

LS증권 리서치센터

해운 시황 긴급 점검:

복수는 나의 것

운송/조선 | 이재혁 | jaehyuklee@ls-sec.co.kr |

운송/조선

Analyst 이재혁

jaehyuklee@ls-sec.co.kr



LS증권 운송/조선 담당 이재혁입니다.

트럼프발 관세전쟁이 국가 간 교역과 거시경기에 중대한 불확실성을 야기하고 있습니다.
전세계 무역량의 80%를 실어나르는 해상운송 시장 또한 수요 위축이라는 큰 파도를 마주했습니다.
금번 보고서에서는 선종별 해운 시장의 현주소와 향후 전망에 대해 종합적으로 다루어 보았습니다.

컨테이너선의 경우 홍해사태의 수혜가 25년 연중 이어지지만 **신조 인도와 물동량 둔화, 폐선 부진**으로 인한 **시황 점진 우하향**을 전망합니다.
관세 위협이 상품수요의 불안을 유발하고 있는 가운데 극동발-미주향 항로를 중심으로 단기적 발주 지연 및 항로 다각화 움직임이 예상됩니다.
한편 '25.02 **글로벌 컨테이너 해운동맹 재편**에 따라 경쟁환경은 더욱 격화된 상황입니다.
USTR발 대중 제재 조치 확정을 앞두고 하반기 선사들의 차별적 대응을 예상합니다.

건화물선 시장 또한 연중 부진이 예상됩니다. 중국의 신규착공 부진으로 인해 올해 Cape 화물 수요의 유의미한 성장을 기대하기 어려운 상황입니다.
파나마스 시장 또한 파나마운하의 통행 안정화와 라니냐로 인한 브라질발 곡물 물동량 부족으로 수요 둔화가 점쳐집니다.
다만, **하반기 노후선대 퇴출 니즈의 점진 확대와 26년 중국 경기부양 모멘텀 본격화**가 시황 반등의 실마리가 될 수 있겠습니다.

그 외 원유수요 불안과 그림자선대의 위협, 환경규제 본격화로 불확실성이 가중되고 있는 **VLCC**와 선사별 대응역량 차별화가 예상되는 **PCTC**,
중국발 보복관세 위협을 마주한 **LPGC**와 최근 Spot 운임 급락세가 두드러지고 있는 **LNGC** 시황에 대해서도 짚어보았습니다.

한편 기업분석 Part에서는 국내 대표 해운사인 **HMM, 팬오션** 의 25년 1분기 영업실적 Preview 또한 함께 수록했습니다.

감사합니다.

Contents



복수는 나의 것 | 해운 시황 긴급 점검

Part I 04 해운: 복수는 나의 것
관세전쟁 본격화 속 선종별 시황 진단

Part II 34 기업분석
1Q25 Preview: HMM, 팬오션

Part I

해운: 복수는 나의 것

선종별 시황 전망

- 컨테이너선, 건화물선, PCTC선, 탱커선 시황 전망

[컨테이너] 단기 호시황 지속. 점진 우하향 전망

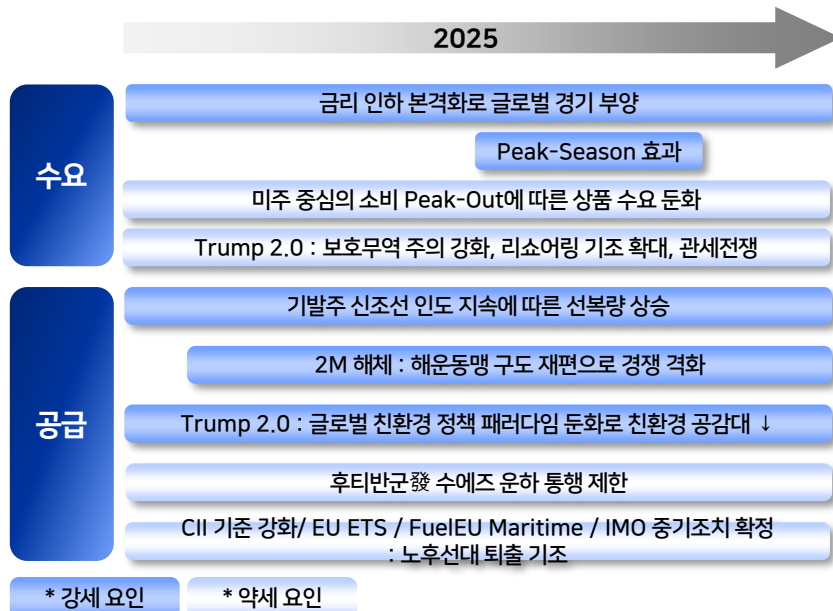
● 2025 컨테이너 해운 : 단기 호시황 지속되나 점진 우하향 전망

- 상하이컨테이너운임지수(SCFI)는 04/11 현재 1,394.68 pt로 연초 대비 44% 하락
- 홍해사태에 따른 선사들의 수혜는 지난 장기계약 효과에 따라 당분간 지속
- 03/17 이스라엘 가자지구 공습 재개. 홍해 우회 운항 기조는 25년 내내 이어질 것

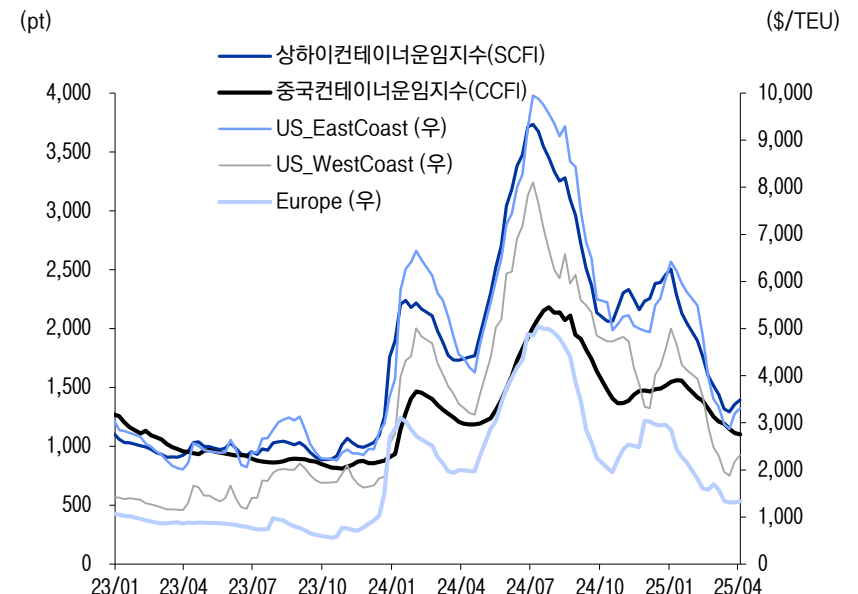
● 수요는 늘리고(↓) 공급은 늘어나는(↑) 이중고

- 기발주 신조선 인도 본격화에 따른 선박량 상승 우려는 여전히 상존
- 트럼프 2기 행정부 출범 이후 관세전쟁 본격화와 리쇼어링 기조 확대 : 글로벌 무역/해운 수요 성장 위축 우려 확대.
- 홍해발 수해로 공간을 채운 Top10 Liner들의 신규 선박 발주 추세 지속

