량 추이 및 전망

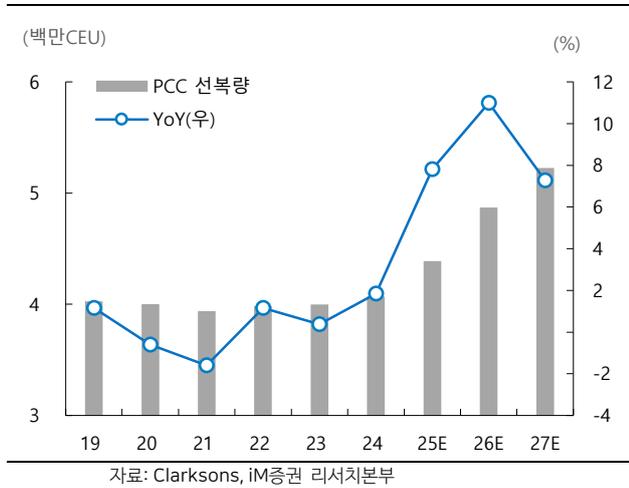


그림36. PCTC 주문잔고 및 계약 추이

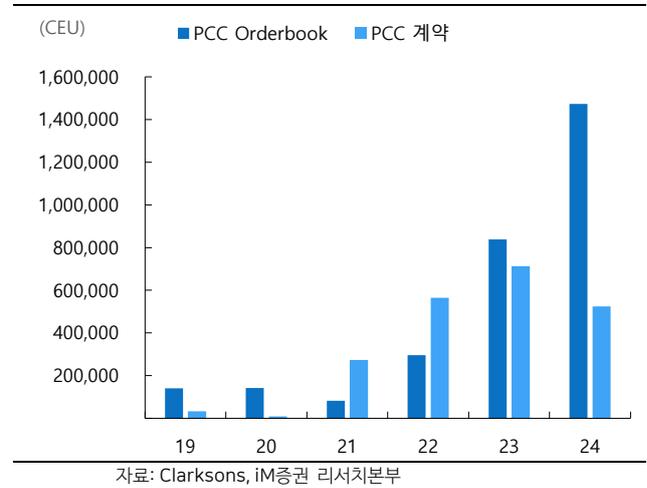


그림37. 글로벌 PCC선 주문잔고/선복량

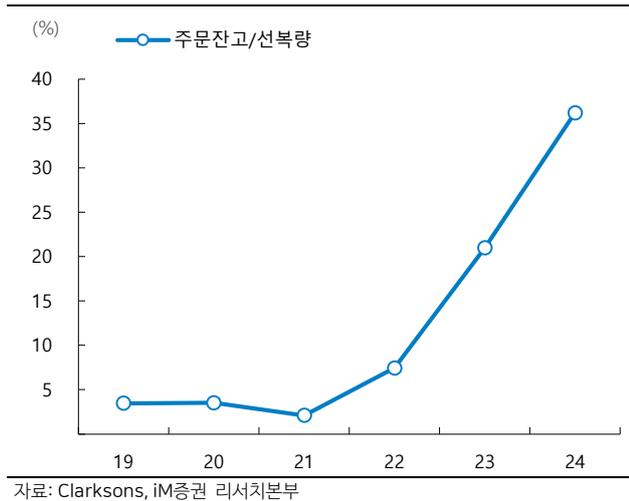
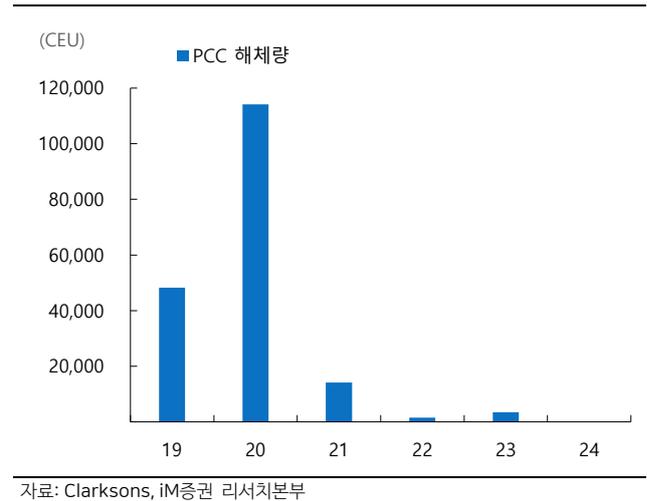


그림38. 글로벌 PCC 폐선량



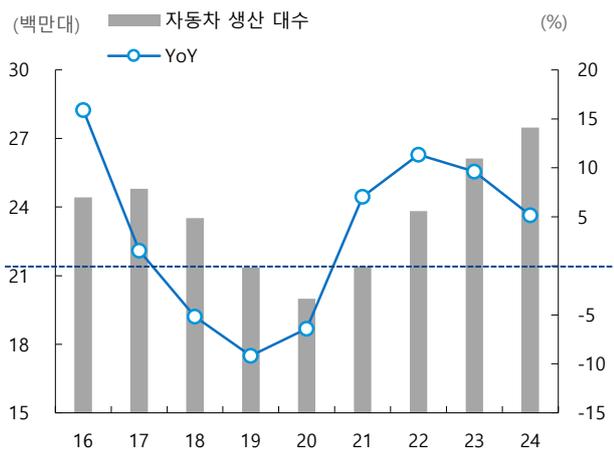
중국의 자동차 해상 수출 대수 증가율은 연평균(2016~2024년) 33% 늘어났으나, 증가율은 2025년부터 연평균 성장률을 하회할 것으로 예상된다.

중국의 자동차 생산 대수는 2016년 2,442만대에서 2024년 2,748만세대로 연평균 1.5% 성장했다. 자동차 해상 수출 대수는 2016년 51만대에서 2024년 528만대로 연평균 33% 성장하며 생산 대수를 크게 아웃퍼폼했다. 수출 대수가 늘어난 것은 BYD, Geely, Changan 등의 자국 OEM과 VW, GM, Tesla 등의 OEM의 중국 생산 및 수출 대수도 크게 늘어났다. 이 중에서 전기차(BEV, PHEV)의 수출 대수가 2020년 22만대에서 2024년 128만대로 해상 수출 판매량의 20% 이상의 비중을 차지하고 있다.

2024년 기준 중국의 자동차 수출 국가별 비중은 러시아 30%, 남미 24%, 유럽 12%, 아태 19%, 중동 11%, 아프리카 4%를 차지하고 있으며, 러시아향 일부 판매를 제외하고 모두 해상으로 자동차를 수출하고 있다. 러시아, 아태, 중동의 수출 물량은 해상 운송에서 톤-마일 관점에서는 상대적으로 영향이 낮은 것도 PCTC 운임의 하방 리스크 요인으로 작용할 수 있다.

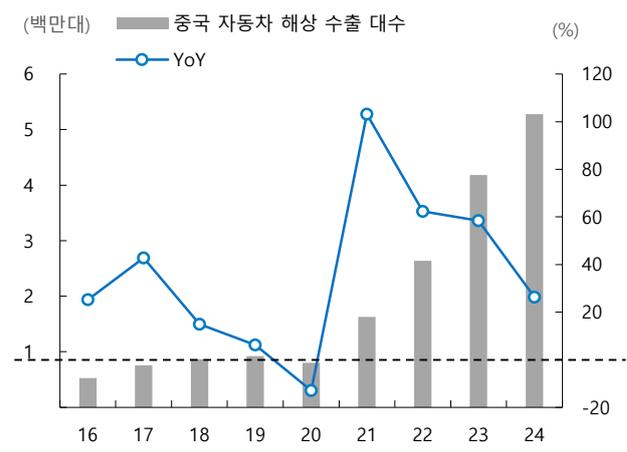
하지만 글로벌 선복량 증가율은 중국발 자동차 수출 대수 중심의 글로벌 자동차 해상 물동량 증가율을 모두 상쇄하기는 어려울 것으로 보인다. EU가 2024년 10월 중국산 자동차 관세를 인상했고(관세율 최대 45%), 글로벌 자동차 수요 증가율이 둔화된 영향이다. 실제 2025년 1월 중국의 자동차 수출 대수는 전년동월대비 0.6% 성장한 데 그쳤다.

그림39. 중국 자동차 생산 대수



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림40. 중국 자동차 해상 수출 대수



자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

③ 벌크 해운: 당분간 약세 이어질 것

현재 벌크 시황은 약세를 보이고 있고, 단기간의 시황 반등은 예상하기 어렵다. 2026년까지 벌크선 공급 증가율은 연간 3%씩 증가가 예상되지만, 벌크 물동량은 1% 미만 증가할 것으로 예상되어 수급의 밸런스는 맞지만 중국의 산업 경기 둔화가 운임 상승을 제한할 것으로 예상된다.

벌크 물동량은 크게 늘어나기 어렵다. 중국의 산업 경기가 철강 수요 증대로 이어지기 어려운 상황이다. 2025년 2월 기준 중국의 철강 PMI는 45.1로 아직 부진하다. 2024년 10월 54.6pt를 기록한 이후 지속적인 하향 추세다. 금번 양회에서 부동산 시장에 대해서도 많은 논의가 있었으나(지방 특수목적 채권 발행 규모 증가) 현재 엄청난 규모의 미분양을 소진하기 위해서는 상당 시간이 걸릴 것으로 예상되고, 신규 부동산 착공은 당장 기대하기 어렵다.

4월 넷째 주 기준 BDI는 1,489pt로 연초대비 42% 상승했다. 최근의 BDI 상승은 계절적 요인이 크다고 판단한다. 본래 BDI는 연초 춘절을 기점으로 급락한 이후, 산업생산이 재개되며 상승하는 패턴을 보여왔다. 현재의 BDI의 레벨과 시점은 중요한 분기점에 위치해 있으며, 하락 반전할 확률이 더욱 클 것으로 예상된다.

표13. 벌크 선복량, 물동량 증감율

(백만DWT, pt, %)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
기초 벌크 선복량	845.5	878.3	912.8	944.9	972.6	1,001.9	1,033.8	1,065.3
신규 주문	32.6	24.6	51.8	37.0	52.7	49.1		
인도	41.7	49.2	39.0	31.9	35.3	33.8		
폐선	15.2	5.2	4.3	5.4	3.7	7.2		
주문잔고	92.1	68.1	79.1	82.3	93.8	112.6		
기말 벌크 선복량	878.3	912.8	944.9	972.6	1,001.9	1,033.8	1,065.3	1,098.5
선복량 증감률	3.9	3.9	3.5	2.9	3.0	3.2	3.1	3.1
벌크 물동량(백만톤)	5,379.2	5,321.6	5,500.9	5,363.0	5,557.8	5,741.0	5,774.0	5,792.0
벌크 물동량 증감률	0.4	-1.2	3.3	-2.6	3.8	3.4	0.6	0.3
BDI(pt)	1,353	1,066	2,943	1,934	1,378	1,819		

자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

벌크 물동량은 크게 늘어나기 어려운 상황이다. 중국의 산업 경기가 철강 수요 증대로 이어지기 어려운 상황이다.

2025년 3월 4~11일 진행된 양회에서는 철강 수요로 이어질 특기할 만한 사항은 없었다. 양회에서 중국의 2025년 GDP 성장률을 5% 수준으로 전망했으며, 주요 키워드를 꼽으면 ‘소비 활성화와 내수 진작’이었다. 최저 임금과 고용률을 높여 ‘이구환신’을 확대하겠다는 것이 주요 골자였다. 중국의 내수는 반등할 수 있으나, 글로벌 벌크 시황에 미치는 영향은 제한적일 것으로 전망된다.

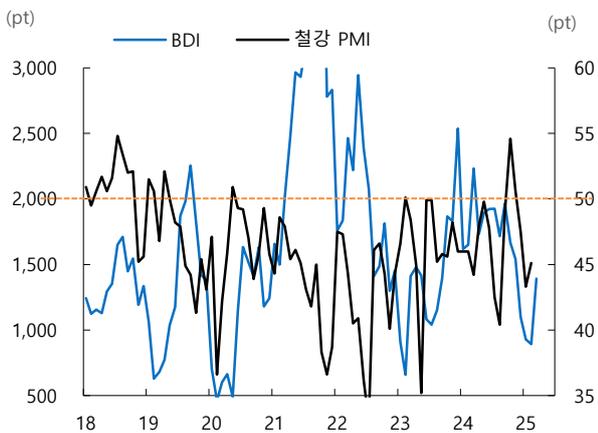
현재 중국의 철광 수요는 크게 반등하기 어려운 상황이다. 2025년 2월 기준 중국의 철강 PMI는 45.1로 아직 부진하다. 2024년 10월 54.6pt를 기록한 이후 지속적인 하향 추세이며, 2020년 이후 50pt를 넘은 시점은 4번 밖에 없었다(2020년 5월, 2023년 2월, 2024년 10월, 11월).

중국의 부동산 시황의 부진도 지속되고 있다. 1-2월 중국의 신규 착공 면적은 3,300만m2(-30% YoY)를 기록했으며, 미분양 이슈가 떠오른 2022년 이후 착공 면적의 레벨은 많이 내려온 상황이다. 2025년 1월 중국의 미분양 면적은 8억m2(+5% YoY)로 증가세는 둔화됐으나, 여전히 증가하고 있다.

금번 양회에서 부동산 시장에 대해서도 많은 논의가 있었다. 인프라 건설 및 미분양 매입을 위해 지방정부의 특수목적 채권을 작년 3조9,000억위안에서 2025년 4조4,000억위안으로 늘리기로 결정했고, 기준금리, 지급준비율 인하도 암시했다. 다만 현재 엄청난 규모의 미분양을 소진하기 위해서는 상당 시간이 걸릴 것으로 예상되고, 신규 부동산 착공은 당장 기대하기 어렵다.

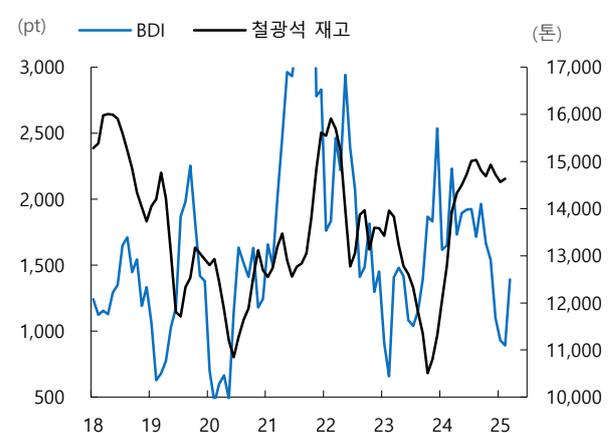
2025년 Clarksons이 전망하는 벌크 물동량 증가율은 0.6%이며 2026년에도 0.3%를 전망하고 있다.

그림41. 중국 철강 PMI와 BDI 추이



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림42. 중국 철광석 재고와 BDI 추이



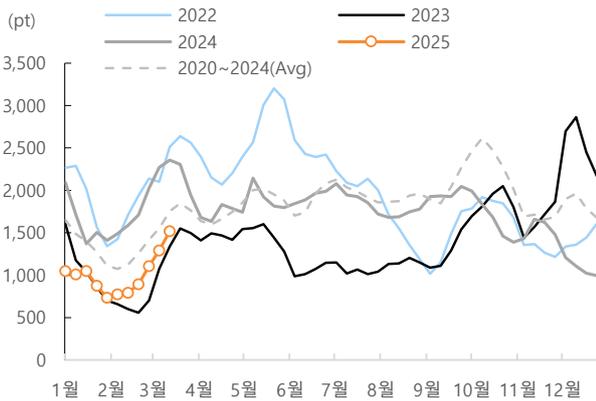
자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

4월 첫째 주 기준 BDI는 1,489pt로 연초대비 42% 상승했다. 최근의 BDI 상승은 계절적 요인이 크다고 판단한다. 본래 BDI는 연초 춘절을 기점으로 급락한 이후, 산업생산이 재개되며 상승하는 패턴을 보여왔다.