2025 컨테이너 - 홍해 수해 당분간 유지되나 점진 우하향



컨테이너 운임지수 추이



[컨테이너] 단기 호시황 지속. 점진 우하향 전망

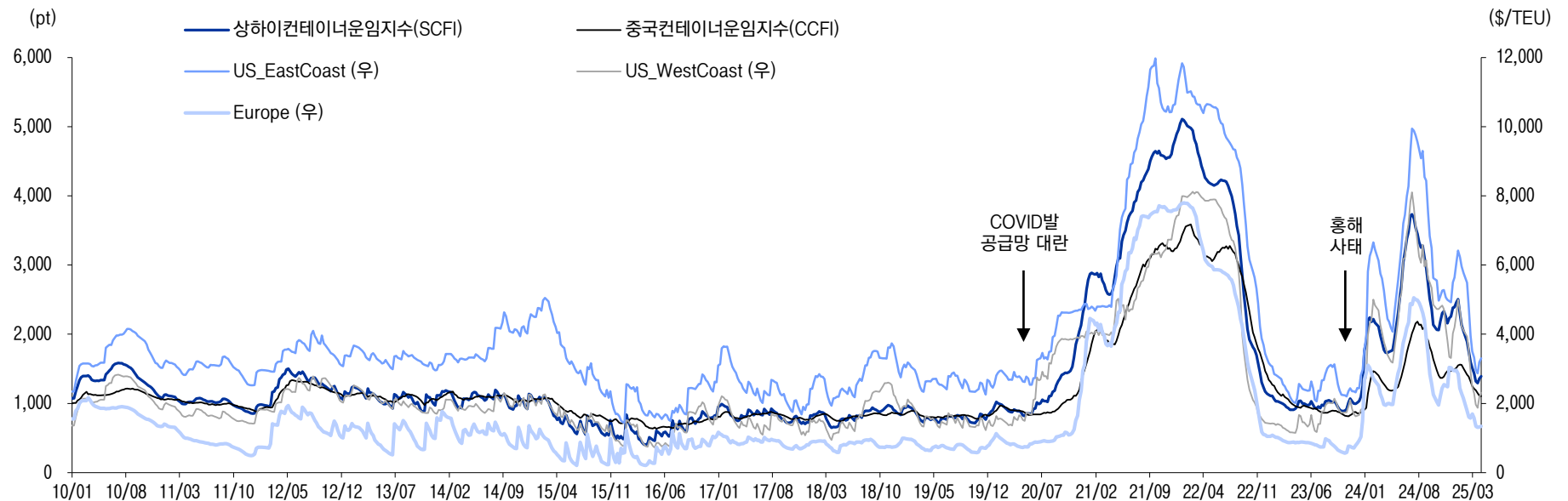
● 2025 컨테이너 해운 : 단기 호시황 지속되나 점진 우하향 전망

- 상하이컨테이너운임지수(SCFI)는 04/11 현재 1,394.68 pt로 연초 대비 44% 하락
- 홍해사태에 따른 선사들의 수혜는 지난 장기계약 효과에 따라 당분간 지속
- 03/17 이스라엘 가자지구 공습 재개. 홍해 우회 운항 기조는 25년 내내 이어질 것

● 수요는 눌리고(↓) 공급은 늘어나는(↑) 이중고

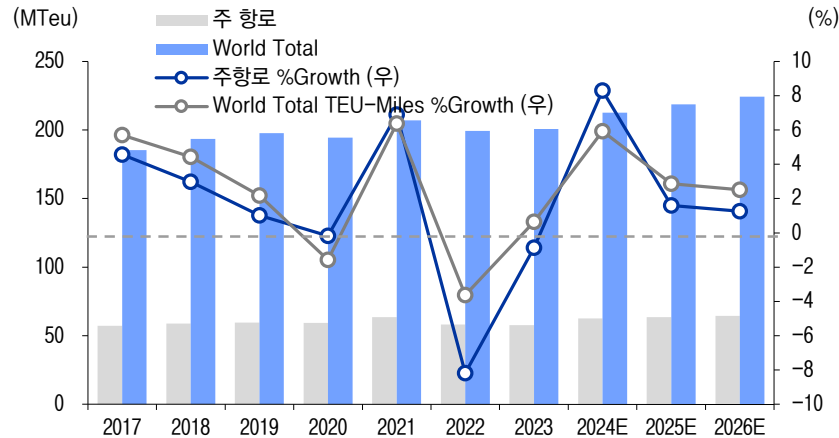
- 기발주 신조선 인도 본격화에 따른 선박량 상승 우려는 여전히 상존
- 트럼프 2기 행정부 출범 이후 관세전쟁 본격화와 리쇼어링 기조 확대 : 글로벌 무역/해운 수요 성장 위축 우려 확대.
- 홍해발 수혜로 공간을 채운 Top10 Liner들의 신규 선박 발주 추세 지속

컨테이너 운임지수 추이 (Long-run Historical Time-series)

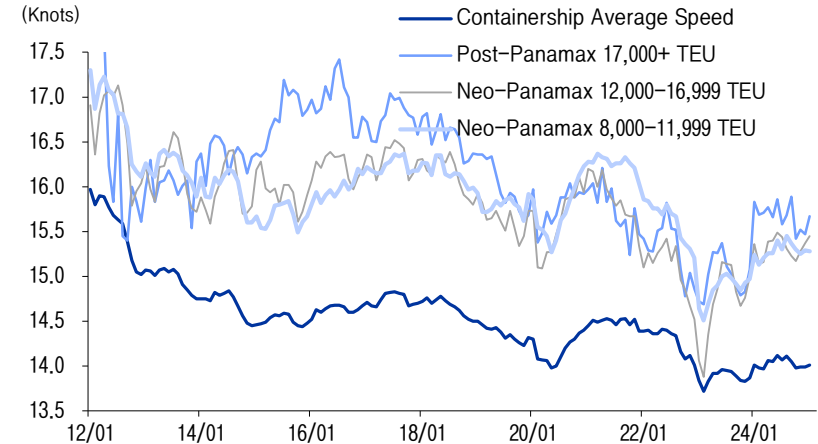


[컨테이너] 수요는 늘리고(↓) 공급은 늘어나는(↑) 이중고

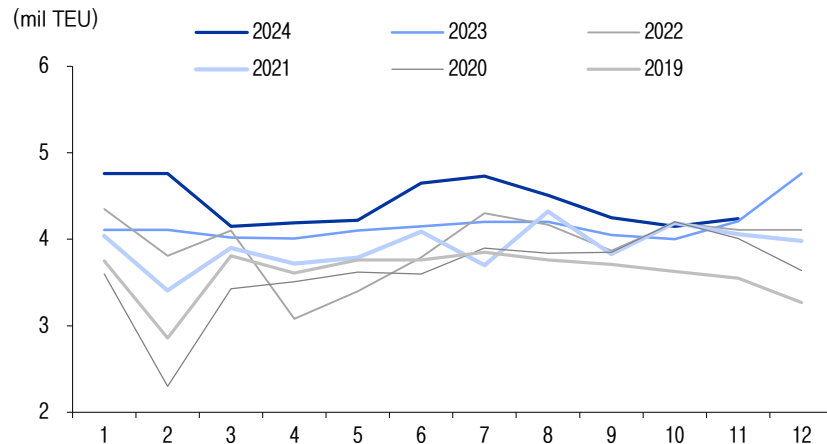
25년 컨테이너선 주항로 해운물동량 YoY +1.6% 성장 전망



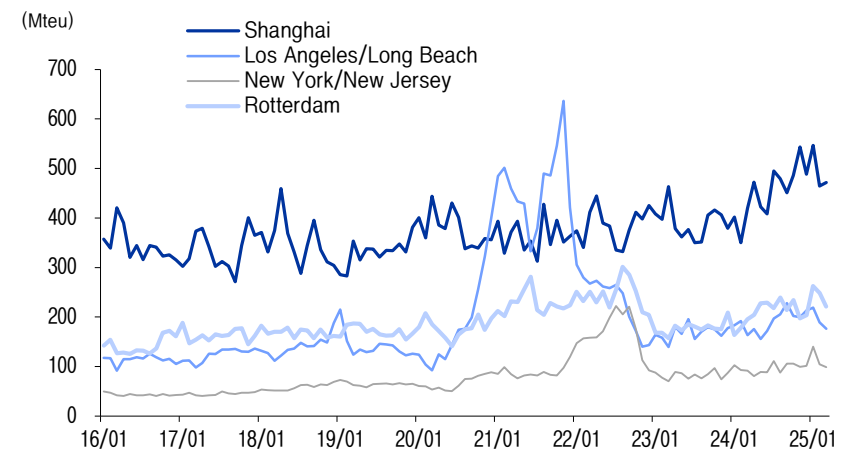
컨테이너선 평균 선속 추이



중국 Shanghai 항 컨테이너 Out-Bound 물동량

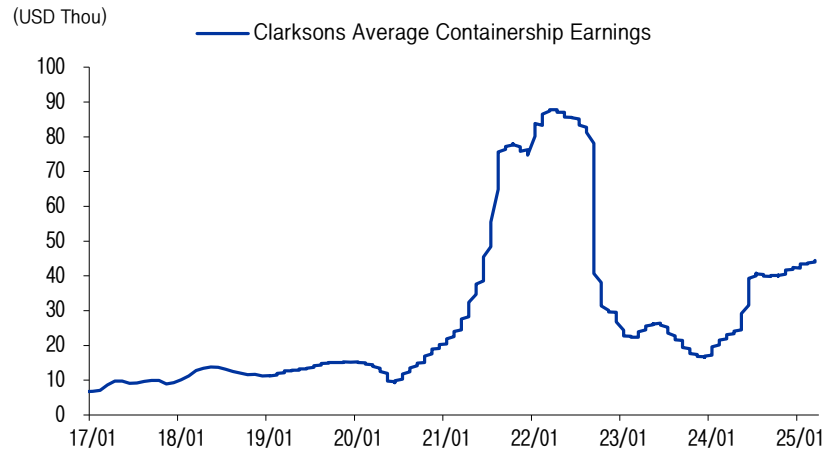


Global Ports Congestion

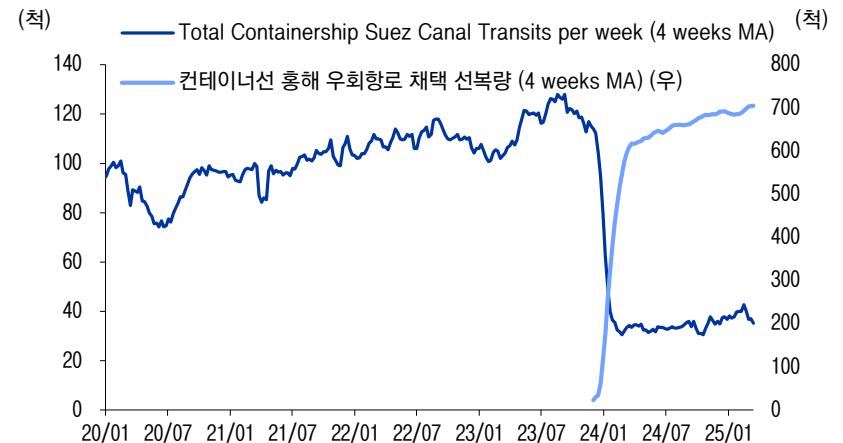


[컨테이너] 선사들의 Suez_發 수혜 지속

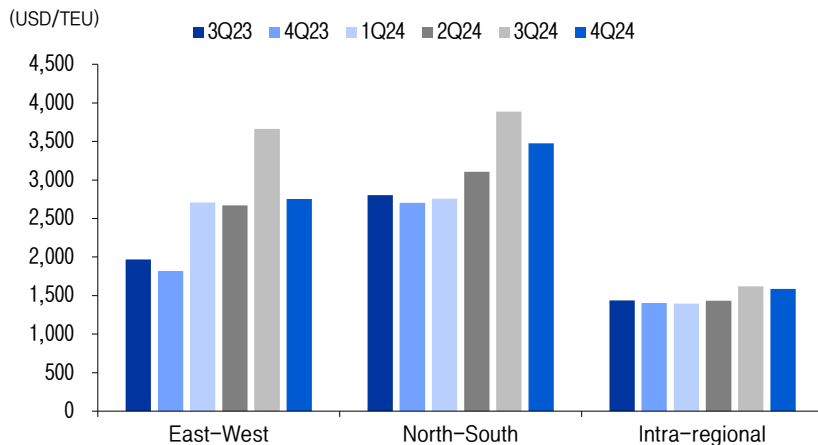
Clarksons Avg.Containership Earnings



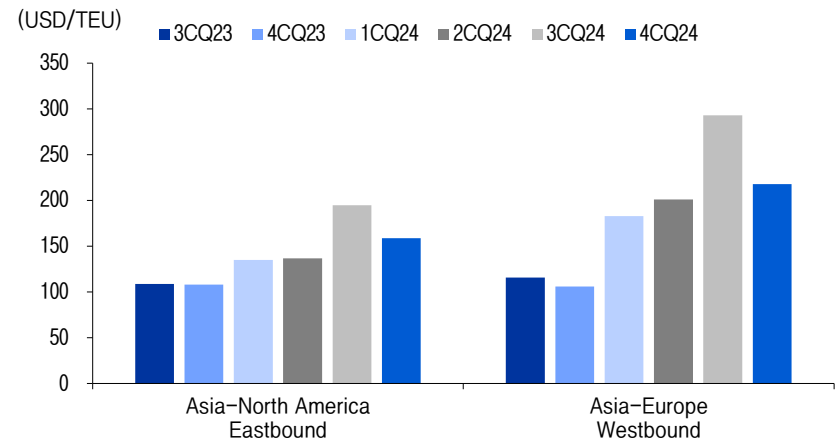
수에즈 운하 컨테이너선 통행량/우회운항 추이



A.P. Møller-Mærsk 노선별 운임변화



ONE 노선별 운임 변화



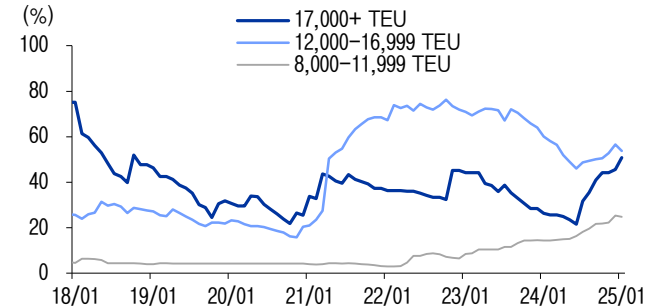
자료: Clarksons, 각 사, LS증권 리서치센터

[컨테이너] Orderbook 반등 추세

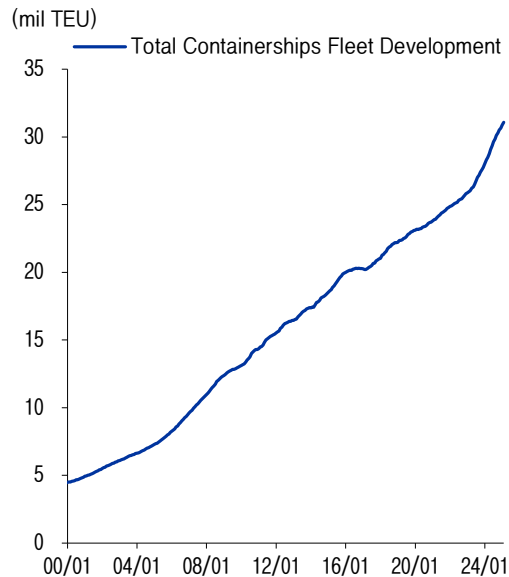
● 호황의 그늘: 계속되는 신조 인도

- 팬데믹 호황기 기발주 컨테이너 물량은 23년 이후 공급으로 지속 환원되고 있음
- '25.04 현재 글로벌 컨테이너 선대 규모는 약 31.1 Mteu로 '23.01 대비 18.6% 가량 순증
- 1H24 이후 신조 발주 재개되며 Orderbook Level은 또 다시 상승 추세
- IMO 중기규제가 도입되는 27년 이후를 인도 시점으로 하는 신조 발주 활발
- '25.04 컨테이너선 Orderbook 규모는 약 8.96 Mteu로 현행 선박량 대비 28.6% 에 육박