최근 BDI의 급등은 Capesize가 이끌었으며, 연초 대비 브라질 → 중국, 호주 → 중국 등 주요 경로의 운임이 2~3배 이상 상승했다. 철광석 운반을 주로 담당하는 Capesize 운임의 큰 반등이 철광석 물동량 시장의 개선이라고 보기 어렵다. 여전히 중국의 철광석 항만 재고의 레벨은 매우 높고, 철광석 수요 증가(철강 PMI)의 시그널은 나타나지 않는다. 최근의 급등은 본질적인 시황의 개선 보다는 계절적 특징에 불과하다고 판단한다.

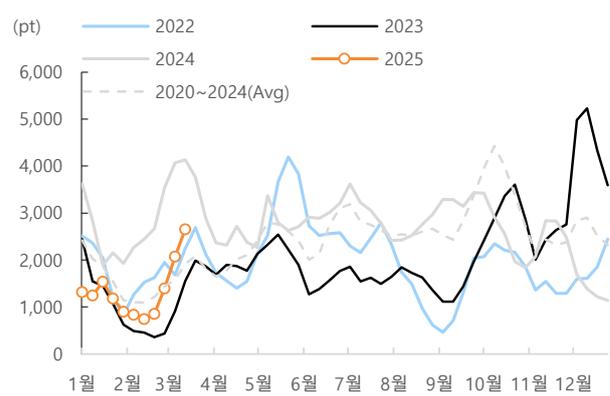
현재의 BDI의 레벨과 시점은 중요한 분기점에 위치해 있으며, 하락 반전할 확률이 더욱 클 것으로 예상된다.

그림43. BCI(Baltic Cape Index) 추이



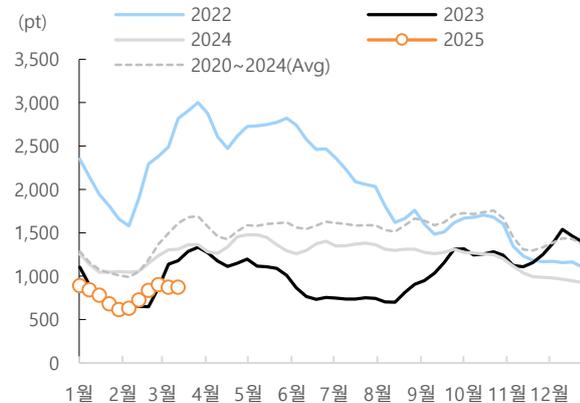
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림44. BCI(Baltic Cape Index) 추이



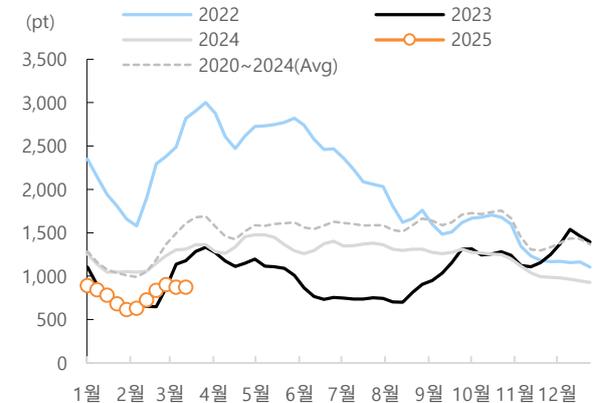
자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

그림45. BPI 추이 (Baltic Panamax Index)



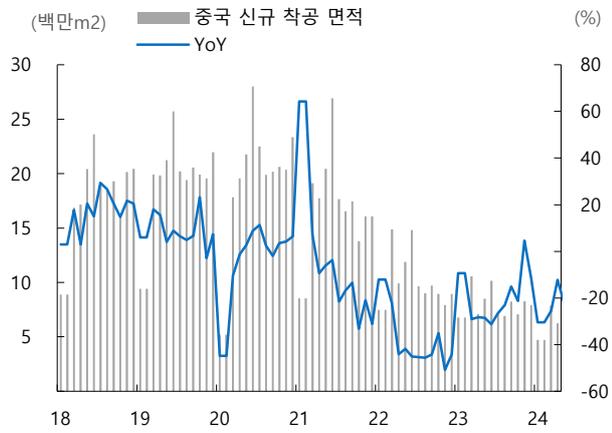
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림46. BSI 추이 (Baltic Supramax Index)



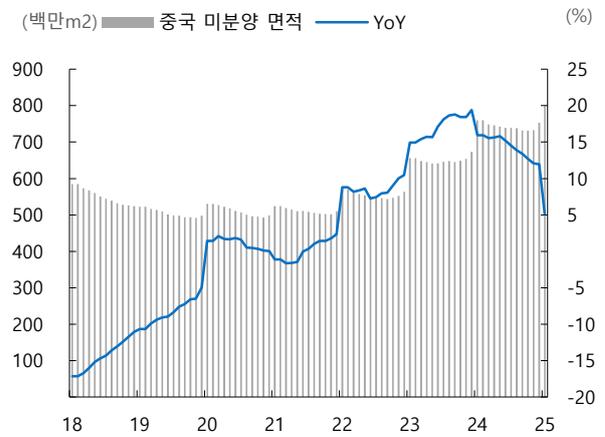
자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

그림47. 중국 부동산 신규 착공 면적(~2025년 2월)



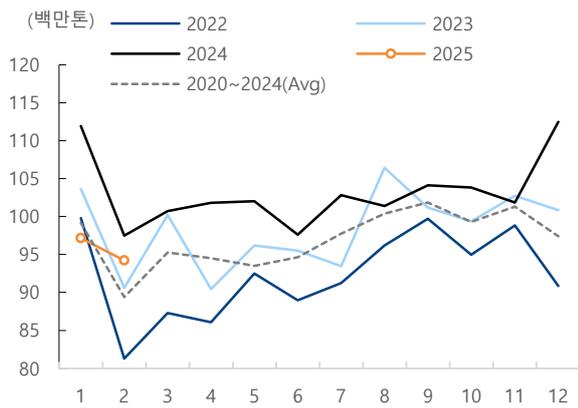
자료: CEIC, iM증권 리서치본부

그림48. 중국 부동산 미분양 면적(~2025년 2월)



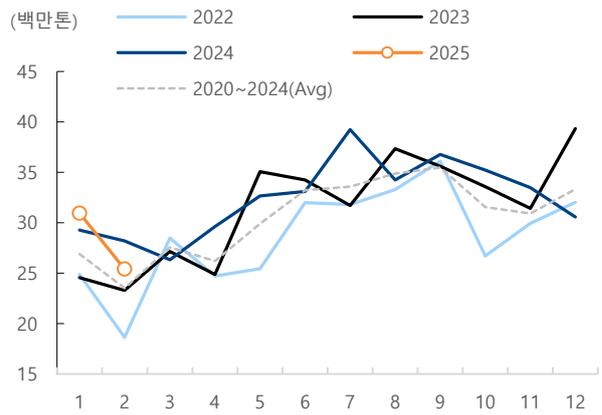
자료: CEIC, iM증권 리서치본부

그림49. 중국 철광석 수입량



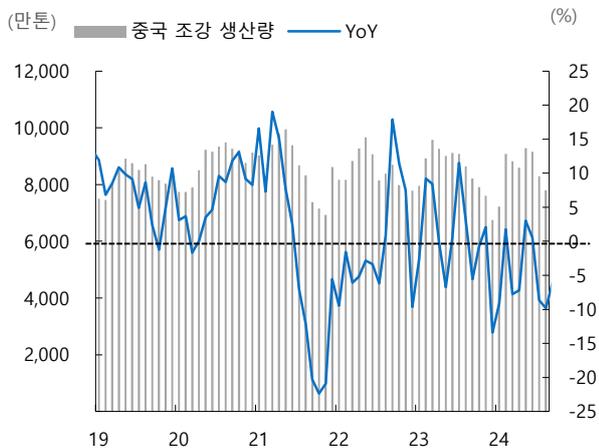
자료: CEIC, iM증권 리서치본부

그림50. 브라질 철광석 수출량 추이



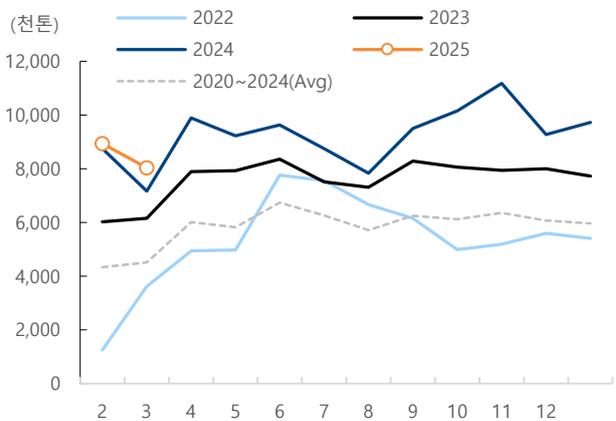
자료: CEIC, iM증권 리서치본부

그림51. 중국 조강 생산량 추이(~2024년 9월)



자료: CEIC, iM증권 리서치본부

그림52. 중국 철강재 수출량 추이



자료: CEIC, iM증권 리서치본부



기업분석

현대글로벌비스 (086280)

그럼에도 이익 성장은 가시적

HMM(011200)

트럼프가 촉발시킨 운임 변동성

팬오션 (028670)

트럼프 영향권 낮고, 이익 레벨 안정적

현대글로벌비스 (086280)

2025.04.07

그럼에도 이익 성장은 가시적

[건설/운송] 배세호
2122-9178 seho.bae@imfnssec.com

투자 의견 Buy, 목표주가 160,000원으로 커버리지 개선

현대글로벌비스에 대해 투자 의견 Buy와 목표주가 160,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12개월 선행 EBITDA에 Target Multiple 4.4배를 적용하고 예상 순차입금을 차감해 산정했다. 목표주가는 12개월 선행 기준 P/E 8.5배, P/B 1.18배에 해당한다. 미국의 자동차 관세 영향으로 PCC 시황 약세와 물량 감소가 우려되며 최근 주가는 큰 폭의 조정을 겪었다. 하지만 2025년부터 PCC 운임 인상 효과가 본격화되며, HMGMA 준공에 따른 CKD 매출액 증가로 현대글로벌비스의 실적은 2025년 개선될 것으로 예상된다. 12개월 선행 기준 현재 주가는 P/E 6.2배, P/B 0.86배로 저점 매수가 가능하다고 판단한다.

PCC 부문의 안정적인 성장 예상

PCC 부문에서의 성장이 부각될 것으로 예상된다. 현대글로벌비스는 2024년 12월 현대차, 기아와 5년(2025~2029년) 장기계약을 체결했다. 수송 단가는 이전 계약 대비 약 2.3배 상승한 것으로 추정된다. 수송 단가가 상승한 것은 지난 3년간 PCC 운임이 크게 오른 영향이다. 2024년 일부 운임의 조정이 있었고, 2025년에는 운임 인상 효과가 본격적으로 반영되며 안정적인 매출 및 영업이익 성장이 기대된다. 해운 매출액은 2025년 5.5조원 → 2028년 6.4조원, 영업이익은 2025년 4,841억원 → 2028년 5,884억원이 예상된다.

현대글로벌비스는 2025년 매출액 29.4조원(+3.3% YoY), 1.9조원(+7.6%, OPM 6.4%)가 예상된다. 물류 부문의 성장세는 둔화되지만, PCC 부문 운임 인상 효과로 영업이익은 전년대비 증가할 것으로 예상된다. 미국의 자동차 25% 관세 부과 영향으로 PCC 부문 매출액은 감소할 수 있으나, 미국의 HMGMA 준공 효과로 CKD 매출이 늘어나며 상쇄가 가능할 것으로 예상된다.

공격적인 주주환원정책과 보스턴다이내믹스 지분 가치

현대글로벌비스는 2024년 7월 주주환원정책으로 '최소 전년의 5% 상향과 배당성향 최소 25% 이상 유지'를 발표했다. 현대글로벌비스는 PCC 부문의 중장기적인 안정적인 이익 레벨이 예상되어, 주당 배당금 역시 배당성향 상승에 맞춰 장기적으로 증가할 것으로 예상된다. 2025년 예상 주당 배당금은 4,700원이며, 2027년까지는 주당 배당금 5,000원까지 예상된다. 2025년 회계연도 기준 주당 배당금은 현재 주가 기준 4.0%에 해당한다.

HMG Global가 최대주주인 Boston Dynamics의 상장 시점에 현대글로벌비스의 Boston Dynamics 지분 가치가 주목받을 수 있다. 현대글로벌비스는 현재 Boston Dynamics 지분 10.95%(누적투자 2,647억원)를 보유하고 있다. 2024년 3분기 가장 최근의 포스트 머니 기준으로 Boston Dynamics 가치는 2.4조원이다. Boston Dynamics의 2024년 매출액은 1,161억원, 순이익으로는 -4,405억원을 기록했다.

Buy (Initiate)

목표주가(12M)	160,000원(신규)
증가(2025.04.04)	116,100원
상승여력	37.8%

Stock Indicator	
자본금	38십억원
발행주식수	7,500만주
시가총액	8,708십억원
외국인지분율	49.6%
52주 주가	104,700~252,500원
60일평균거래량	195,394주
60일평균거래대금	25.5십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-12.8	-10.6	-0.8	34.3
상대수익률	-8.5	-9.7	3.3	43.5

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	28,407	29,364	30,304	31,421
영업이익(십억원)	1,753	1,887	1,952	2,024
순이익(십억원)	1,094	1,394	1,433	1,489
EPS(원)	14,585	18,589	19,113	19,859
BPS(원)	116,975	130,911	145,250	160,149
PER(배)	8.1	6.2	6.1	5.8
PBR(배)	1.0	0.9	0.8	0.7
ROE(%)	15.2	14.2	13.2	12.4
배당수익률(%)	3.1	4.0	4.1	4.3
EV/EBITDA(배)	3.1	2.6	2.1	1.7

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

실적 전망

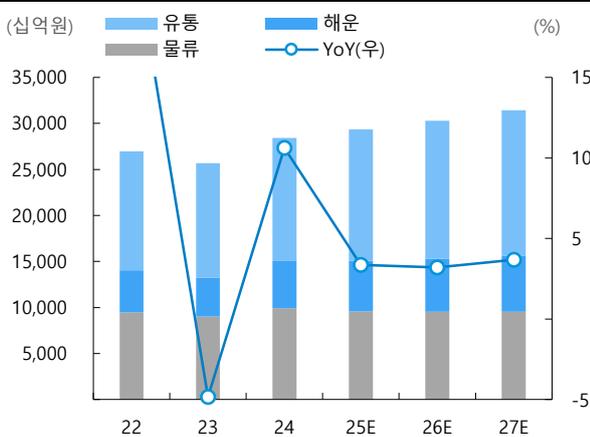
현대글로벌비스는 2025년 매출액 29.4조원(+3.3% YoY), 1.9조원(+7.6%, OPM 6.4%)가 예상된다. 물류 부문의 성장세는 둔화되지만, PCC 부문 운임 인상 효과로 영업이익은 전년대비 증가할 것으로 예상된다. 미국의 자동차 25% 관세 부과 영향으로 PCC 부문 매출액은 감소할 수 있으나, 미국의 HMGMA 준공 효과로 CKD 매출이 늘어나며 상쇄가 가능할 것으로 예상된다.

물류: 2025년 물류 부문의 매출액 9.5조원(-3.6% YoY), 영업이익은 7,991억원(-3.8% YoY, OPM 8.4%)가 예상된다. 현대차그룹의 물류 대수가(국내 + 해외 출고 + 수출)이 전년과 유사한 수준이 예상되고, 컨테이너 운임의 하락세가 이어지며 연 중 이어지며 포워딩 매출이 감소할 것으로 예상된다.