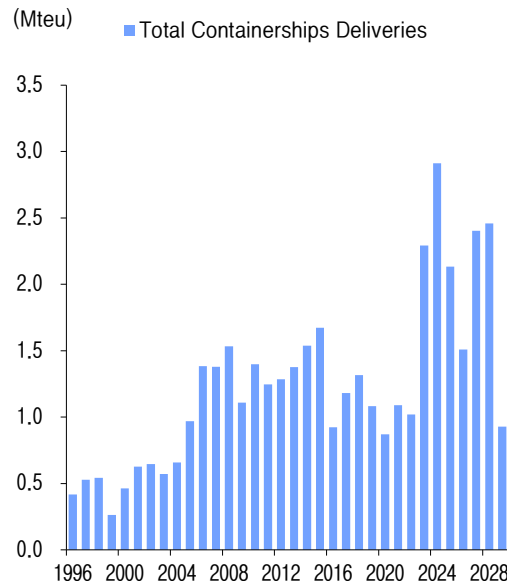
컨테이너 선형별 Orderbook 규모



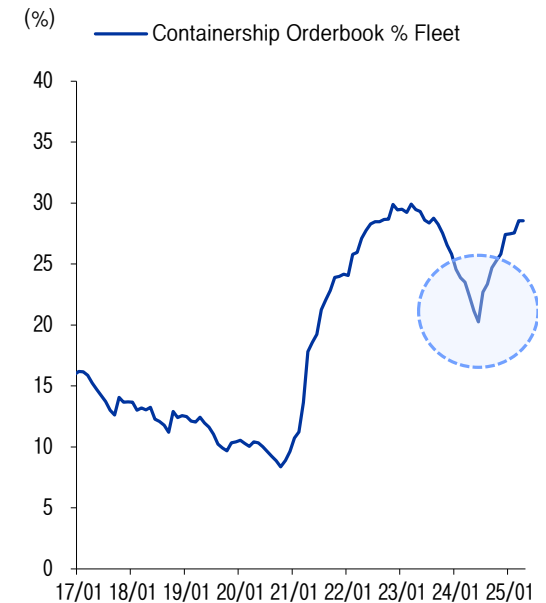
글로벌 컨테이너선 선대 규모



글로벌 컨테이너선 Delivery Pipeline



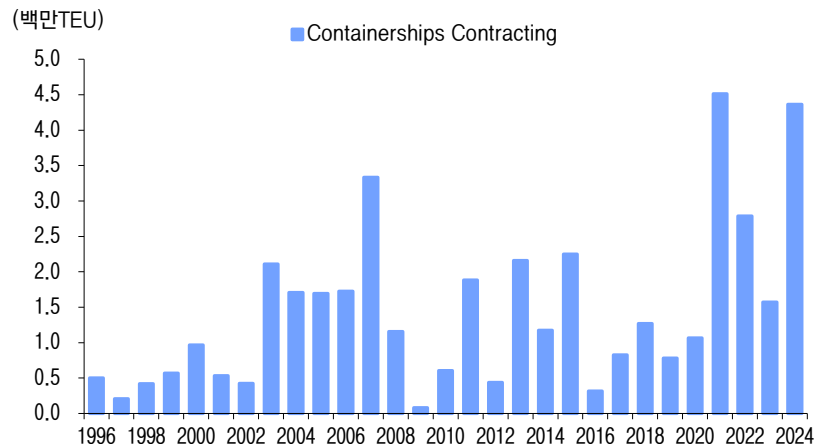
글로벌 컨테이너선사 Orderbook 규모



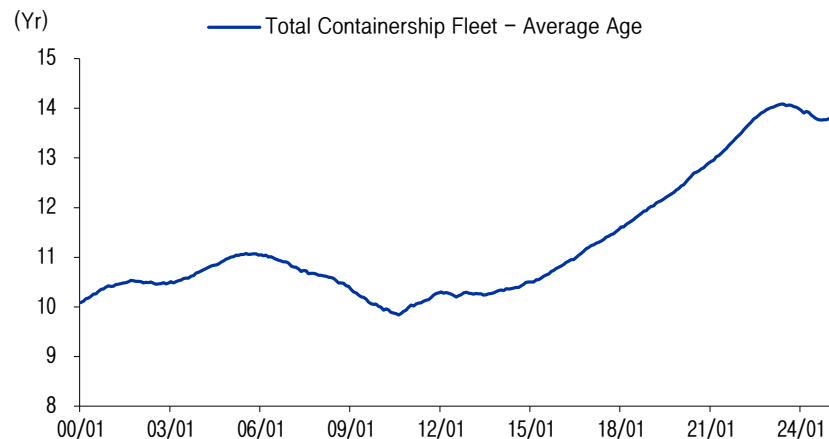
자료: Clarksons, LS증권 리서치센터

[컨테이너] 다시 돌아온 신조 발주

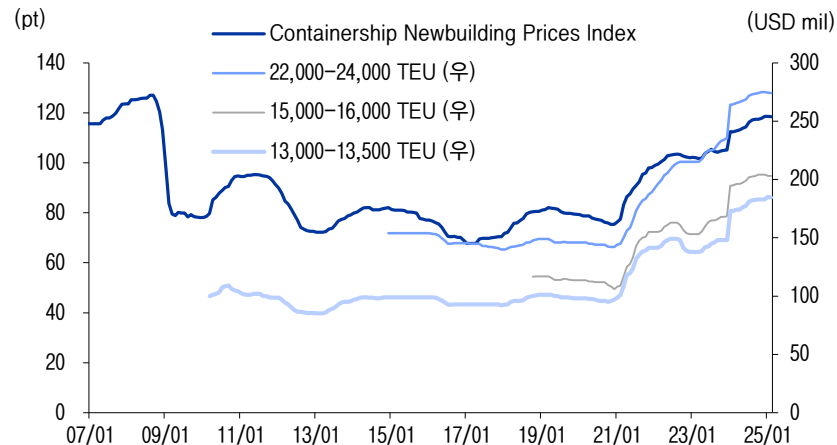
컨테이너선 신조 계약



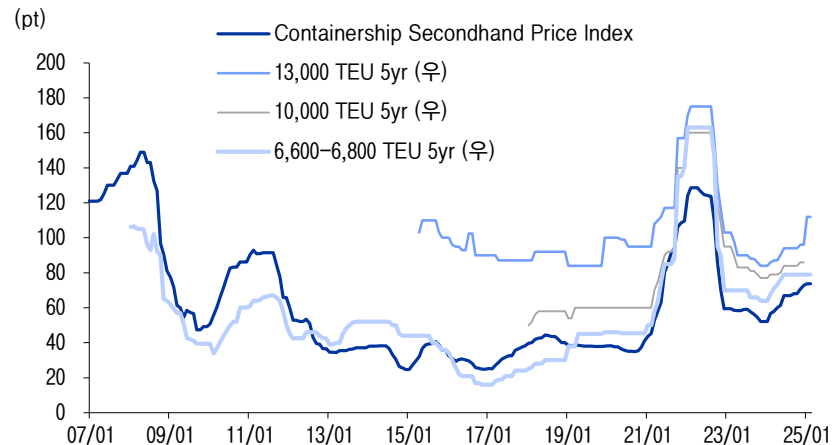
컨테이너선 평균 선령



컨테이너선 신조선가 추이



컨테이너선 중고선가 추이



자료: Clarksons, LS증권 리서치센터

[컨테이너] 해운동맹 경쟁구도 “격동”

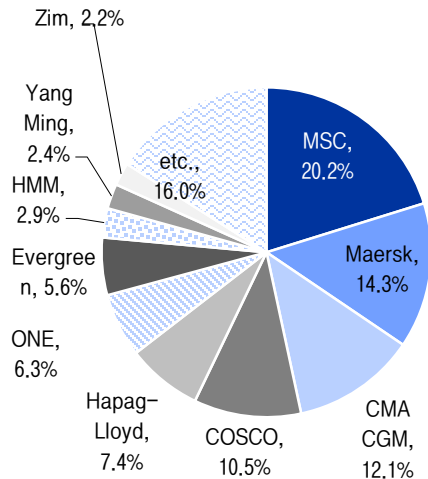
● 선사 간 경쟁구도 격화 국면

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

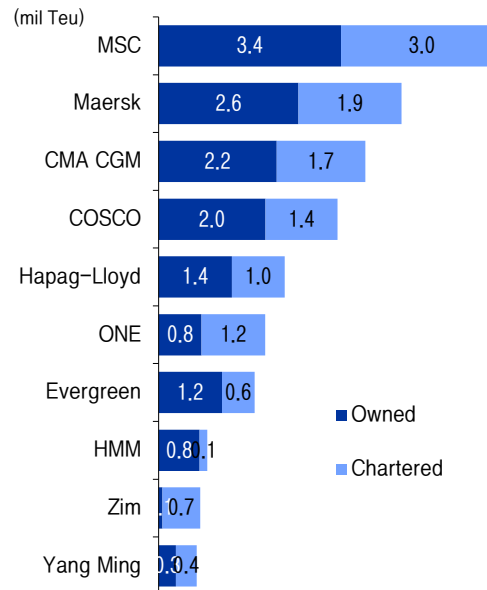
● 해운동맹 경쟁구도 “격동”