해운: 2025년 해운 매출액은 5.5조원(+7.8% YoY), 영업이익 4,841억원(+32.2% YoY, OPM 8.8%)이 예상된다. 벌크 부문은 전년과 유사한 매출이 예상되고(1.1조원), PCC 부문에서의 성장이 부각될 것으로 예상된다. 현대글로벌비스는 2024년 12월 현대차, 기아와 5년(2025~2029년) 장기계약을 체결했다 수송 단가는 이전 계약 대비 약 2.3배 상승한 것으로 추정된다. 수송 단가가 상승한 것은 지난 3년간 PCC 운임이 크게 오른 영향이다. 2024년 일부 운임의 조정이 있었고, 2025년에는 운임 인상 효과가 본격적으로 반영되며 안정적인 매출 및 영업이익 성장이 기대된다.

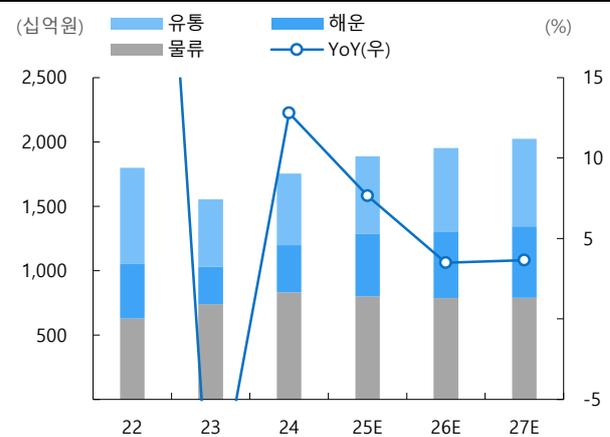
유통: 2025년 유통 부문의 매출액 14.3조원(+6.8% YoY), 영업이익은 6,036억원(+8.6% YoY, OPM 4.2%)가 예상된다. CKD 매출액은 12.4조원으로 전년대비 8.4% 증가할 것으로 예상된다. 원화 대비 달러 강세 효과가 이어지고 있으며, 미국의 HMGMA(연 30만~50만대)이 3월 준공되었으며, 3월부터 CKD 매출 증가 효과가 예상된다.

그림1. 현대글로벌비스 부문별 매출액 추이



자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림2. 현대글로벌비스 부문별 영업이익 추이



자료: 현대글로벌비스, iM증권 리서치본부

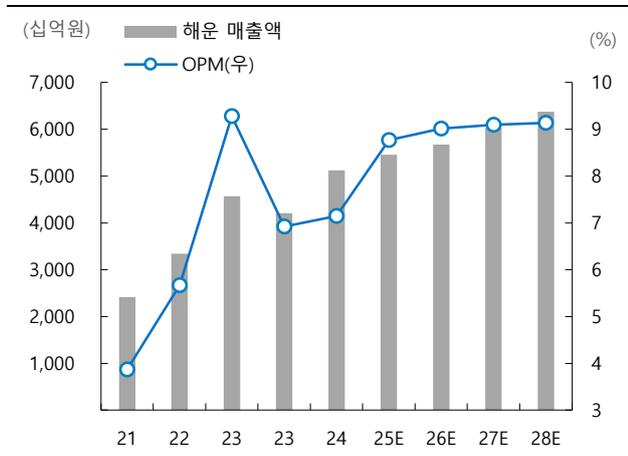
PCC 부문의 안정적인 성장

현대글로벌비스는 2024년 12월 현대차, 기아와 5년(2025~2029년) 장기계약을 체결했다. 계약규모는 현대차 3.4조원, 기아 3.3조원으로 총 6.7조원이다. 현대글로벌비스는 현대차, 기아의 완성차 수출 물량의 50%의 해상운송을 담당하게 됐다. 이번 계약은 2022~2024년(3년) 체결한 1.96조원 대비 약 3.4배 많은 수준이다. 연평균으로 감안 시 지난 계약 대비 2.1배 늘어난 수준이다.

지난 계약에서는 현대글로벌비스는 현대차, 기아의 국내 생산 물량 60%를 담당했으나, 현대글로벌비스의 비계열 사업 확대를 위해 담당 물량 비중은 소폭 줄었다. 완성차 수출 물량 비중이 기존 60% → 50%로 줄어든 것을 감안 시 계열사 수송량은 5~10% 줄인 것으로 추정된다. 이를 감안 시 수송 단가는 이전 계약 대비 약 2.3배 상승한 것으로 추정된다. 수송 단가가 상승한 것은 PCC 운임이 크게 오른 영향이다. PCC 1 Year Timecharter 운임은 2021년 평균 2.6만달러/일에서 2024년 10.3만달러/일로 상승했다(2025년 평균 6.3만달러/일).

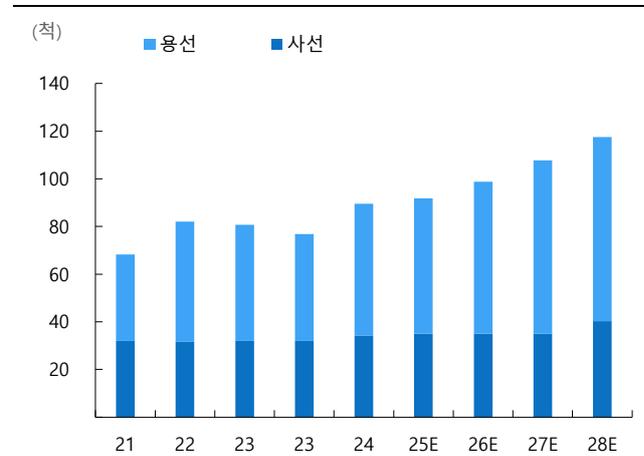
현대글로벌비스의 PCC 선대(연평균)는 2021년 82척(6,500RT 환산) → 2022년 81척 → 2023년 77척 → 2024년 90척로 증가했으며, 2024년말 기준으로는 98척을 보유하고 있다(사선 35척, 용선 63척). 현대글로벌비스는 2028년까지 118척의 PCC 선대를 계획하고 있다(2025년 92척 → 2026년 102척 → 2027년 110척 → 2028년 118척). 2024년부터 일부 노선의 운임 조정이 있었고, 2024년 해운 부문 매출액은 5.1조원(+21.6% YoY, PCC 매출액 +27.5% YoY), 영업이익은 3,661억원(+25.5% YoY)라는 호실적을 기록했다. 스팟 운임의 일부 조정에도 2025년에도 운임 인상 효과가 본격적으로 반영되며 안정적인 매출 및 영업이익의 성장이 기대된다. 해운 매출액은 2025년 5.5조원 → 2028년 6.4조원, 영업이익은 2025년 4,841억원 → 2028년 5,884억원이 예상된다.

그림3. 해운 매출액 및 OPM 추이



자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림4. 현대글로벌비스 PCC 선복량 가경



자료: 현대글로벌비스, iM증권 리서치본부

공격적인 주주환원정책

현대글로비스는 2024년 7월 CID(CEO Investor Day)를 열고 향후 3개년(2025~2027년) 배당 정책을 발표했다. 우선 보통주 100% 무상증자를 단행했고, 배당 정책으로 기존 '전년의 주당배당금 5~50% 상향'에서 '최소 전년의 5% 상향과 배당성향 최소 25% 이상 유지'를 발표했다. 또한 총주주수익률(TSR)의 개념을 도입하여 ROE 15% 이상을 목표하고, 이를 초과 시 배당금으로 환원하겠다는 계획을 가지고 있다.

현대글로비스는 주당 배당금으로 2020년 1,750원(지배주주순이익 대비 배당성향 21.7%), 2021년 1,900원(18.2%), 2022년 2,850원(18.0%), 2023년 3,150원(22.3%), 2024년 3,700원(20.7%)을 지급했다. 지난 5년간 18~22% 수준의 배당 성향을 기록했으며, 2024년 7월 발표한 배당 정책은 현저히 과거 대비 강화되는 것이다.

현대글로비스는 PCC 부문의 중장기적인 안정적인 이익 레벨이 예상되어, 주당 배당금 역시 배당성향 상승에 맞춰 장기적으로 증가할 것으로 예상된다. 2025년 예상하는 주당 배당금은 4,700원이며, 2027년까지는 주당 배당금 5,000원까지 예상된다. 2025년 기준 주당 배당금은 현재 주가 기준 4.0%에 해당한다.

표1. 현대글로비스 주주환원 정책 목표를 iM증권 추정치와 비교

(십억원, 원, %)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
지배주주순이익(십억원)	606	783	1,190	1,061	1,337	1,394	1,433	1,489
주당 배당금(원)	1,750	1,900	2,850	3,150	3,700	4,700	4,800	5,000
배당 총액(십억원)	131	143	214	236	278	349	358	372
배당 성향(%)	21.7	18.2	18.0	22.3	20.7	25.0	25.0	25.0
시가 배당률(%)	1.9	2.2	3.3	3.7	2.6	4.0	4.1	4.3
기준 주가(원)	93,000	87,000	87,000	86,000	143,000	116,100	116,100	116,100
주식 수(천 주)	37,500	37,500	37,500	37,500	37,500	75,000	75,000	75,000

자료:현대글로비스, iM증권 리서치본부

주: 2020~2023년의 주당 배당금은 무상증자 감안하여 수정

장기적으로 Boston Dynamics 지분 가치 부각될 것

2021년 6월 현대차그룹은 소프트뱅크로부터 Boston Dynamics 지분 80% 인수했다. 최초 투자 기준 현대차 3,736억원(30%), 현대모비스 2,491억원(20%), 현대글로벌 1,245억원(10%), 정의선 현대차그룹 회장 2,491억원(20%)으로 Boston Dynamics의 지분 구성이 이루어졌다. 이후 현대차 그룹 산하 HMC Global 법인 (현대차그룹의 미국내 신사업 투자 관리)을 설립하며 현대차, 기아, 현대모비스의 Boston Dynamics 지분은 HMC Global로 이관되었다. 이후 2022년부터 2024년까지 4번의 유상증자가 진행되었으며, 네 차례의 유상증자에서 모두 관계 회사들은 지분 보유 비율에 따라 투자에 참여한 것으로 파악된다.

현재 HMG Global은 Boston Dynamics 지분 50% 이상을 확보하고 있는 것으로 파악되며, HMG Global의 지분은 현대차가 49.5%, 기아가 30.5%, 현대모비스가 20%를 보유하고 있다. 현대글로벌의 경우 추가 투자를 거쳐 현재 Boston Dynamics 지분 10.95%(누적투자 2,647억원)을 보유하고 있다. 2024년 1분기 88억원, 3분기 585억원을 투자하여 지분율을 기존 10.56% → 10.95%로 늘렸으며, 2024년 3분기 가장 최근의 포스트 머니 기준으로 보스턴다이내믹스의 가치는 2.4조원이다.

Boston Dynamics는 Atlas를 2025년 내 현대차그룹 생산공정 내 투입하여 데이터 수집, 2028년 상용화라는 향후 계획을 가지고 있다. Boston Dynamics 2024년 매출액 1,161억원, 순이익 -4,405억원의 실적을 기록했다. 결국 2028년을 전후로 한 상용화 및 제품 양산이 선결되어야 매출 성장을 포함한 실적 개선이 가능하다. 다만 다수의 중국 휴머노이드 업체들이 2025년을 전후로 양산에 돌입하고 있다는 점에 비춰볼 때, Boston Dynamics의 제품 상용화 일정이 앞당겨질 가능성은 존재한다.

표2. Boston Dynamics 주요 재무 및 실적 상황

(백만원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
자산	252,447	425,600	368,853	392,185	294,505	440,753
부채	37,919	117,292	135,077	162,746	190,603	237,046
자본	214,527	308,307	233,776	229,439	103,903	203,707
매출액	851	3,177	66,779	78,244	91,022	116,109
순이익	-71,535	-116,852	-196,951	-255,088	-334,830	-440,522

자료: 현대글로벌, iM증권 리서치본부

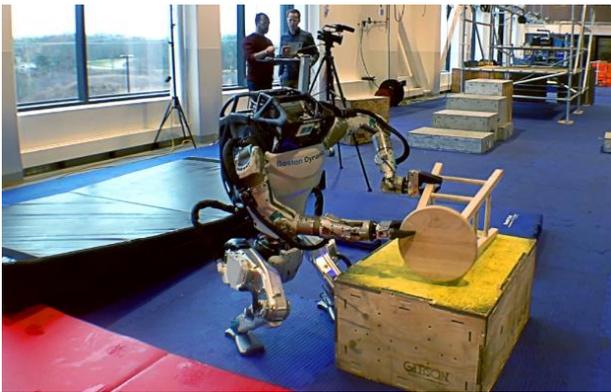
표3. 현대글로벌비스의 보스턴 다이내믹스 투자 이력 및 인정 기업가치

(백만원)	2021	2022	2023	2024년 1분기	2024년 3분기
투자금액(십억원)	142.0	30.0	25.4	8.8	58.5
지분율(%)	10%	10.33%	10.56%	10.63%	10.95%
지분율 증감(%)	-	0.33%	0.23%	0.07%	0.32%
누적투자금액(십억원)	142.0	172.0	197.4	206.2	264.7
주당 가격(원)	117,277.4	130,190.0	121,001.3	-	27,370.5
인정 기업가치(십억원)	1,420	1,817	1,892	1,940	2,406
보스턴다이내믹스 주식 총 수	12,108,039	13,955,034	15,636,383	-	19,519,050
- 현대글로벌비스 소유 주식 수	1,210,804	1,441,555	1,651,202	-	2,137,336

자료: 현대글로벌비스, iM증권 리서치본부

주: 2021년 투자 금액은 2022년 사업보고서 기준, 2021년 6월 공시에는 1,245억원 투자

그림5. Boston Dynamics의 구세대 Atlas



자료: Boston Dynamics, iM증권 리서치본부

그림6. Boston Dynamics의 차세대 Atlas



자료: Boston Dynamics, iM증권 리서치본부

표4. 현대글로벌비스 1Q25E 영업실적 및 컨센서스 비교(연결)

(십억원, %)	1Q25E	전년동기대비		전분기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		1Q24	YoY %	4Q24	YoY %	1Q25E	Diff %	1Q25E	Diff %
매출액	7,113	6,586	8.0	7,288	-2.4	7,246	-1.8	4,624	53.8
영업이익	455	385	18.3	460	-1.0	494	-7.7	445	2.3
세전이익	469	430	9.1	472	-0.6	496	-5.4	325	44.3
지배주주순이익	338	304	11.1	340	-0.6	370	-8.6	227	48.9
영업이익률	6.4	5.8	0.6	6.3	0.1	6.8	-0.4	9.6	-3.2
지배주주순이익률	6.6	6.5	0.1	6.5	0.1	6.8	-0.2	7.0	-0.4

자료: Dart, Quantiwise, iM증권

표5. 현대글로벌비스 2025E 영업실적 및 컨센서스 비교(연결)

(십억원, %)	2025E	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		2024	YoY %	2025E	Diff %	2025E	Diff %
매출액	29,364	28,407	3.4	30,136	-2.6	-	-
영업이익	1,887	1,753	7.6	2,028	-7.0	-	-
세전이익	1,934	1,807	7.0	2,033	-4.9	-	-
지배주주순이익	1,394	1,337	4.2	1,494	-6.7	-	-
영업이익률	6.4	6.2	0.3	6.7	-0.3	-	-
지배주주순이익률	6.6	6.4	0.2	6.7	-0.2	-	-

자료: Dart, Quantiwise, iM증권

표6. 현대글로벌비스 연간 실적추정 변경(연결 기준)

(단위: 십억원, %)	신규추정		기존추정		변동률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	29,364	30,304	-	-	-	-
영업이익	1,887	1,952	-	-	-	-
영업이익률	6.4	6.4	-	-	-	-
EBITDA	2,646	2,689	-	-	-	-
세전이익	1,934	1,988	-	-	-	-
지배주주순이익	1,394	1,433	-	-	-	-
지배주주순이익률	4.7	4.7	-	-	-	-
EPS	18,589	19,113	-	-	-	-
BPS	133,648	149,611	-	-	-	-