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

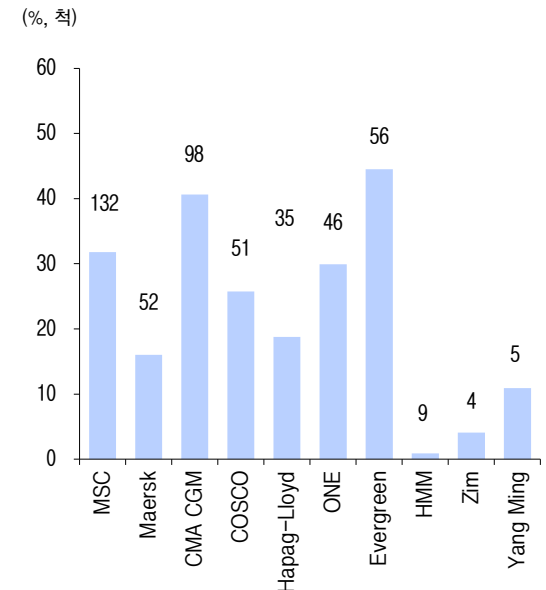
글로벌 컨테이너선사 M/S 현황



글로벌 Top 10 컨테이너선사 선대 현황



글로벌 Top 10 컨테이너선사 Orderbook



자료: Alphaliner, LS증권 리서치센터

[컨테이너] 해운동맹 경쟁구도 “격동”

● 선사 간 경쟁구도 격화 국면

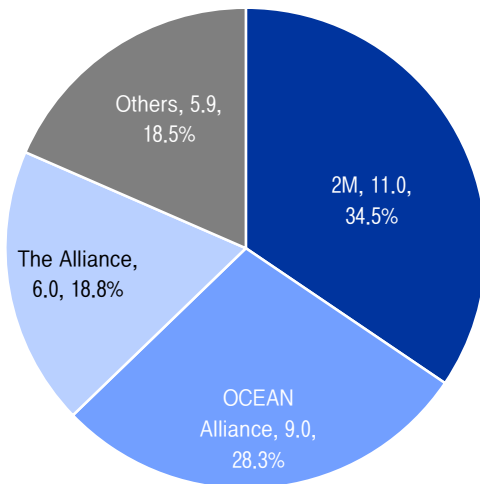
- '25.02 2M (MSC + APMM) 의 해체 + Gemini Cooperation (APMM + Hapag-Lloyd) 출범
- 글로벌 선복량 1위 MSC는 선대 규모를 지속 확대하며 독자노선 구축
- 이스라엘의 non-Alliance 선사 Zim 또한 공격적인 추가 용선 확보로 선대규모 기존 9위였던 Yang-Ming을 추월

● 해운동맹 경쟁구도 “격동”

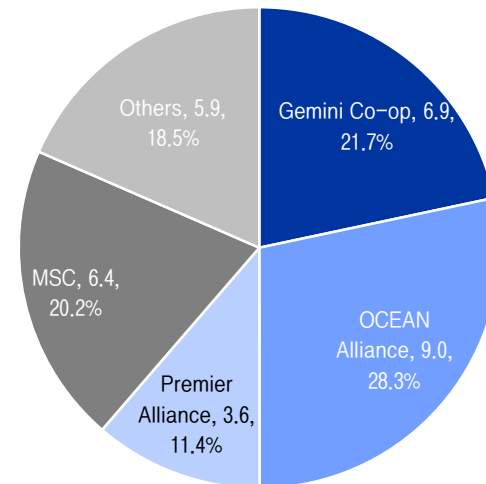
- Gemini Cooperation 결성에 따라 Hapag-Lloyd는 '25.01 자로 THEA를 탈퇴.
동맹 내 유일한 유럽 선사이자 가장 많은 선복량을 보유한 Hapag-Lloyd의 탈퇴와 관련해, THEA는 Premier Alliance로 새 출발
- Premier Alliance 는 MSC와 아시아-유럽 주요 9개 항로에 대해 선복 교환 협력

컨테이너선 해운동맹 M/S 변화 : 3파전에서 4파전으로

(Mteu)



(Mteu)



[컨테이너] 해운동맹 경쟁구도 “격동”

● 선사 간 경쟁구도 격화 국면

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

● 해운동맹 경쟁구도 “격동”

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

'25.03 Global Liner Rank

Rank	Alliance	Operator	Total		Owned		Chartered			Orderbook		
			MTEU	Ships	MTEU	Ships	MTEU	Ships	%Chart	MTEU	Ships	%existing
1	non-Alliance	MSC	6.4	897	3.4	602	3.0	295	46.9	2.0	132	31.8
2	Gemini	Maersk	4.6	737	2.6	335	1.9	402	42.4	0.7	52	16.0
3	OCEAN	CMA CGM	3.9	664	2.2	312	1.7	352	42.9	1.6	98	40.6
4	OCEAN	COSCO	3.4	522	2.0	199	1.4	323	40.3	0.9	51	25.8
5	Gemini	Hapag-Lloyd	2.4	302	1.4	130	1.0	172	41.9	0.4	35	18.8
6	Premier	ONE	2.0	261	0.8	94	1.2	167	59.6	0.6	46	29.9
7	OCEAN	Evergreen	1.8	227	1.2	147	0.6	80	34.0	0.8	56	44.5
8	Premier	HMM	0.9	83	0.8	62	0.1	21	15.7	0.0	9	0.9
9	non-Alliance	Zim	0.8	129	0.1	13	0.7	116	90.5	0.0	4	4.1
10	Premier	Yang Ming	0.7	98	0.3	59	0.4	39	54.5	0.1	5	10.9

자료: Alphaliner, LS증권 리서치센터

본격화되는 新 해전

● USTR 중국 해운/조선 부문 관련 Section 301 제안 조치

- 02/21 美 무역대표부(USTR)은 중국의 해운/조선 산업 장악과 관련, 무역법 301조(Section 301)를 근거로 하는 제재조치 방안을 발표.
- 제재 대상은 (1)중국선사, (2) 중국산 선박 보유 선사, (3) 중국산 선박을 주문할 예정인 선사, (4) 미국산 상품을 수송하는 선사, (5) 중국의 물류/해운 플랫폼 등에 해당
- 대부분의 선사들은 (1) 선대 운항 항로 재조정, (2) 선박공유 적극 활용, (3) 한국산 컨테이너선 추가 편입 등의 형태로 대응할 것으로 예상
- USTR 제재 發 운임 상승 가능성 제한적이나 향후 미국발 제재 확대 여부에 따라 운임 상승 가능성 상존

주요 선사별 USTR 제재 잠재 영향

선사	해운동맹	US 항만 기항 선박수	US 항만 기항 비중	US 항만 기항 중국산 선박 비중	중국산 선박 주문 비율	US 항만 기항 선대 USTR 제재 비율
MSC	non-Alliance (Premier Alliance, Zim 과 제한적 선박공유)	173	20%	17%	92%	100%
Maersk	Gemini	159	22%	13%	79%	100%
CMA CGM	Ocean Alliance	126	20%	36%	57%	100%
COSCO	Ocean Alliance	85	18%	46%	100%	100%
Hapag-Lloyd	Gemini	87	29%	9%	91%	100%
ONE	Premier Alliance	102	40%	13%	56%	100%
Evergreen	Ocean Alliance	56	25%	0%	36%	100%
HMM	Premier Alliance	19	22%	0%	0%	0%
ZIM	non-Alliance (MSC와 제한적 선박공유)	62	46%	40%	0%	40%
Yang Ming	Premier Alliance	34	34%	15%	0%	15%
Wan Hai	non-Alliance (ONE와 제한적 선박공유)	15	11%	0%	0%	0%
Others		155	5%	41%	81%	49%
Total		1,073	16%	23%	74%	83%