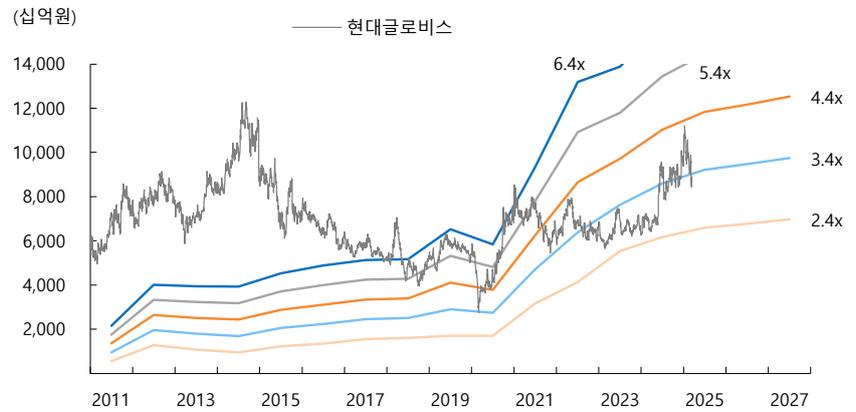
자료: iM증권

표7. 현대글로벌비스 목표주가 Valuation

(십억원, 배, %)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	비고
(A) + (B) EBITDA(십억원)	1,545	2,265	2,083	2,427	2,620	2,696	2,778	
(A) 영업이익	1,126	1,799	1,554	1,753	1,887	1,952	2,024	
(B) 감가상각비	419	466	529	674	733	744	754	
EPS (원)	10,439	15,864	14,148	17,833	18,589	19,113	19,859	지배주주순이익 기준
BPS (원)	77,366	91,547	103,405	116,975	132,231	147,743	164,002	지배주주소유자본 기준
고점 P/E (배)	10.9	6.7	7.1	7.2				최근 5년 평균: 8.8
평균 P/E (배)	8.9	5.7	6.1	5.9				최근 5년 평균: 7.0
저점 P/E (배)	7.0	4.9	5.3	4.7				최근 5년 평균: 5.3
고점 P/B (배)	2.39	0.83	0.53	0.77				최근 5년 평균: 1.4
평균 P/B (배)	1.20	0.98	0.84	0.90				최근 5년 평균: 1.0
저점 P/B 배)	0.94	0.85	0.73	0.71				최근 5년 평균: 0.8
고점 EV/EBITDA(배)	5.9	4.1	3.3	3.8				최근 5년 평균: 5.0
평균 EV/EBITDA(배)	4.9	3.6	2.9	3.0				최근 5년 평균: 4.0
저점 EV/EBITDA(배)	3.9	3.2	2.5	1.7				최근 5년 평균: 3.1
ROE(%)	13.5	17.3	13.7	15.2	14.1	12.9	12.1	
(C) 적용 EBITDA (십억원)					2,646			12개월 선행 EBITDA
(D) Target EV 배수					4.4			최근 5년 중상단
(E) 순차입금	547	1,306	-546	-345	-300			2025년 예상 순차입금
(F) 주식수(백만주)					75			
목표주가 (원) ([C*D-E]/F*10³)					160,000			Target P/E 8.5x, Target P/B 1.18x
전일 증가 (원)					116,100			12M fwd P/E 6.2x, P/B 0.86x
상승 여력					37.8			

자료: iM증권 리서치본부

그림7. 현대글로벌비스 EV/EBITDA Band



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림8. 현대글로벌비스 P/E Band



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림9. 현대글로벌비스 P/B Band



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

표8. 현대글로벌비스 실적 추정

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
주요 가정											
SCF(pt)	2,022	2,576	3,082	2,276	1,762	1,350	1,250	1,450	2,489	1,453	1,425
평균환율(원/달러)	1,329	1,371	1,355	1,400	1,453	1,415	1,380	1,380	1,364	1,407	1,380
유가(달러/배럴)	77	81	75	70	72	71	70	69	76	70	69
HMG(천 대)											
HMG 해외 출고 + 수출	1,472	1,558	1,455	1,504	1,479	1,566	1,462	1,511	5,988	6,018	6,060
YoY	-3.0	2.3	0.7	-1.0	0.5	0.5	0.5	0.5	-0.3	0.5	0.7
선복량(척수)											
PCC(6,500RT)	81	85	94	98	93	90	91	93	90	92	99
벌크	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21
매출액	6,586	7,064	7,469	7,288	7,113	7,417	7,486	7,347	28,407	29,364	30,304
YoY	4.5	8.1	18.0	11.8	8.0	5.0	0.2	0.8	10.6	3.4	3.2
물류	2,275	2,434	2,583	2,622	2,318	2,372	2,413	2,453	9,914	9,557	9,550
YoY	6.1	7.8	15.1	10.4	1.9	-2.6	-6.6	-6.4	9.9	-3.6	-0.1
- 국내물류	480	492	495	491	469	488	493	493	1,958	1,942	1,929
- 해외물류	1,795	1,943	2,088	2,131	1,849	1,884	1,921	1,960	7,956	7,614	7,621
해운	1,151	1,288	1,329	1,353	1,315	1,434	1,338	1,435	5,121	5,522	5,733
YoY	14.1	22.3	28.2	21.5	14.3	11.3	0.7	6.1	21.6	7.8	3.8
- PCC	922	995	1,014	1,069	1,114	1,165	1,048	1,137	4,000	4,463	4,653
- 벌크	229	293	315	284	202	269	290	299	1,121	1,059	1,079
유통	3,161	3,342	3,557	3,313	3,480	3,612	3,735	3,459	13,373	14,286	15,021
YoY	0.6	3.6	16.6	9.3	10.1	8.1	5.0	4.4	7.5	6.8	5.1
- CKD	2,652	2,814	3,106	2,857	2,995	3,103	3,292	2,994	11,428	12,384	13,146
기타	508	528	452	456	485	508	443	465	672	671	680
영업이익	385	439	469	460	455	470	482	480	1,753	1,887	1,952
YoY	-5.4	6.5	22.1	31.1	18.3	7.0	2.7	4.4	12.8	7.6	3.5
물류	182	203	211	235	197	194	202	206	831	799	787
해운	83	79	108	97	112	126	121	126	366	484	517
유통	121	158	150	128	147	150	159	148	556	604	648
영업이익률(%)	5.8	6.2	6.3	6.3	6.4	6.3	6.4	6.5	6.2	6.4	6.4
물류	8.0	8.3	8.2	9.0	8.5	8.2	8.4	8.4	8.4	8.4	8.2
해운	7.2	6.1	8.1	7.2	8.5	8.8	9.0	8.8	7.1	8.8	9.0
유통	3.8	4.7	4.2	3.9	4.2	4.2	4.2	4.3	4.2	4.2	4.3
영업외손익	45	-14	11	12	14	9	10	15	54	47	35
세전이익	430	425	480	472	469	479	491	495	1,807	1,934	1,988
지배주주순이익	304	311	382	340	338	345	354	357	1,337	1,394	1,433

자료: Dart, iM증권 리서치본부

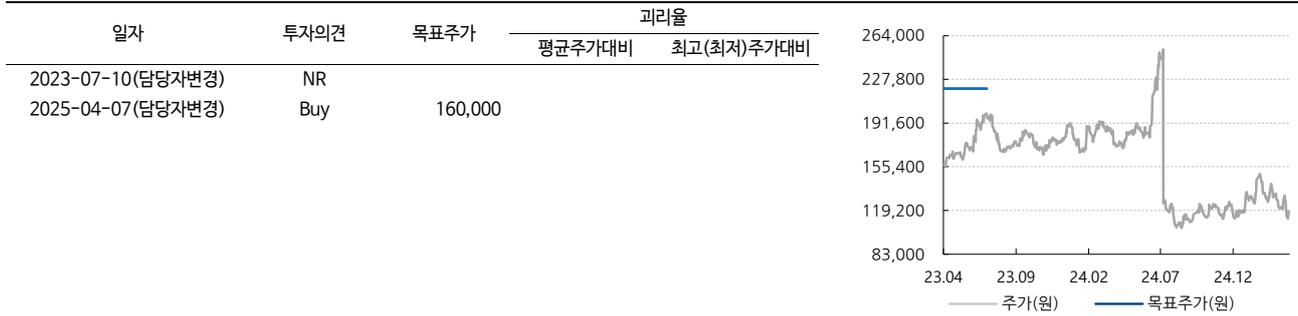
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	9,861	10,713	11,621	12,482	매출액	28,407	29,364	30,304	31,421
현금 및 현금성자산	3,277	3,993	4,368	5,104	증가율(%)	10.6	3.4	3.2	3.7
단기금융자산	1,139	987	1,289	1,138	매출원가	25,957	26,783	27,633	28,653
매출채권	3,261	3,418	3,479	3,552	매출총이익	2,450	2,581	2,670	2,768
재고자산	1,724	1,738	1,789	1,852	판매비와관리비	697	694	718	744
비유동자산	6,988	7,584	7,872	8,260	연구개발비	11	12	12	13
유형자산	5,717	6,287	6,547	6,908	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	172	168	165	163	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	16,849	18,297	19,493	20,742	영업이익	1,753	1,887	1,952	2,024
유동부채	5,311	5,671	5,735	5,811	증가율(%)	12.8	7.6	3.5	3.7
매입채무	2,181	2,193	2,232	2,279	영업이익률(%)	6.2	6.4	6.4	6.4
단기차입금	1,059	1,059	1,059	1,059	이자수익	182	182	182	182
유동성장기부채	431	492	500	508	이자비용	189	210	210	210
비유동부채	2,729	2,969	3,009	3,049	지분법이익(손실)	-122	8	3	5
사채	110	110	110	110	기타영업외손익	-83	-	-	-
장기차입금	584	674	664	654	세전계속사업이익	1,545	1,934	1,988	2,065
부채총계	8,040	8,640	8,744	8,860	법인세비용	445	532	547	568
지배주주지분	8,773	9,612	10,697	11,822	세전계속이익률(%)	5.4	6.6	6.6	6.6
자본금	38	38	38	38	당기순이익	1,099	1,402	1,441	1,497
자본잉여금	135	135	135	135	순이익률(%)	3.9	4.8	4.8	4.8
이익잉여금	8,359	9,401	10,474	11,589	지배주주귀속 순이익	1,094	1,394	1,433	1,489
기타자본항목	8	8	8	8	기타포괄이익	163	163	163	163
비지배주주지분	36	44	52	60	총포괄이익	1,262	1,565	1,604	1,660
자본총계	8,809	9,656	10,748	11,882	지배주주귀속총포괄이익	1,262	1,565	1,604	1,660

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	2,122	2,047	1,974	2,002	주당지표(원)				
당기순이익	1,099	1,402	1,441	1,497	EPS	14,585	18,589	19,113	19,859
유형자산감가상각비	-	710	721	732	BPS	116,975	130,911	145,250	160,149
무형자산상각비	19	23	23	22	CFPS	14,843	28,368	29,028	29,913
지분법관련손실(이익)	-122	8	3	5	DPS	3,700	4,700	4,800	5,000
투자활동 현금흐름	-489	-1,555	-1,708	-1,367	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-939	-1,510	-1,211	-1,322	PER	8.1	6.2	6.1	5.8
무형자산의 처분(취득)	-	0	0	0	PBR	1.0	0.9	0.8	0.7
금융상품의 증감	601	151	-301	150	PCR	8.0	4.1	4.0	3.9
재무활동 현금흐름	-703	-127	-354	-362	EV/EBITDA	3.1	2.6	2.1	1.7
단기금융부채의증감	-	6	1	1	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	90	-10	-10	ROE	15.2	14.2	13.2	12.4
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	6.2	8.9	8.9	8.8
배당금지급	-236	-278	-353	-360	부채비율	91.3	89.5	81.4	74.6
현금및현금성자산의증감	986	717	375	736	순부채비율	-25.3	-27.4	-30.9	-32.9
기초현금및현금성자산	2,291	3,277	3,993	4,368	매출채권회전율(x)	9.0	8.8	8.8	8.9
기말현금및현금성자산	3,277	3,993	4,368	5,104	재고자산회전율(x)	18.5	17.0	17.2	17.3

자료 : 현대글로벌비스, iM증권 리서치본부

현대글로벌비스 투자의견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%

HMM (011200)

2025.04.07

트럼프가 촉발시킨 운임 변동성

[건설/운송] 배세호
2122-9178 seho.bae@imfnc.com

투자 의견 Hold, 목표주가 21,000원으로 커버리지 개시

HMM에 대하여 투자 의견 Hold와 투자 의견 21,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12개월 선행 EBITDA에 Target EV/EBITDA 2.9배(글로벌 컨테이너 선사 평균)를 적용하고 예상 순차입금을 차감하여 산정했다. 목표주가에 해당하는 12개월 선행 P/E는 8.8배, P/B는 0.79배에 해당한다. 컨테이너 선복량 증가 추세와 미국의 상호관세 정책에 따라 글로벌 컨테이너 물동량 감소와 운임 하락이 예상된다. 하지만 미국 USTR 중국 조선업 규제가 2월 발표만큼 강력하다면 HMM의 큰 수혜가 예상되며, 예상 추정치를 크게 상향 조정할 수 있다.

2025년 영업이익 1.9조원(-46.4% YoY) 예상

HMM의 2025년 매출액과 영업이익은 각각 10.6조원(-9.8% YoY), 영업이익은 1.9조원(-46.4% YoY)로 추정된다. 1Q25 평균 SCFI는 1,762pt(-12.9% YoY, -22.6% QoQ)를 기록했으며, 글로벌 선복량 증가와 미국 관세 영향에 따른 물동량 둔화 효과로 연 중 운임 하락이 예상된다. HMM의 영업이익은 SCFI와 크게 동조화 되는 모습을 보이고 있어, 컨테이너 운임 하락에 따라 영업이익 감소가 예상된다. 다만 2월 발표한 USTR의 중국 조선업 규제가 수정 없이 예정대로 시행된다면, 컨테이너 운임은 현재 대비 30% 이상 상승할 수 있다는 점은 업사이드 리스크이다. 또한 2024년초부터 통행이 제한된 수에즈 운하의 통행이 현재까지도 제한되어 있고, 연말까지 현재의 상황이 유지된다면 운임의 하락 효과는 제한될 수 있다. 상대적으로 중국산 선박의 비중이 낮은 HMM의 경우 미국 항구 입항 시 75만달러의 비용이 발생할 수 있다. 업계 평균 175만달러 대비 현저히 낮아 수혜가 예상된다. 하지만 USTR의 중국 조선업 규제의 강도를 감안 시 2월 발표 대비 실제 안은 페널티가 크게 하향될 가능성이 높다고 판단한다.

공격적인 주주환원 정책은 긍정적

2025년 1월 22일 HMM은 기업가치 제고 계획을 공시했다. 주요 내용으로는 1) 연평균 매출 성장률 9%, ROE(3년 평균) 4%, 2) 향후 1년 내 주주환원 예상 금액 2.5조원(2024년 결산배당 포함, 배당 + 자사주 매입/소각), 2030년까지 배당성장 30%와 시가배당률 5% 중 작은 금액 이상 주주환원 확대다. 배당성장 30% 혹은 시가 배당수익률 5% 중 작은 금액을 주당 배당금 하단으로 설정한 것은 배당의 가시성 측면에서 매우 긍정적이라 판단한다. 배당성장 30%를 가정 시 추정치 기준 회계연도 2025년, 2026년, 2027년의 주당 배당금은 730원, 870원, 1,070원이며, 이는 주가 19,600원 가정 시 배당 수익률 3.7%, 4.4%, 5.5%에 해당한다.

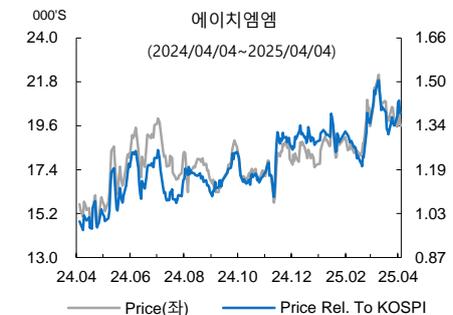
Hold (Initiate)

목표주가(12M)	21,000원(신규)
증가(2025.04.04)	19,600원
상승여력	7.1%

Stock Indicator	
자본금	4,405십억원
발행주식수	88,104만주
시가총액	17,268십억원
외국인지분율	9.6%
52주 주가	14,550~22,150원
60일평균거래량	2,882,905주
60일평균거래대금	57.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-8.6	3.7	14.6	27.4
상대수익률	-4.3	4.6	18.7	36.6

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	11,700	10,552	11,284	11,934
영업이익(십억원)	3,513	1,883	2,284	2,888
순이익(십억원)	3,782	2,252	2,702	3,300
EPS(원)	5,055	2,436	2,923	3,570
BPS(원)	31,615	31,844	34,046	36,894
PER(배)	3.5	7.7	6.7	5.5
PBR(배)	0.6	0.6	0.6	0.5
ROE(%)	15.3	7.8	8.8	10.1
배당수익률(%)	3.4	3.7	4.4	5.5
EV/EBITDA(배)	0.4	2.8	2.4	2.0

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

실적 추정

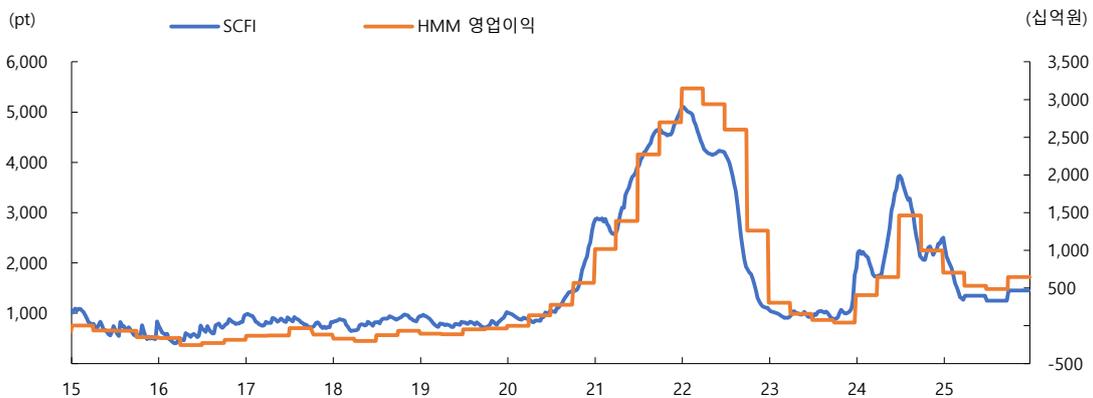
HMM의 2025년 매출액과 영업이익은 각각 10.6조원(-9.8% YoY), 영업이익은 1.9조원(-46.4% YoY)로 추정된다. 1Q25 평균 SCFI는 1,762pt(-12.9% YoY, -22.6% QoQ)를 기록했으며, 글로벌 선복량 증가와 미국 관세 영향에 따른 물동량 둔화 효과로 연 중 운임 하락이 예상된다. HMM의 영업이익은 SCFI와 크게 동조화 되는 모습을 보이고 있어, 컨테이너 운임 하락에 따라 영업이익 감소가 예상된다.

컨테이너 시황은 물동량 감소로 운임의 하락 추세가 장기적으로 이어질 것으로 예상된다. 선복량이 크게 늘어나고 있으며, 미국의 관세 정책이 물동량 감소로 이어지며 시황에 부정적인 영향을 줄 것으로 보인다. 2024년 글로벌 컨테이너 선복량은 10% 늘어났고, 2025년에도 7% 수준의 선복량 증가율이 예정되어 있다. 2025년 현재 컨테이너선의 선복량 대비 주문잔고는 27%에 달한다.

다만 2월 발표한 USTR의 중국 조선업 규제가 수정 없이 예정대로 시행된다면, 컨테이너 운임은 현재 대비 30% 이상 상승할 수 있다는 점은 업사이드 리스크이다. 또한 2024년초부터 통행이 제한된 수에즈 운하의 통행이 현재까지도 제한되어 있고, 연말까지 현재의 상황이 유지된다면 운임의 하락 효과는 제한될 수 있다.

상대적으로 중국산 선박의 비중이 낮은 HMM의 경우 미국 항구 입항 시 75만달러의 비용이 발생될 수 있다. 업계 평균의 175만달러 수준이 부과될 것으로 보여 HMM의 수혜가 예상된다. 하지만 USTR의 중국 조선업 규제의 강도를 감안 시 2월 발표 대비 크게 하향될 가능성이 높다고 판단한다.

그림1. SCFI와 HMM 영업이익 추이



자료: Clarksons iM증권 리서치본부

주: SCFI는 2Q15부터 추정치, 영업이익은 1Q15부터 추정치

주주환원 정책 강화

2025년 1월 22일 HMM은 기업가치 제고 계획을 공시했다. 주요 내용으로는 1) 연평균 매출 성장률 9%, ROE(3년 평균) 4%, 2) 향후 1년 내 주주환원 예상 금액 2.5조원(2024년 결산배당 포함, 배당 + 자사주 매입/소각), 2030년까지 배당성장 30%와 시가배당률 5% 중 작은 금액 이상 주주환원 확대다.

HMM은 2025년 1월 향후 1년 내 주주환원으로 2.5조원을 지출하겠다고 밝혔으며, 이미 2024년 결산배당으로 5,286억원을 지출하여, 약 2조원을 자사주 매입 및 소각에 사용해야한다. HMM의 경우 2025년 4월 197회 무보증사모전환사채 7,200억원 이자율 스텝업으로 자본 전환이 예정 되어있다. 전환가격이 주당 5,000원인 것을 감안 시 총 1.44억주(기존 대비 +16.3%)의 주식이 늘어날 예정이다. 단순 주가를 19,600원으로 가정 시 약 1.0억주를 매입/소각할 수 있다. 이 경우 HMM의 주식 수는 전체 9.25억주가 되는 것이며, 이는 2024년말 대비 5.15% 증가한 것이다.

HMM은 2010년 이후 11년만인 회계연도 기준 2021년부터 배당을 재개하였다. 지난 2021년 주당 배당금은 600원(배당총액 2,934억원), 2022년 1,200원(5,868억원), 2023년 700원(4,823억원), 2024년 600원(5,286억원)을 지급하였으며, 시가 배당률은 2.2~5.5%에 해당한다. HMM의 지배주주순이익 대비 배당성장률은 2023년 49.8%를 제외하고, 5.5~17.6%로 낮은 수준이었다. 배당성장 30% 혹은 시가 배당수익률 5% 중 작은 금액을 주당 배당금 하단으로 설정한 것은 배당의 가시성 측면에서 매우 긍정적이라 판단한다. 배당성장 30%를 가정 시 추정치 기준 회계연도 2025년, 2026년, 2027년의 주당 배당금은 730원, 870원, 1,070원이며, 이는 주가 19,600원 가정 시 배당 수익률 3.7%,4.4%, 5.5%에 해당한다.

표1. HMM 주주환원 정책 목표를 iM증권 추정치와 비교

(십억원, 원, %)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
지배주주순이익(십억원)	123.9	5,337.1	10,117.0	968.6	2,995.4	2,251.7	2,701.9	3,299.9
주당 배당금(원)	-	600	1200	700	600	730	870	1,070
배당 총액(십억원)	-	293.4	586.8	482.3	528.6	675.5	810.6	990.0
배당 성장률(%)	-	5.5	5.8	49.8	17.6	30.0	30.0	30.0
시가 배당률(%)	-	2.2	5.5	3.4	3.2	3.7	4.4	5.5
기준 주가(원)	-	27,300	21,900	20,600	18,800	19,600	19,600	19,600
주식 수(천 주)	326,726	489,039	489,039	489,039	881,039	924,458	924,458	924,458

자료: HMM, iM증권 리서치본부

표2. HMM 주식 수 변화

	종류	회차	발행금액 (십억원)	전환가액(원)	주식 수 (천 주)	주식수 (천 주)
2020년말						326,726
2021-01	CB	199회	240	5,000	+18,666	345,392
2021-06	CB	190회	300	5,000	+60,000	405,392
2021-10	CB	191회	600	5,000	+83,647	489,039
2023-10	CB	192회	400	5,000	+80,000	569,039
2023-10	BW	193회	600	5,000	+120,000	689,039
2024-05	CB	194회	100	5,000	+20,000	709,039
2024-06	CB	195회	200	5,000	+40,000	749,039
2024-10	CB	196회	660	5,000	+132,000	881,039
2025-04(예정)	CB	197회	720		+144,000	1,025,039
자사주 매입/소각					-100,582	924,457
주식 수						924,457

자료: iM증권 리서치본부

주: 자사주 매입 가격 주당 19,600원 가정

표3. 2025년 HMM 주주환원 예상

(십억원)	금액
(A) + (B) 주주환원 금액(2026년 1월 이전)	2,500
(A) 2024년 결산 배당(십억원)	528.6
(B) 자사주 매입/소각(십억원)	1,971.4
- 자사주 매입 주당 가격(원)	19,600
- 자사주 매입량(천 주)	100,581

자료: iM증권 리서치본부

HMM 매각: 오랜 시일이 걸릴 것

HMM에게는 과거 산업은행과 해양진흥공사의 자금 총 3.6조원이 투입되었다. 자금의 성격이 공적인만큼 결국 HMM의 최대주주(산업은행, 해양진흥공사)는 궁극적으로 HMM을 민간에 매각할 수밖에 없다.

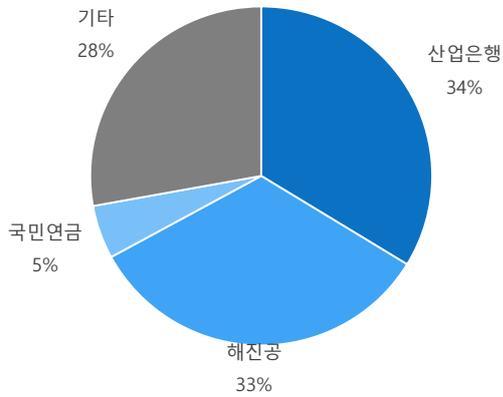
문제는 매각가액과 원매자의 성격인데, 우선 HMM이 가지고 있는 기간 산업의 특성상 외국계 자본으로의 매각의 가능성은 매우 낮다. 실제 HMM의 매각이 본격화된 2023년 독일 해운사 Hapag-Lloyd가 인수 의지를 보였지만 궁극적으로 인수 적격 심사를 통과하지 못한 것으로 알려져 있다.

높은 매각가액 역시 예비 원매자들의 부담이 높이는 부분이다. 현재 HMM의 시가총액은 17조원이며, 197회 영구채 전환(1.44억주)과 2025년 1월 발표한 자사주 매입/소각(2조원)을 고려 시 현재의 주가가 유지된다는 가정 하에 연말에는 18조원 수준의 시가총액을 가정할 수 있다. 이 경우 산업은행과 해양진흥공사의 지분은 합산 79.4%(산업은행 40.0%, 해진공 39.5%)으로 매각 대상 지분 가치는 14.4조원에 달한다. 통상 바이아웃 딜에서 인수금용을 50~70%(7.2~10.1조원) 사용한다는 것을 감안했을 때, 에퀴티 투자로만 4.3~7.2조원을 투자해야하는 것이다. 이 정도 규모의 투자를 감당할 수 있는 사모펀드와 SI는 국내에서는 극소수만 존재한다.

인수금용의 이자를 연 4%로 가정 시 연 3,000~4,000억원이 이자비용으로 지출된다. 이는 현재 HMM의 배당 정책(배당성향 30% 혹은 시가배당률 5% 중 작은 금액)을 감안했을 때 HMM에게 받는 배당금의 대부분을 이자비용으로 소진하게되는 것이다.

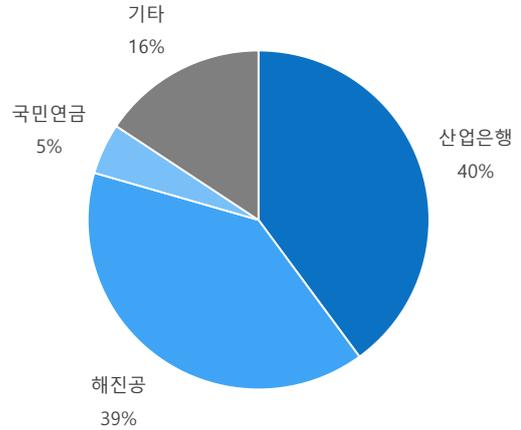
한국 M&A 역사에서 가장 큰 규모는 1위 2016년 삼성전자의 하만(Harman) 인수(2016년, 거래규모 9.8조원), 2위 MBK파트너스의 홈플러스 인수(2015년, 7.8조원), 3위 딜리버리히어로의 우아한형제들(배달의민족) 인수(2019년, 4.8조원)다. 위 사례들은 모두 외국계 회사와의 거래이며 한국 기업간의 M&A 사례에서 가장 큰 사례는 미래에셋증권의 대우증권 인수(2016년, 2.3조원)이다. 만약 HMM 매각 딜이 성사된다면, 현재 주가가 큰 폭으로 하락하지 않는다는 가정 하에 한국 M&A 역사상 가장 큰 규모가 될 것으로 예상된다. 한국 기업간의 M&A 역사상으로는 전무후무한 사례가 될 것으로 보인다.

그림2. HMM 지분(2024년말 기준)



자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림3. HMM 지분(2025년말 예상)



자료: Dart, iM증권 리서치본부

주: 1) 197회 영구채 전환, 2) 자사주 매입/소각에 산은, 해진공 지분은 제외, 3) 주당 매입 가격 19,600원 가정

표4. HMM 매각 가정

(십억원)	금액
현재 시가 총액	17.2조원
+ 197회 영구채 전환 증가 시총	2.8조원
- 자사주 매입/소각	1.9조원
2025년말 시가 총액(가정)	18.1조원
(A) 산업은행 지분	40.0%
(B) 해양진흥공사 지분	39.5%
(A) + (B) 매각 대상 지분	79.4%
매각 대상 지분 금액(가정)	14.4조원
경영권 프리미엄(가정)	0%
인수금융(50~70%)	7.2~10.1조원
에쿼티 투자(30~50%)	4.3~7.2조원

자료: iM증권 리서치본부

HMM은 SK해운 부분 인수 우선협상대상자로 선정

HMM은 2025년 2월 21일 SK 해운의 부분 매각 우선협상대상자로 선정되었다고 공시했다. 복수의 언론에 따르면 HMM은 현재 SK 해운에 대한 실사를 진행 중이고, 이르면 4월 SK 해운의 인수 계약을 체결할 수 있다. 인수금액은 2조원 수준으로 알려져 있다.

HMM의 SK 해운 인수 추진 목적은 포트폴리오 다각화다. 2024년 기준 HMM의 매출 비중에서 컨테이너 부문이 차지하는 비중은 87%고, 영업이익 비중에서는 96%에 달한다. Spot 운임에 따라 수익성이 크게 변동하는 컨테이너 사업의 특성상 SK 해운의 높은 장기계약 비중(매출에서 70% 이상)은 실적의 안정성을 더해줄 수 있다. 또한 SK 해운의 주력 사업이 가스선, 탱커선, 벌크선, 병커링인만큼 사업 포트폴리오 다각화도 가능하다. 특히 2025년 미국 행정부의 관세 정책, 컨테이너 동맹 개편의 이슈로 운임의 변동성이 심해질 것으로 예상되어 HMM 입장에서 포트폴리오 다각화를 실현하기에 적기라고 판단했을 수 있다. 이번 딜에서는 SK 해운의 주력 사업 중 하나인 LNG 사업부는 제외되는데, HMM이 과거 LNG 사업부를 매각하며 2029년까지 해당 사업에 진출할 수 없는 겸업 금지 조항을 체결했기 때문이다.