자료: USTR, LS증권 리서치센터

USTR 중국 해운/조선 부문 관련 Section 301 제안 조치

대상	내용
중국 선사	중국 해운 운송사업자의 선박이 美 항구에 입항할 때마다 요금 부과 (a) 최대 \$ 1,000,000 의 요금 또는 (b) ton당 최대 \$ 1,000 의 요금
중국산 선박을 보유한 선사	중국산 선박이 美 항구에 입항할 때마다 해당 선박을 보유한 선사에게 요금 부과 (a) 최대 \$ 1,500,000 의 요금 또는 (b) 선단 내 중국산 선박 비율에 따른 요금 부과 - 선단의 50% 이상이 중국산 선박인 경우, 입항당 최대 \$ 1,000,000 - 선단의 25%~50% 중국산 선박인 경우, 입항당 최대 \$ 750,000 - 선단의 0%~25% 중국산 선박인 경우, 입항당 최대 \$ 500,000 (c) 또는 선단 내 중국산 선박비율이 25% 이상인 경우, 입항당 최대 \$ 1,000,000 추가 요금 부과
중국산 선박 주문 예정 선사	중국산 선박 주문 비율에 따른 추가 요금 부과 (a) 향후 24개월 내에 선박 주문 또는 인도가 중국 조선소로부터 이루어지는 경우 - 주문 선박의 50% 이상이 중국산 선박인 경우, 입항당 최대 \$ 1,000,000 - 주문 선박의 25%~50% 중국산 선박인 경우, 입항당 최대 \$ 750,000 - 주문 선박의 0%~25% 중국산 선박인 경우, 입항당 최대 \$ 500,000 (b) 주문 또는 인도예정 선박 중 25% 이상이 중국 조선소로부터 이루어지는 경우 추가 요금 부과 - 선박 입항당 최대 \$ 1,000,000
미국산 선박을 활용한 해상운송	Section 301에 따라 부과된 해운 서비스 수수료에 대해, 해당 선사가 미국산 선박을 이용하여 미 항구에 입항할 경우 연간 최대 \$ 1,000,000 환급
미국산 상품의 해상운송	조치 발효일로부터 하기 일정에 따라 미국산 상품의 해운 서비스를 규제함 - 0~2년: 매년 최소 1%의 미국산 상품은 US-flagged 선박을 운영하는 미 운항사업자에 의해서만 수출 가능 - 2~3년: 매년 최소 3%의 미국산 상품은 US-flagged 선박을 운영하는 미 운항사업자에 의해서만 수출 가능 - 3~7년: 매년 최소 5%의 미국산 상품은 3% 이상의 US-Built, US-flagged 선박을 운영하는 미 운항사업자에 의해서만 수출 가능 - 7년~: 매년 최소 15%의 미국산 상품은 5% 이상의 US-Built, US-flagged 선박을 운영하는 미 운항사업자에 의해서만 수출 가능 미국산 상품은 원칙적으로 US-Flagged, US-Built 선박을 이용하여 수출되어야 하나, 운항사업자가 연간 운송할 미국산 상품 중 최소 20%를 US-Flagged, US-Built 선박으로 운송할 것임을 입증할 경우 non-US Built 선박 이용이 승인될 수 있음
중국 물류/해운 플랫폼 제한 조치	미국 내 LOGINK 사용 제한/금지 중국 해운업체의 반경쟁적 관행 조사

높아지는 관세 장벽

● 해운업 기상도 '흐림'

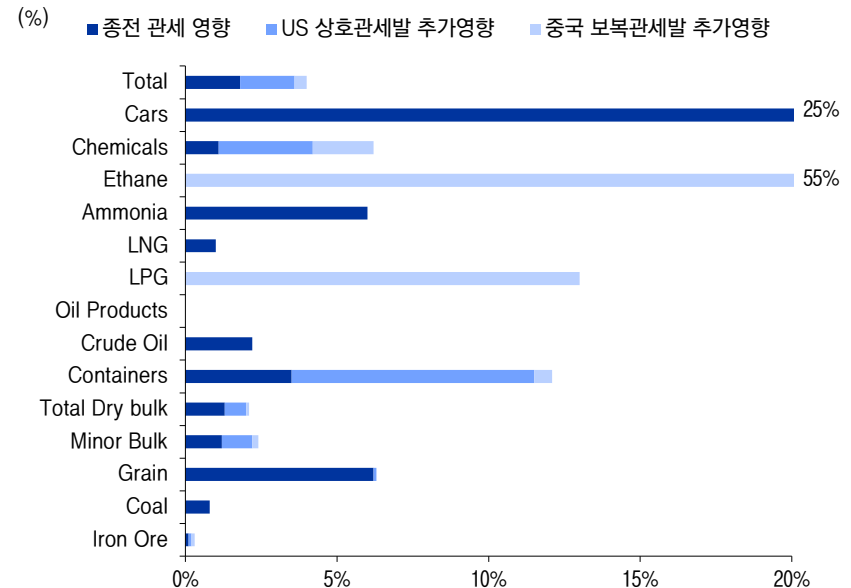
- 트럼프 대통령, 4/2 상호관세(Reciprocal Tariff) 정책 발표 - 'Trump's Liberation Day'
- 중국(34%), EU(20%), 베트남(46%), 대만(32%), 일본((24%), 대한민국(25%) 등 주요 60개국에 대해 기존 보편관세(10%)를 초과하는 상호관세 부과
- 4/4 중국 정부는 34% 보복 관세 발표(... 이에 트럼프 대통령은 50%의 추가 대중관세 부여 업포
- 4/8 트럼프, 중국산 제품 50% 추가 관세 발표 (총 104%) → 4/9 중국 정부, 미국산 상품 관세 84%로 인상하는 보복조치 단행
- 4/10 트럼프, 중국산 제품 관세 145% 발표 (펜타닐관세 20% 포함)
- 4/12 중국 정부, 미국산 상품 관세 125%로 추가 인상. 4/14 트럼프, 중국산 제품 관세 245% 발표
- 미국의 관세 정책과 이에 대한 각국의 보복관세 및 수출 규제 대응에 따라 글로벌 해운 수요 타격 불가피
- 화종별로는 컨테이너 화물 및 자동차 해운 부문 중심의 수요 둔화가 예상됨. LPG, 에탄 등 일부 미국산 에너지 또한 보복관세 영향 확인 전망

트럼프 상호관세 발표 내용

분류	내용
대상 국가	약 60 개국이 '최악의 위반국(Worst Offender)' 목록으로 등록 멕시코, 캐나다는 이번 상화관세 제외
관세율	전세계 10% 보편관세. 최악의 위반국에 대한 개별 추가관세(한국 25%) 멕시코/캐나다: USMCA 제외 품목 한정 25% 관세 중국: 최대 245% (상호관세 125% 포함)
시행일	전세계 대상 10% 보편관세: 2025.4.5~ 상호관세: 4.9~ (중국 외 국가 90일간 유예) 자동차관세(25%): 4.3~ (4/14 유예 가능성 언급)
법적 근거	무역적자가 국가 및 경제 안보에 위협이 된다며 국가비상사태 선언 IEEPA 관세 부과의 법적 근거로 시행
계산 근거	3/31 USTR '해외 무역장벽에 대한 국가 무역 현황 보고서' VAT, 보조금, 기타 무역 장벽 등 비화폐적 장벽을 종합 고려
추가 관세 계획	반도체, 의약품, 일부 핵심 광물에 대한 별도 부문별 관세 시행 예정
면제 및 대응	상호관세 면제 없음. 주요국 비관세 장벽 해제까지 상당시간 소요 예상 상대국 보복 조치 시 비상명령 실효성 유지 위한 대응 예고