Clarksons에 따르면 2024년 2월 기준 SK 해운이 보유한 선대는 총 55 척으로 벌크 8대, 원유/제품선 24대, LPG 14대, 병커링 6대, LNG 7대다. 벌크 8대 중 4대는 팬오션에게 2025년 중 매각(2,273억원) 예정이다. 한국신용평가가 2024년 12월 23일 발간한 SK 해운 보고서에 따르면 SK 해운은 안정적인 실적은 지속될 것으로 보이나, 재무 부담은 높은 축에 속한다. 2024년 3분기 누적 기준 SK 해운의 매출액과 영업이익은 각각 1.5조원, 영업이익 3,074억원을 기록했다. SK 해운의 매출 비중은 탱커선 35%, 가스선(LPG, LNG) 27%, 병커링 20%, 벌크선 18%으로 구성되어 있고, 영업이익 비중은 탱커선 48%, 가스선 40%, 벌크선 7.1%, 병커링 4.7%로 구성되어 있다. 2024년 기준 3년 이상 장기운송계약(CVC, COA, TC-out) 비중은 매출에서 70%에 달하고, 영업이익 기준으로는 90%를 상회한다. 탱커선과 가스선 부문에서의 장기운송계약을 바탕으로 실적 측면에서는 장기적으로 안정성을 기대할 수 있다.

하지만 현재 SK 해운의 부채비율은 높은 편이다. 2024년 9월 기준 순차입금은 5조원(총차입금 5.2조원, 현금성자산 1,595억원), 부채비율은 443.3%로 동종 국내 해운 업체 HMM의 20%, 팬오션 66%, 대한해운 100%, 에이치라인해운 230% 수준에 비해 크게 높다. SK 해운의 연간 EBITDA는 약 6,500~7,000억원 수준인 것을 감안할 때, 순차입금 대비 EBITDA는 7~8배 수준이며, 이 역시 동종 업계 4~7배 수준에 비해 높은 편이다(HMM 제외). 하지만 HMM은 SK 해운의 LNG 사업부를 제외한 부분을 매입하는 것으로 LNG 선을 제외한 2024년

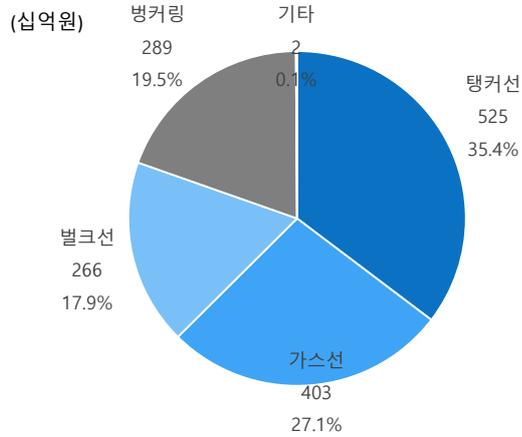
SK 해운의 추정 매출액은 1.2~1.3 조원, 영업이익은 2,800~3,200 억원, EBITDA 는 4,500~5,000 억원, 그리고 순차입금은 3.3~3.8 조원으로 추산된다.

위와 같은 가정(추정 EBITDA 4,500~5,000억원, 순차입금 3.3~3.8조원) 시 HMM의 SK해운 인수가액 2조원은 EV/EBITDA 관점에서 11~13배의 Valuation을 인정하는 것이다. EBITDA/순차입금 관점에서는 6.6~8.5배다. 이 외 현재 운영 중인 벌크 선대 8척 중 4척을 팬오션에게 2025년 중 인도하는 것을 감안할 때, 연환산 영업이익 120억원, EBITDA 기준 200억원의 감소가 추정된다. 글로벌 상장 벌크, 탱커선사의 EV/EBITDA는 2~6배에 거래되고 있다. 구체적으로 2024년 기준 탱커/가스 선사 Dorian LPG 5.6배, Teekay Tankers 1.9배, Navigator Holdings 6.3배, 벌크 선사 Starbulk Carrier 4.7배, D/S Norden 2.3배의 Valuation을 받았다. 국내의 경우 팬오션 5.6배, 대한해운 6.8배의 EV/EBITDA Valuation을 받고 있다. 국내외 피어 그룹과 비교 시, SK해운 인수가액이 2조원이라면 높은 편에 속한다.

2024 년 HMM 의 매출과 재무 현황을 감안할 때 SK 해운 부분 인수로 2024 년 손익에 미치는 영향은 제한적이나, 2025 년 컨테이너 시황 악화를 가정 시 손익 부분의 영향력은 전년대비 커지고, 순현금은 큰 폭으로 감소할 수 있다. 2024 년 LNG사업부를 제외한 SK 해운의 추정 실적을 2025년 예상 HMM 실적에 단순히 가산하면, HMM 의 2025 년 기준 매출액에서 +11~12%, 영업이익 +12~14%, EBITDA +16~18% 효과를 가져올 것으로 예상된다.

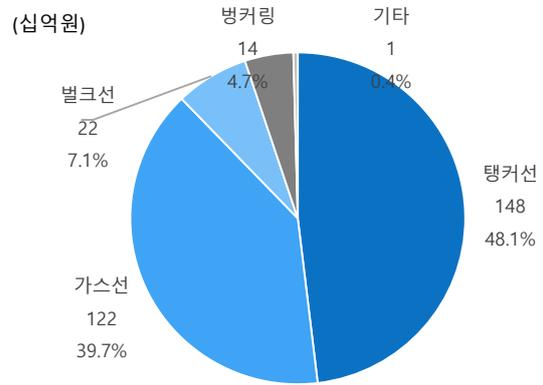
HMM 의 2024 년말 기준 현금성자산은 15 조원, 순현금은 11 조원 수준이다(리스부채 포함). SK 해운의 부분 인수가 2 조원이라면 HMM 은 인수금융 없이 현금성자산 100%로만으로도 SK 해운을 매입할 수 있을 정도로 우량한 재무구조를 보유하고 있다. 다만 SK 해운의 LNG 사업부 제외 순차입금 3.3~3.8 조원 가정 시, 인수 이후 HMM 의 순현금은 5.2~5.7 조원으로 크게 감소할 수 있다.

그림4. SK해운 매출 비중(2024년 9월 누적)



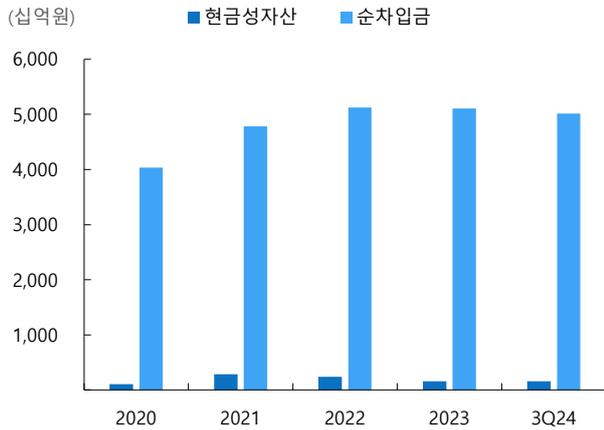
자료: 한국신용평가, iM증권 리서치본부

그림5. SK해운 영업이익(2024년 9월 누적)



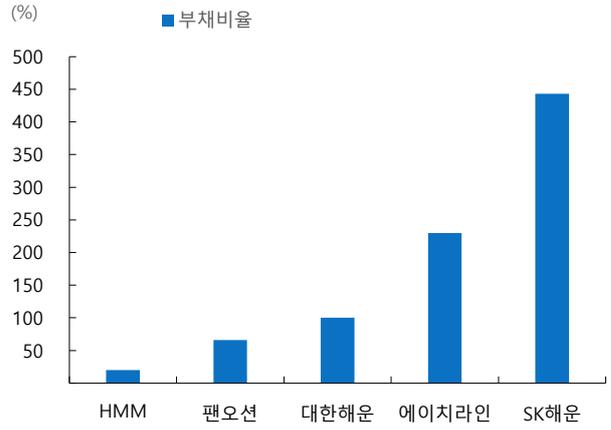
자료: 한국신용평가, iM증권 리서치본부

그림6. SK해운 현금성자산 및 순차입금 추이



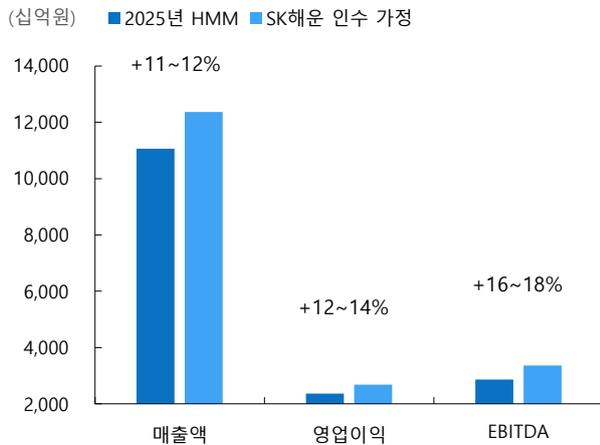
자료: 한국신용평가, iM증권 리서치본부

그림7. 국내 주요 선사 부채비율



자료: 한국신용평가, Dart, iM증권 리서치본부

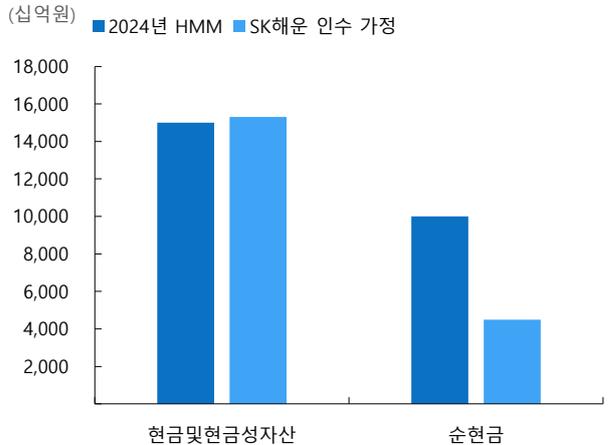
그림8. SK해운 인수 가정 HMM 손익 변화(2025년 기준)



자료: Dart, iM증권 리서치본부

주: SK해운 LNG사업부 제외 및 2024년 온기 실적은 추정치

그림9. SK해운 인수 가정 HMM 순차입금 변화(2024년 기준)



자료: Dart, iM증권 리서치본부

주: SK해운 LNG사업부 제외 현금성자산 및 순현금은 추정치, 2조원 인수 가정

선대 계획

HMM는 2024년말 기준 컨테이너선 83척(92만TEU, 사선 59척, 용선 24척), 유조선 18척(44만DWT, 사선 13척, 용선 5척), 건화물선 17척(203만TEU, 사선 14척, 용선 3척), 다목적선 7척(21만TEU, 사선 4척, 용선 3척)을 보유하고 있다. 총 125척(사선 90척, 용선 35척)이다.

HMM은 2024년 장래사업 경영 계획으로 컨테이너선 155만TEU(130척 규모, 현재 91.5만TEU), 벌크선 1,256만DWT(110척, 현재 203만TEU), 터미널 개발 및 물류사업 추진 등으로 2030년말까지 23.5조원을 투자한다고 밝혔다.

단기적으로 2025~2026년 9,000TEU급 컨테이너선 9척을 인도받을 예정이다(합산 81,000TEU). Clarksons에 따르면 HMM은 2027년까지 컨테이너선 8척(69,240TEU), PCC 5척(69,000CEU), 유조선 4척(200,000DWT), 다목적선 4척(152,000DWT)의 인도가 예정되어 있다. PCC선의 경우 현대글로벌비스에 대신 예정이다.

선박금융 구조에 대하여 자세한 정보가 없어, 실질적인 Capex를 추정하기 어렵지만 단기적인 선대 계획으로만 연간 약 1조원 이상이 지출될 것으로 예상된다. SK해운 인수를 가정 시 2조원이 추가로 집행되어 2025년에만 약 3조원의 Capex가 예상된다.

표1. HMM 선대

2024년말 기준	전체		사선		용선	
	적재량	척수	적재량	척수	적재량	척수
컨테이너(TEU)	915,483	83	747,809	59	167,674	24
2만TEU 이상	286,848	12	286,848	12	-	-
1만TEU 이상	438,662	33	378,176	27	60,486	6
1만TEU 이하	189,973	38	82,785	20	107,188	18
유조선(DWT)	4,405,476	18	3,152,799	13	1,252,677	5
원유선	4,204,028	14	3,001,543	10	1,202,485	4
제품선	201,448	4	151,256	3	50,192	1
건화물선(DWT)	2,026,433	17	1,435,062	14	591,371	24
다목적선(DWT)	210,521	7	120,474	4	90,047	-
총척수		125		90		35

자료: Clarksons, iM증권 리서치본부,

표2. HMM 추가 계획(사선)

(십억원, 원, %)	2025	2026	2027	2028	2025	2026	2027	2028
컨테이너(TEU)	43,620	25,620	-	-	5척	3척	-	-
PCC(CEU)	8,600	28,000	32,400	-	1척	2척	2척	-
유조선(DWT)		200,000	-	-	-	4척	-	-
다목적선(DWT)	76,000	76,000	-	-	2척	2척	-	-

자료: Clarksons, iM증권 리서치본부,

표9. HMM 1Q25E 영업실적 및 컨센서스 비교(연결)

(십억원, %)	1Q25E	전년동기대비		전분기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		1Q24	YoY %	4Q24	YoY %	1Q25E	Diff %	1Q25E	Diff %
매출액	2,810	2,330	20.6	3,155	-10.9	2,743	2.5	-	-
영업이익	667	407	63.9	1,000	-33.3	619	7.8	-	-
세전이익	774	504	53.8	936	-17.3	695	11.4	-	-
지배주주순이익	746	485	53.9	898	-16.9	644	16.0	-	-
영업이익률	23.7	17.5	6.3	31.7	-8.0	22.6	1.2	-	-
지배주주순이익률	27.6	21.6	5.9	29.7	-2.1	25.3	2.2	-	-

자료: Dart, Quantiwise, iM증권

표10. HMM 2025E 영업실적 및 컨센서스 비교(연결)

(십억원, %)	2025E	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		2024	YoY %	2025E	Diff %	2025E	Diff %
매출액	10,552	11,700	-9.8	10,543	0.1	-	-
영업이익	1,883	3,512	-46.4	1,964	-4.1	-	-
세전이익	2,339	3,897	-40.0	2,280	2.6	-	-
지배주주순이익	2,252	3,782	-40.5	2,176	3.5	-	-
영업이익률	17.8	30.0	-12.2	18.6	-0.8	-	-
지배주주순이익률	22.2	33.3	-11.1	21.6	0.5	-	-

자료: Dart, Quantiwise, iM증권

표11. HMM 연간 실적추정 변경(연결 기준)

(단위: 십억원, %)	신규추정		기존추정		변동률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	10,552	11,284	-	-	-	-
영업이익	1,883	2,284	-	-	-	-
영업이익률	17.8	20.2	-	-	-	-
EBITDA	2,383	2,807	-	-	-	-
세전이익	2,339	2,780	-	-	-	-
지배주주순이익	2,252	2,702	-	-	-	-
지배주주순이익률	21.3	23.9	-	-	-	-
EPS	2,197	2,636	-	-	-	-
BPS	25,501	27,486	-	-	-	-

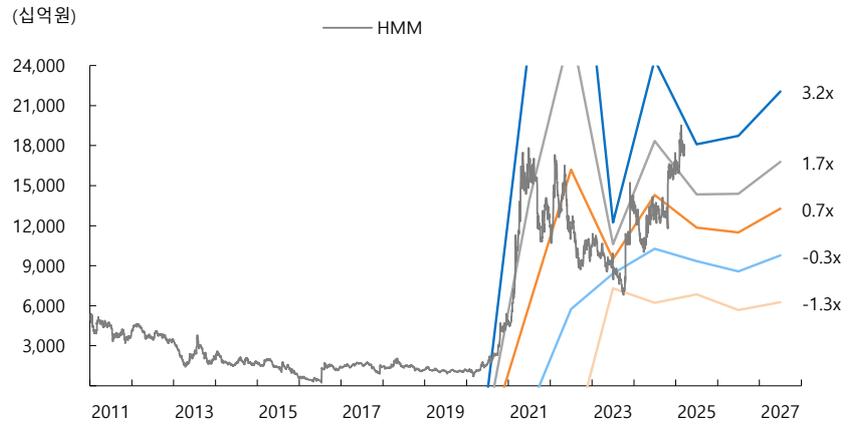
자료: iM증권

표12.HMM 목표주가 Valuation

(십억원, 배, %)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	비고
(A) + (B) EBITDA(십억원)	7,853	10,461	1,097	4,008	2,868	3,164	3,424	
(A) 영업이익	7,378	9,949	585	3,512	2,368	2,641	2,888	
(B) 감가상각비	476	512	512	495	500	523	536	
EPS (원)	10,913	20,687	1,981	3,402	1,876	2,150	2,377	지배주주순이익 기준
BPS (원)	21,179	42,490	43,839	26,979	24,414	25,914	27,640	지배주주소유자본 기준
고점 P/E (배)	4.6	1.7	11.8	6.1				최근 4년 평균: 11.0
평균 P/E (배)	2.9	1.2	9.4	5.2				최근 4년간 평균: 9.4
저점 P/E (배)	1.3	0.9	7.0	4.3				최근 4년간 평균: 7.3
고점 P/B (배)	2.39	0.83	0.53	0.77				최근 4년 평균: 1.4
평균 P/B (배)	1.50	0.58	0.42	0.65				최근 4년간 평균: 1.1
저점 P/B 배)	0.64	0.42	0.32	0.54				최근 4년간 평균: 0.8
고점 EV/EBITDA(배)	2.2	0.8	5.9	1.1				최근 5년간 평균: 2.6
평균 EV/EBITDA(배)	1.5	0.3	0.7	0.2				최근 5년간 평균: 0.4
저점 EV/EBITDA(배)	0.5	0.0	-1.7	-0.6				최근 5년간 평균: -0.8
ROE(%)	51.5	48.7	4.5	12.6	7.7	8.3	8.6	
(C) 적용 EBITDA (십억원)					2,967			12개월 선행 EBITDA
(D) Target EV 배수					2.9			글로벌 컨테이너 선사 평균
(E) 순차입금	-558	-8,884	-8,738	-11,477	-10,000			2025년 예상 순차입금
(F) 주식수(백만주)					1,025			197회 영구채(1.44억주) 전환 가정
(G) 자사주 매입/소각(백만주)					101			19,600원 가정
(H) 수정 주식 수(백만주)					924			
목표주가 (원) ([C*D-E]/H*10³)					21,000			Target P/E 8.3x, Target P/B 0.66x
전일 증가 (원)					19,600			12M fwd P/E 7.5x, P/B 0.60x
상승 여력					7.1			

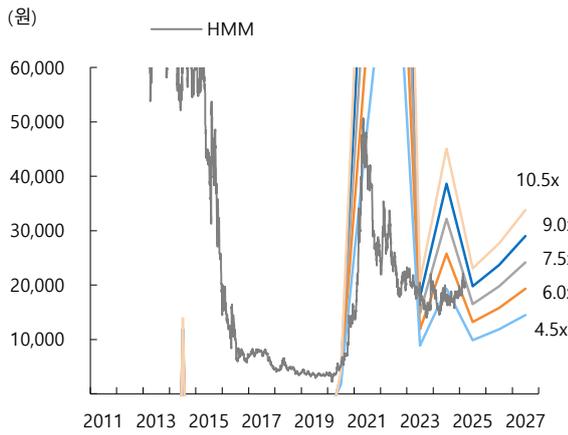
자료: iM증권 리서치본부

그림1. HMM EV/EBITDA Band



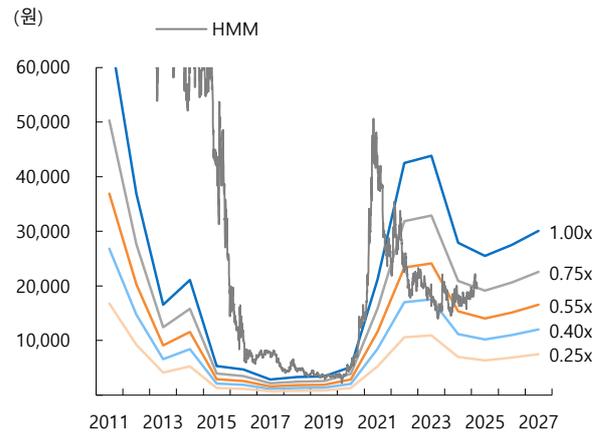
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림2. HMM P/E Band



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림3. HMM P/B Band



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

표5. 글로벌 컨테이너 선사 손익 및 밸류에이션

(백만USD, %)	FY	Maersk	ZIM	하막로이드	Cosco	Evergreen
시가총액(백만USD)		22,244	1,508	23,313	29,635	14,908
매출액 증가율(%)	2022	32.0	17.1	55.1	17.2	28.2
	2023	-37.4	-58.9	-48.1	-55.1	-55.9
	2024	8.6	63.3	6.6	32.4	67.5
	2025E	-8.3	-20.3	-8.3	-9.3	-12.9
영업이익 증가율(%)	2022	60.1	5.6	86.2	24.4	31.6
	2023	-88.6	적전	-85.6	-85.8	-90.7
	2024	75.2	흑전	2.6	161.6	360.3
	2025E	-67.8	-70.6	-69.5	-52.3	-34.4
영업이익률(%)	2022	37.7	48.9	50.5	40.9	59.8
	2023	6.9	-48.5	14.0	12.9	12.6
	2024	11.0	30.1	13.5	25.6	34.5
	2025E	3.9	11.1	4.5	13.5	26.0
EPS(LC)	2022	1,600	38.5	96.9	6.8	87.1
	2023	227	-22.4	16.7	1.5	16.7
	2024	38	17.8	13.6	3.1	64.9
	2025E	111.6	2.5	3.5	1.6	35.2
BPS(LC)	2022	3,632.1	49.0	158.7	12.5	260.9
	2023	3,380.2	20.4	106.3	12.4	207.9
	2024	3,623.3	33.6	117.5	14.5	268.0
	2025E	3,625.0	30.5	105.0	15.3	230.6
P/E(배)	2022	1.4	0.4	1.8	1.0	1.9
	2023	7.9	N/A	8.1	4.8	8.6
	2024	4.3	1.2	11.3	3.6	3.5
	2025E	12.7	5.1	34.5	7.1	6.5
P/B(배)	2022	0.6	0.4	1.1	0.6	0.6
	2023	0.5	0.5	1.3	0.6	0.7
	2024	0.5	0.6	1.3	0.8	0.8
	2025E	0.4	0.4	1.2	0.7	1.0
EV/EBITDA(배)	2022	0.7	0.4	1.0	0.4	0.2
	2023	3.9	N/A	4.7	2.3	4.2
	2024	1.6	1.8	5.6	2.0	2.0
	2025E	2.1	2.8	6.8	3.5	2.9
ROE(%)	2022	53.8	88.1	77.3	65.7	76.0
	2023	6.5	-64.6	12.6	12.0	7.1
	2024	11.0	66.2	12.1	23.1	27.3
	2025E	2.1	7.1	2.6	10.4	12.5

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

표13. HMM 실적 추정

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
주요 가정											
SCFI(pt)	2,022	2,576	3,082	2,276	1,762	1,350	1,250	1,450	2,489	1,453	1,425
평균 환율(원/달러)	1,329	1,371	1,355	1,400	1,453	1,415	1,380	1,380	1,364	1,407	1,380
유가(달러/배럴)	77	81	75	70	72	71	70	69	76	70	69
선복량											
컨테이너선(TEU)	794	838	893	915	915	931	939	963	860	937	985
벌크선(DWT)	1,726	1,670	1,741	2,026	2,026	2,026	2,026	2,026	1,791	2,026	2,026
기타(DWT)	4,566	4,595	4,616	4,616	4,616	4,616	4,654	4,692	4,598	4,644	4,821
매출액	2,283	2,614	3,510	3,106	2,810	2,543	2,484	2,715	11,700	10,552	11,284
YoY	9.7	22.7	65.0	50.6	23.1	-2.7	-29.2	-12.6	39.3	-9.8	6.9
컨테이너선	1,936	2,254	3,188	2,770	2,409	2,136	2,074	2,320	10,148	8,937	9,608
벌크선	339	348	319	331	349	354	357	342	1,337	1,402	1,358
기타	55	61	45	54	53	53	54	53	215	213	319
매출원가	1,827	1,893	1,988	2,026	2,023	2,046	2,047	2,089	7,734	8,205	8,503
항화물비	831	843	900	929	953	953	957	984	3,503	3,848	4,035
용선료	416	447	478	437	414	423	419	419	1,779	1,675	1,648
연료비	331	350	335	345	348	355	363	366	1,361	1,432	1,504
감가상각비	166	165	160	182	182	185	184	189	673	740	778
기타	82	89	114	132	126	129	123	131	418	510	538
매출총이익	503	771	1,564	1,129	787	497	438	626	3,967	2,348	2,781
YoY	25.3	218.8	831.7	588.1	56.6	-35.5	-72.0	-44.6	306.9	-40.8	18.5
판매비	96	126	102	130	120	124	108	113	454	465	497
판매비율(%)	4.2	4.8	2.9	4.2	4.3	4.9	4.3	4.2	3.9	4.4	4.4
영업이익	407	644	1,461	1,000	667	374	330	512	3,512	1,883	2,284
YoY	32.6	303.5	1,827.4	2,260.1	63.9	-42.0	-77.4	-48.8	500.6	-46.4	21.3
영업이익률(%)	17.8	24.7	41.6	32.2	23.7	14.7	13.3	18.9	30.0	17.8	20.2
영업외손익	97	33	282	-213	107	111	115	123	198	456	496
세전이익	504	698	1,759	936	774	485	445	635	3,897	2,339	2,780
지배주주순이익	485	661	1,738	898	746	459	430	616	3,782	2,252	2,702

자료: Dart, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

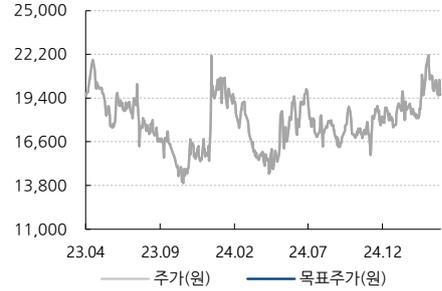
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원,%)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	17,997	19,180	20,467	22,624	매출액	11,700	10,552	11,284	11,934
현금 및 현금성자산	1,472	2,219	3,082	4,921	증가율(%)	39.3	-9.8	6.9	5.8
단기금융자산	14,401	14,601	14,801	15,001	매출원가	7,737	8,205	8,503	8,520
매출채권	1,568	1,451	1,522	1,552	매출총이익	3,963	2,348	2,781	3,414
재고자산	402	346	380	395	판매비와관리비	451	465	497	526
비유동자산	15,852	16,274	16,790	17,237	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	9,846	10,297	10,819	11,267	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	43	13	7	5	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	33,849	35,454	37,257	39,861	영업이익	3,513	1,883	2,284	2,888
유동부채	2,357	1,866	1,688	1,899	증가율(%)	500.7	-46.4	21.3	26.4
매입채무	577	530	561	574	영업이익률(%)	30.0	17.8	20.2	24.2
단기차입금	-	-	-	-	이자수익	665	21	21	21
유동성장기부채	958	459	313	505	이자비용	134	200	200	200
비유동부채	3,636	3,914	3,971	4,027	지분법이익(손실)	162	-	-	-
사채	57	66	66	66	기타영업외손익	-38	-39	-28	-32
장기차입금	89	207	214	220	세전계속사업이익	3,897	2,339	2,780	3,377
부채총계	5,993	5,780	5,659	5,926	법인세비용	114	87	78	77
지배주주지분	27,854	29,672	31,596	33,932	세전계속이익률(%)	33.3	22.2	24.6	28.3
자본금	4,405	4,622	4,622	4,622	당기순이익	3,782	2,252	2,702	3,300
자본잉여금	4,453	4,453	4,453	4,453	순이익률(%)	32.3	21.3	23.9	27.7
이익잉여금	14,115	15,692	17,589	19,900	지배주주귀속 순이익	3,782	2,252	2,702	3,300
기타자본항목	-83	-83	-83	-83	기타포괄이익	3,165	-5	-5	-5
비지배주주지분	2	2	2	2	총포괄이익	6,947	2,247	2,698	3,296
자본총계	27,856	29,674	31,598	33,935	지배주주귀속총포괄이익	6,947	2,247	2,698	3,296

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	4,875	2,331	2,772	3,474	주당지표(원)				
당기순이익	3,782	2,252	2,702	3,300	EPS	4,293	2,436	2,923	3,570
유형자산감가상각비	-	581	603	613	BPS	31,615	31,844	34,046	36,894
무형자산상각비	-	35	12	7	CFPS	5,055	3,255	3,589	4,240
지분법관련손실(이익)	162	-	-	-	DPS	600	730	870	1,070
투자활동 현금흐름	-6,232	-187	-59	-188	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-2,537	-1,462	-1,356	-1,490	PER	3.5	7.7	6.7	5.5
무형자산의 처분(취득)	-	0	0	0	PBR	0.6	0.6	0.6	0.5
금융상품의 증감	-5,844	-200	-200	-200	PCR	3.5	6.0	5.5	4.6
재무활동 현금흐름	-539	-682	-814	-607	EV/EBITDA	0.4	2.8	2.4	2.0
단기금융부채의증감	-	-50	-15	19	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	128	7	5	ROE	15.3	7.8	8.8	10.1
자본의증감	-	217	-	-	EBITDA이익률	30.0	23.7	25.7	29.4
배당금지급	-528	-529	-675	-804	부채비율	21.5	19.5	17.9	17.5
현금및현금성자산의증감	-1,778	747	864	1,838	순부채비율	-53.0	-54.2	-54.7	-56.4
기초현금및현금성자산	3,250	1,472	2,219	3,082	매출채권회전율(x)	9.3	7.0	7.6	7.8
기말현금및현금성자산	1,472	2,219	3,082	4,921	재고자산회전율(x)	30.6	28.2	31.1	30.8

자료 : 에이치엠엠, iM증권 리서치본부

에이치엠엠 투자 의견 및 목표주가 변동 추이

일자	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2025-04-07	Hold	21,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자 의견]

종목추천 투자등급

종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%

팬오션 (028670)

2025.04.07

트럼프 영향권 낮고, 이익 레벨 안정적

[건설/운송] 배세호
2122-9178 seho.bae@imfnc.com

투자 의견 Buy, 목표주가 5,800원 유지

팬오션에 대해 투자 의견 Buy와 목표주가 5,800원을 유지한다. 목표주가는 12개월 선행 BPS에 Target P/B 0.50배(최근 3년 중하단) 적용했다. 목표주가에 해당하는 P/E는 12개월 선행 기준 8.6배다. 현재 주가 수준은 12개월 선행 기준 P/E 5.1배, 0.30배로 역사적 밴드 하단에 위치해 있다. BDI의 단기적인 반등(2월 이후 +110%)에도 불구하고, 아직 BDI의 추세적인 상승을 논하기에는 어려운 상황이다. 하지만 팬오션은 전용선 사업 이익을 고려 시 2025년에도 분기 1,000억원대의 안정적인 영업이익은 가능할 것으로 예상된다. 또한 미국의 관세 정책, USTR 중국 조선업 규제에 따른 벌크 부문 영향은 타 선종대비 적은 것도 이익의 안정성을 더해준다.

1Q25 영업이익 1,035억원(+5.4% YoY) 예상

1Q25 팬오션의 매출액은 1.3조원(+30.8% YoY, -23.8% QoQ), 영업이익은 1,035억원(+5.4% YoY, -6.3% QoQ, OPM 8.1%)가 예상된다. 추정 영업이익은 컨센서스를 소폭 상회하는 것이다(+5%).

벌크 부문 매출액은 8,149억원(+18.8% YoY, -13.9% QoQ), 영업이익은 511억원(-5.3% YoY, -16.5% QoQ)가 예상된다. 1Q25 평균 BDI는 1,183pt(-38.7% YoY, -23.7% QoQ)를 기록했다. 중국 철광석 수요 부진이 지속되고, 1월 중국 춘절 효과에 따른 계절성으로 YoY, QoQ 모두 BDI가 하락했다. 다만 전용선 부문(추정 영업이익의 60%)의 효율성이 증대되며 BDI 대비 영업이익은 호조를 보였다.