자료: Clarkson's, LS증권 리서치센터

US 상호관세 / CN 보복관세에 따른 화종별 해운물동량 잠재 영향



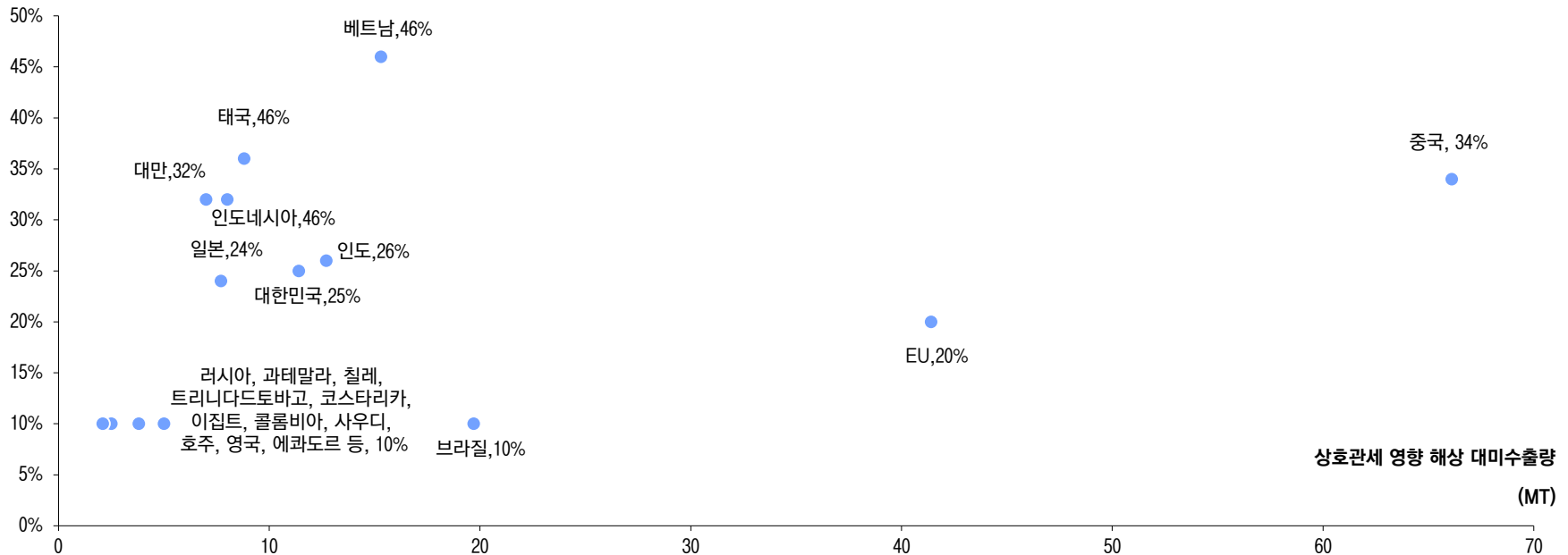
높아지는 관세 장벽

● 해운업 기상도 '흐림'

- 트럼프 대통령, 4/2 상호관세(Reciprocal Tariff) 정책 발표 - 'Trump's Liberation Day'
- 중국(34%), EU(20%), 베트남(46%), 대만(32%), 일본(24%), 대한민국(25%) 등 주요 60개국에 대해 기존 보편관세(10%)를 초과하는 상호관세 부과
- 4/12 중국 정부, 미국산 상품 관세 125%로 추가 인상. 4/14 트럼프, 중국산 제품 관세 245% 발표
- 미국의 관세 정책과 이에 대한 각국의 보복관세 및 수출 규제 대응에 따라 글로벌 해운 수요 타격 불가피
- 화종별로는 컨테이너 화물 및 자동차 해운 부문 중심의 수요 둔화가 예상됨. LPG, 에탄 등 일부 미국산 에너지 또한 보복관세 영향 확인 전망

주요 국가별 US 상호관세發 해상 대미수출량 잠재 영향

US 상호관세율



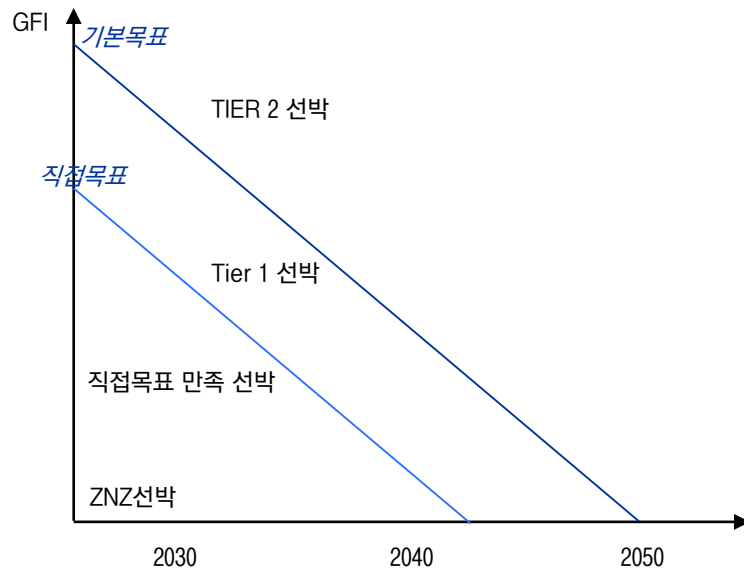
자료: Clarksons, LS증권 리서치센터

[환경규제] MEPC 83: 되찾은 방향성

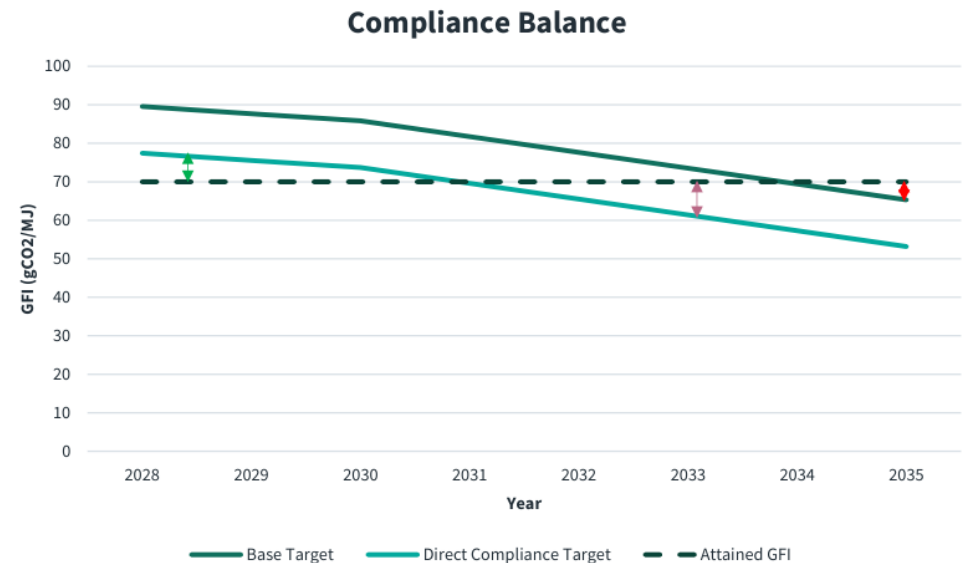
● MEPC 83: 온실가스 중기조치(GHG Mid-term measures) 관련 MARPOL Annex VI 개정안 승인

- 2028.01.01 부터 5,000 GT 이상의 모든 선박들에 대해 GFI(온실가스 연료집약도) 데이터 수집 → 2029년 선급기관 제출
- 온실가스 배출량에 따라 직접목표 및 기본목표 준수 要. 미준수 시 목표별 탄소세 부과
- 직접목표(Direct-compliant) 미준수 선박(Tier 1) : 톤당 \$ 100 탄소세 부과
- 기본목표(Base-compliant) 미준수 선박(Tier 2) : 톤당 \$ 100 탄소세 부과 + Surplus Units 구매(from 친환경 선박) or 톤당 \$ 380 보충 탄소세 부과
- ZNZ 선박(메탄올, 암모니아 추진선박 등) 들의 건조 비용 및 대체연료 구매에 대한 Incentive 제공
- 현행 CII 등급에 관련, 2030년까지 21.5%의 감축률 달성 목표. 중기조치를 포함한 MARPOL Annex VI 개정안은 '25.10 MEPC ES2에서 채택되어 '27.03 발효 예정
- non-eco 선박의 경제성 추가 악화. 글로벌 해운업 전반에 걸친 폐선 촉진 및 친환경 선대 전환 흐름 기대. 변화는 Liner-Tramp 순서로, 고선가-저선가 순서로 진행될 것