탱커 부문의 매출액은 780억원(-21.1% YoY, 1.5% QoQ), 154억원(-59.6% YoY, -21.0%)이 예상된다. 1Q25 VLCC 시황은 중국의 원유 수요 부진 우려에도 불구하고, 미국 제재에 대한 불확실성으로 호조를 보였다(BDTI -11% YoY, +23% QoQ), 하지만 제품선 시장은 수요 부진이 지속되며 매우 부진했다(BCTI -52% YoY, +19.8% QoQ). 이 외 컨테이너 부문 영업이익은 219억원(흑전 YoY, +24.9% QoQ), LNG 169억원(125.4% YoY, +10.5 QoQ)가 예상된다.

벌크는 상대적으로 적은 미국의 관세 효과

글로벌 벌크 시장에서 미국이 미치는 영향은 크지 않다. 벌크 시장에서 주요 품목은 철광석(28%), 석탄(24%), 곡물(9%) 순이고, 철광석 물동량의 대부분은 호주, 브라질에서 중국으로 이동된다. 석탄 역시 호주, 동남아, 러시아에서 중국으로 수출하는 물량이 큰 비중을 차지하고 있다. 미국에 벌크 선박이 기항하는 것은 대부분 곡물, 석탄을 운반하며, 곡물은 브라질, 아르헨티나 등 대체재가 있기 때문에 미국의 관세 및 중국 조선업 규제 정책의 효과가 제한적일 수 있다. 팬오션의 북미 물동량은 전체 물동량의 7~10% 수준을 차지한다.

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	5,800원(유지)
증가(2025.04.04)	3,350원
상승여력	73.1%

Stock Indicator	
자본금	535십억원
발행주식수	53,457만주
시가총액	1,791십억원
외국인지분율	15.2%
52주 주가	3,235~4,815원
60일평균거래량	1,856,843주
60일평균거래대금	6.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-15.7	-2.9	-8.7	-16.7
상대수익률	-11.4	-2.0	-4.7	-7.5

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	5,161	5,551	5,900	6,049
영업이익(십억원)	471	429	517	596
순이익(십억원)	268	346	392	483
EPS(원)	502	647	733	904
BPS(원)	10,576	11,223	11,956	12,859.1
PER(배)	6.6	5.2	4.6	3.7
PBR(배)	0.3	0.3	0.2	0.2
ROE(%)	4.7	5.8	6.1	7.0
배당수익률(%)	3.6	3.6	3.6	3.6
EV/EBITDA(배)	3.8	3.5	2.7	2.5

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 팬오션 1Q25E 영업실적 및 컨센서스 비교(연결)

(십억원, %)	1Q25E	전년동기대비		전분기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		1Q24	YoY %	4Q24	YoY %	1Q25E	Diff %	1Q25E	Diff %
매출액	1,276	976	30.8	1,676	-23.8	1,188	7.5	1,266	0.8
영업이익	103.5	98	5.4	110.4	-6.3	98	5.4	115	-10.0
세전이익	73	61	19.8	-20	-455.3	67	9.2	83	-12.3
지배주주순이익	73	60	20.5	-33	-321.4	61	20.3	83	-12.3
영업이익률	8.1	10.1	-2.0	6.6	1.5	8.3	-0.2	9.1	-1.0
지배주주순이익률	5.7	6.2	-0.5	-2.0	7.7	5.1	0.6	6.6	-0.9

자료: Dart, Quantiwise, iM증권

표2. 팬오션 2025E 영업실적 및 컨센서스 비교(연결)

(십억원, %)	2025E	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		2024	YoY %	2025E	Diff %	2025E	Diff %
매출액	5,551	5,161	7.5	5,128	8.2	5,151	7.8
영업이익	429	472	-9.1	478	-10.2	483	-11.2
세전이익	346	282	22.6	347	-0.3	350	-1.2
지배주주순이익	346	268	29.0	335	3.2	350	-1.2
영업이익률	7.7	9.1	-1.4	9.3	-1.6	9.4	-1.7
지배주주순이익률	6.2	5.2	1.0	6.5	-0.3	6.8	-0.6

자료: Dart, Quantiwise, iM증권

표3. 팬오션 연간 실적추정 변경(연결 기준)

(단위: 십억원, %)	신규추정		기존추정		변동률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	5,551	5,900	5,151	5,391	7.8	9.4
영업이익	429	517	483	568	-11.2	-9.0
영업이익률	7.7	8.8	9.4	10.5	-1.7	-1.8
EBITDA	905	995	939	1,025	-3.6	-3.0
세전이익	346	392	350	387	-1.2	1.2
지배주주순이익	346	392	350	387	-1.2	1.2
지배주주순이익률	6.2	6.6	6.8	7.2	-0.6	-0.5
EPS	647	733	656	724	-1.3	1.2
BPS	11,223	11,956	10,842	11,566	3.5	3.4

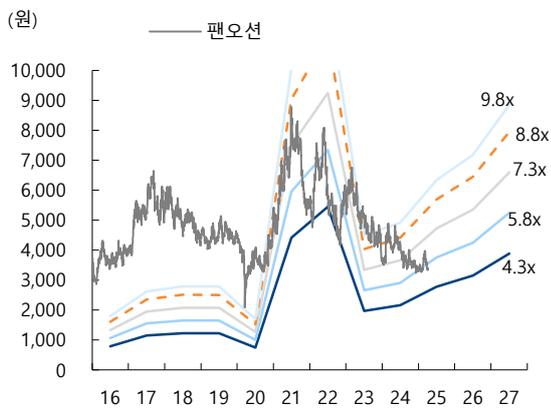
자료: iM증권

표4. 팬오션 목표주가 Valuation

(십억원, 배, %)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	비고
(A) + (B) EBITDA(십억원)	932	1,455	875	939	905	995	1,074	
(A) 영업이익	573	790	386	471	429	517	596	
(B) 감가상각비	359	666	490	468	476	478	477	
EPS (원)	1,028	1,267	458	502	647	733	904	지배주주순이익 기준
BPS (원)	6,728	8,404	8,817	10,576	11,223	11,956	12,859	지배주주소유자본 기준
고점 P/E (배)	8.5	6.4	14.7	9.7				최근 3년 평균: 10.3
평균 P/E (배)	6.3	4.6	11.1	6.7				최근 3년 평균: 7.5
저점 P/E (배)	4.4	3.3	7.9	6.4				최근 3년 평균: 5.9
고점 P/B (배)	1.30	0.96	0.77	0.46				최근 3년 평균: 0.73
평균 P/B (배)	0.97	0.70	0.58	0.32				최근 3년 평균: 0.53
저점 P/B 배)	0.67	0.50	0.41	0.31				최근 3년 평균: 0.40
고점 EV/EBITDA(배)	6.9	4.1	5.7	6.0				최근 3년 평균: 5.3
평균 EV/EBITDA(배)	5.6	3.2	4.7	5.4				최근 3년 평균: 4.5
저점 EV/EBITDA(배)	4.4	2.6	3.8	5.0				최근 3년 평균: 3.8
ROE(%)	15.3	15.1	5.2	4.7	5.8	6.1	7.0	
(C) 적용 BPS					11,467			12개월 선행 EBITDA
(D) Target P/B					0.50			최근 3년 중하단
목표주가 (원) (C*D)					5,800			Target P/E 8.5x
전일 증가 (원)					3,350			12M fwd P/E 5.1x, P/B 0.31x
상승 여력					73.1			

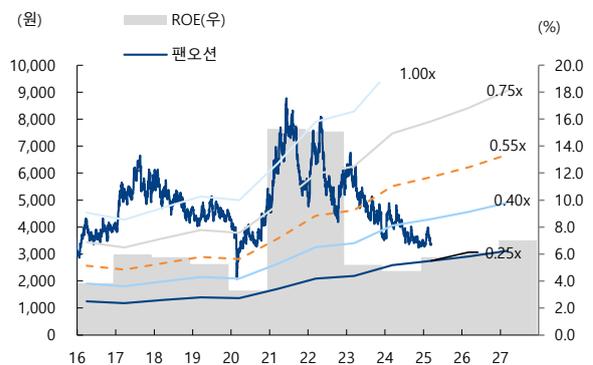
자료: iM증권 리서치본부

그림1. 팬오션 P/E Band (Implied P/E 8.5x)



자료: 팬오션, iM증권

그림2. 팬오션 P/B Band (Implied P/B 0.50x)



자료: 팬오션, iM증권

표5. 팬오션 영업실적 및 추이

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
주요 가정											
BDI	1,824	1,848	1,871	1,465	1,118	1,398	1,608	1,366	1,752	1,373	1,426
YoY	80.4	40.8	56.7	-28.0	-38.7	-24.4	-14.1	-6.7	26.3	-21.6	3.9
평균환율	1,329	1,371	1,355	1,400	1,453	1,415	1,380	1,380	1,364	1,407	1,380
YoY	4.2	4.3	3.2	6.9	9.3	3.2	1.8	-1.4	4.6	3.2	-1.9
선대(선종별)	280	259	277	291	266	299	301	301	291	301	301
벌크	240	222	236	247	219	252	252	252	247	252	252
컨테이너	10	10	11	12	12	12	12	12	12	12	12
탱커	23	20	20	21	21	21	21	21	21	21	21
LNG	5	5	7	9	12	12	14	14	9	14	14
실적 추정											
매출액	976	1,233	1,277	1,676	1,276	1,375	1,420	1,480	5,161	5,551	5,900
YoY	-2.1	0.7	14.9	63.0	30.8	11.4	11.2	-11.7	18.4	7.5	6.3
벌크	686	870	827	947	815	880	884	916	3,330	3,495	3,645
YoY	-9.8	1.6	8.0	29.6	18.8	1.1	6.9	-3.2	6.9	4.9	4.3
컨테이너	80	94	108	118	118	120	113	107	401	458	421
YoY	-18.1	-2.3	28.6	35.5	47.5	26.9	4.4	-9.2	9.6	14.3	-8.2
탱커	98	92	82	76	78	79	80	81	348	318	341
YoY	19.1	5.3	-4.8	-12.8	-21.1	-13.8	-1.8	6.0	1.5	-8.7	7.3
LNG	19	19	25	40	49	57	74	85	103	265	376
YoY	-11.3	7.5	22.6	70.3	156.6	195.2	200.8	115.3	23.8	158.5	41.6
영업비용	877	1,098	1,149	1,565	1,173	1,278	1,311	1,360	4,689	5,122	5,383
YoY	-0.7	-0.1	11.3	63.1	33.7	16.3	14.1	-13.1	18.0	9.2	5.1
영업이익	98	135	128	110	103	97	109	120	472	429	517
YoY	-12.8	8.1	61.2	60.7	5.4	-28.3	-15.1	8.5	22.3	-9.1	20.5
OPM(%)	10.1	11.0	10.0	6.6	8.1	7.0	7.7	8.1	9.1	7.7	8.8
벌크	54	86	73	61	51	52	54	56	274	213	251
컨테이너	-1	7	18	18	22	15	9	7	42	53	46
탱커	38	38	29	20	15	12	22	29	125	78	95
LNG	7	6	8	15	17	20	25	29	37	91	132
기타	-1	-3	0	-3	-2	-2	-2	-2	-6	-7	-7
영업외손익	-37	-24	3	-130	-31	-17	-13	-22	-189	-83	-125
세전이익	61	111	131	-20	73	80	96	98	282	346	392
지배주주순이익	60	110	131	-33	73	80	96	98	268	346	392
순이익률(%)	6.2	8.9	10.3	-2.0	5.7	5.8	6.7	6.6	5.2	6.2	6.6

자료: Dart, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	2,022	2,273	2,411	2,685
현금 및 현금성자산	866	1,098	1,208	1,461
단기금융자산	15	11	12	13
매출채권	297	321	337	348
재고자산	122	108	111	112
비유동자산	8,250	9,253	10,182	11,106
유형자산	7,862	8,837	9,737	10,632
무형자산	11	12	14	16
자산총계	10,272	11,526	12,593	13,791
유동부채	1,277	1,294	1,278	1,302
매입채무	243	228	232	233
단기차입금	-	-	-	-
유동성장기부채	419	421	442	463
비유동부채	3,341	3,581	3,621	3,661
사채	121	121	121	121
장기차입금	165	255	245	235
부채총계	4,618	4,875	4,899	4,963
지배주주지분	5,653	6,651	7,694	8,828
자본금	535	535	535	535
자본잉여금	1,942	1,942	1,942	1,942
이익잉여금	1,860	2,141	2,469	2,888
기타자본항목	5	5	5	5
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	5,653	6,651	7,694	8,828

현금흐름표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	676	-57	-81	64
당기순이익	268	346	392	483
유형자산감가상각비	-	-358	-370	-365
무형자산상각비	1	-	-	-
지분법관련손실(이익)	24	14	22	20
투자활동 현금흐름	-660	-657	-674	-675
유형자산의 처분(취득)	-385	-447	-460	-460
무형자산의 처분(취득)	-	0	0	0
금융상품의 증감	-7	4	0	-1
재무활동 현금흐름	-207	28	-53	-53
단기금융부채의증감	-	0	2	2
장기금융부채의증감	-	90	-10	-10
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-45	-64	-64	-64
현금및현금성자산의증감	-87	232	109	253
기초현금및현금성자산	953	866	1,098	1,208
기말현금및현금성자산	866	1,098	1,208	1,461

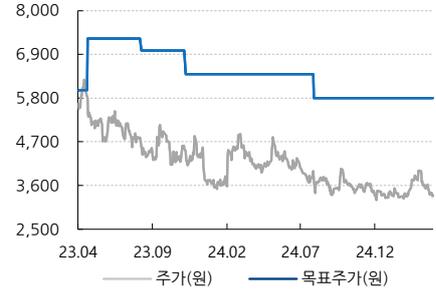
포괄손익계산서				
(십억원,%)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	5,161	5,551	5,900	6,049
증가율(%)	18.3	7.5	6.3	2.5
매출원가	4,578	4,982	5,236	5,305
매출총이익	583	569	663	744
판매비와관리비	112	140	146	148
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	471	429	517	596
증가율(%)	22.1	-8.9	20.5	15.3
영업이익률(%)	9.1	7.7	8.8	9.9
이자수익	38	20	20	20
이자비용	134	147	160	160
지분법이익(손실)	24	14	22	20
기타영업외손익	-51	13	-20	-5
세전계속사업이익	282	346	392	483
법인세비용	14	-	-	-
세전계속이익률(%)	5.5	6.2	6.6	8.0
당기순이익	268	346	392	483
순이익률(%)	5.2	6.2	6.6	8.0
지배주주귀속 순이익	268	346	392	483
기타포괄이익	714	714	714	714
총포괄이익	982	1,060	1,106	1,197
지배주주귀속총포괄이익	982	1,060	1,106	1,197

주요투자지표				
	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)				
EPS	502	647	733	904
BPS	10,576	11,223	11,956	12,859
CFPS	503	-22	41	221
DPS	120	120	120	120
Valuation(배)				
PER	6.6	5.2	4.6	3.7
PBR	0.3	0.3	0.2	0.2
PCR	6.6	5.5	4.5	3.2
EV/EBITDA	3.8	3.5	2.7	2.5
Key Financial Ratio(%)				
ROE	5.2	5.6	5.5	5.8
EBITDA이익률	9.1	1.3	2.5	3.8
부채비율	81.7	73.3	63.7	56.2
순부채비율	-3.1	-4.7	-5.3	-7.4
매출채권회전율(x)	19.5	18.0	17.9	17.7
재고자산회전율(x)	42.8	48.3	53.9	54.2

자료 : 팬오션, iM증권 리서치본부

팬오션 투자이건 및 목표주가 변동추이

일자	투자이건	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-04-25	Buy	7,300	-30.9%	-25.1%
2023-08-14	Buy	7,000	-36.2%	-26.9%
2023-11-13	Buy	6,400	-35.3%	-23.6%
2024-08-02	Buy	5,800		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이건]

종목추천 투자등급

종목투자이건은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%