선박의 온실가스 연료집약도에 따라 탄소세 부과 결정

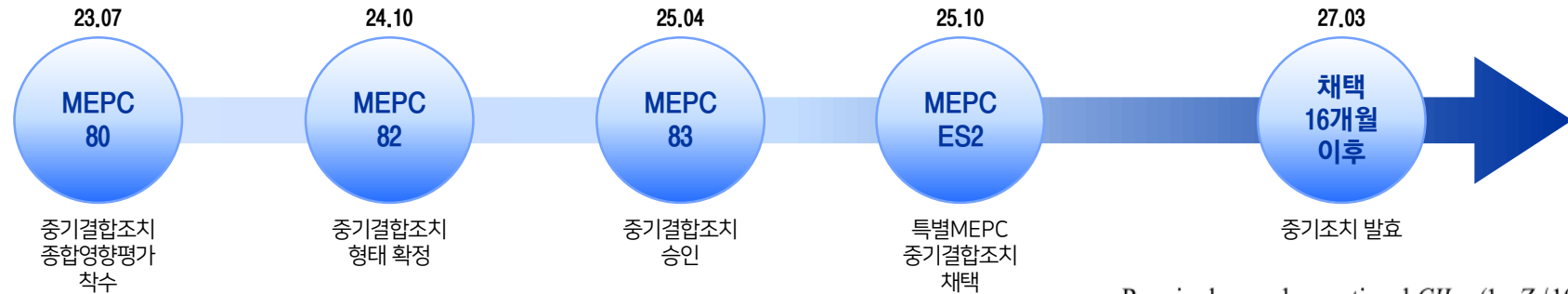


GFI(Greenhouse gas Fuel Intensity) 규제 준수 예시

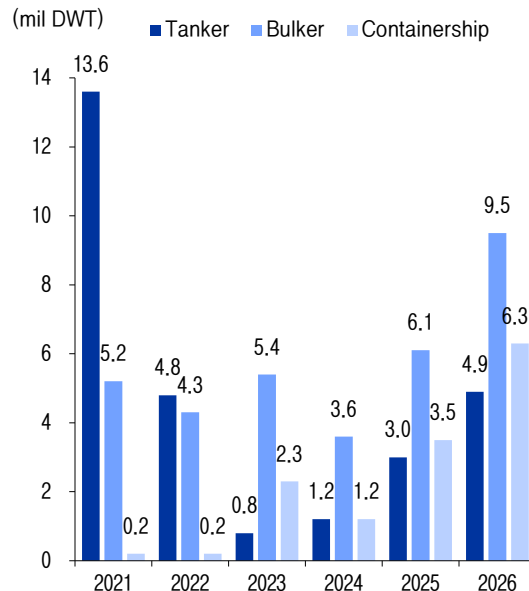


[환경규제] 25년은 폐선량 반등의 원년이 될 수 있을까

IMO 온실가스 중기조치 일정

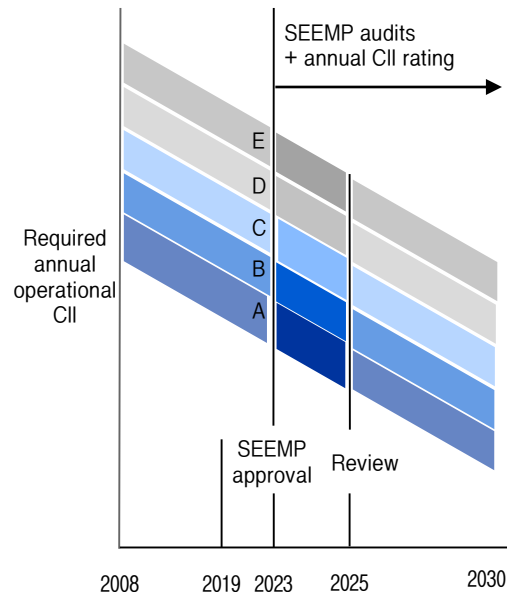


선종별 해체량 추이 및 전망



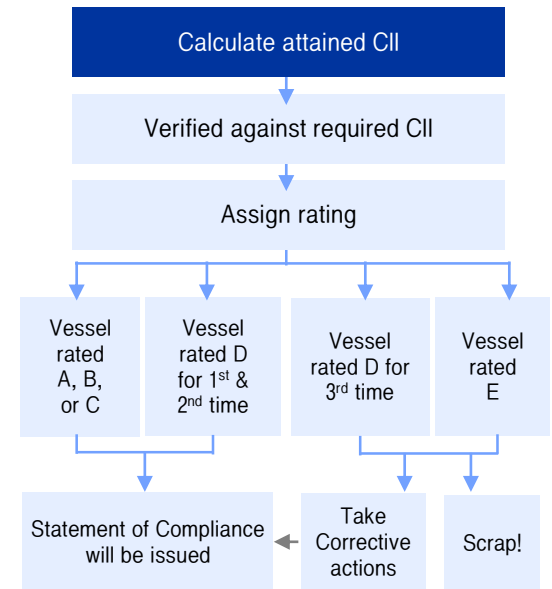
자료: Clarksons, LS증권 리서치센터

차츰 엄격해질 CII Rating 기준



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

CII 규제 흐름도

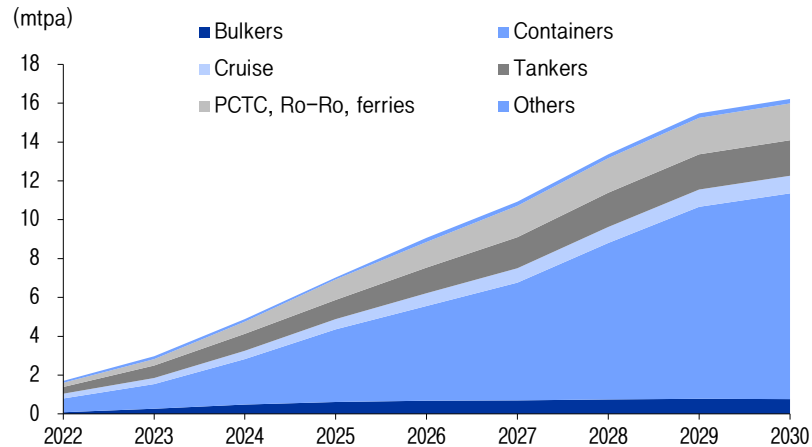


선박 환경규제 관련 주요 지표 정리

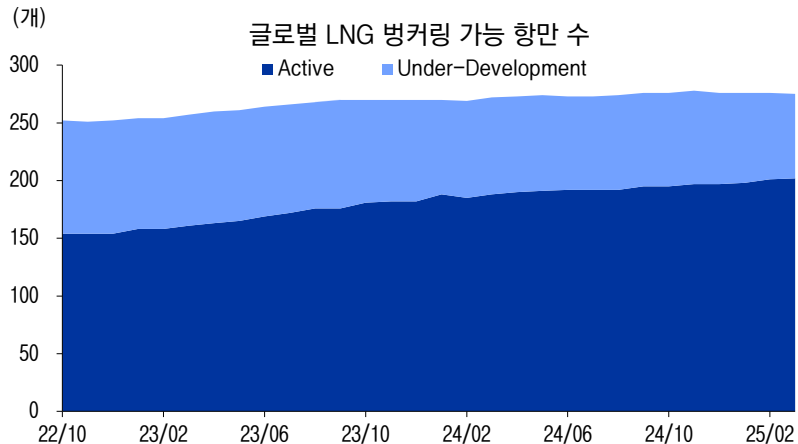
지표명	EEDI	EEXI	CII
개요	Energy Efficiency Design Index 에너지효율설계지수	Energy Efficiency eXisting ship Index 현존선박에너지효율지수	Carbon Intensity Index 탄소집약도지수
도입시기	2013.01.01~	2023.01.01~	2023.01.01~
산출 방식	단위 톤마일 이동시 배출되는 탄소배출량을 이론적으로 계산한 값	단위 톤마일 이동시 배출되는 탄소배출량을 이론적으로 계산한 값	IMO DCS를 통해 측정한 연료 소모량을 토대로 실제 탄소배출량 측정
산출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

[환경규제] 대세는 여전히 LNG

해운업항 LNG 수요: 2030년 16 mtpa에 이를 전망



LNG 벙커링이 가능한 항만의 수는 이미 200 곳을 초과

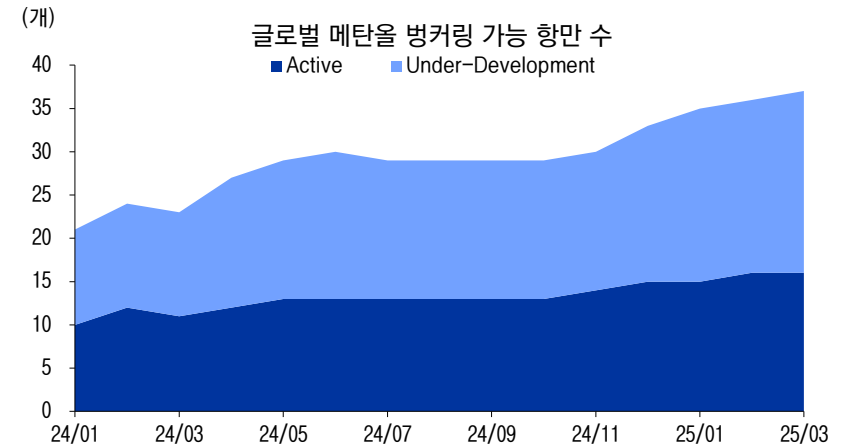


자료: Shell, Clarksons, LS증권 리서치센터

Maersk 친환경 컨테이너선 발주 현황

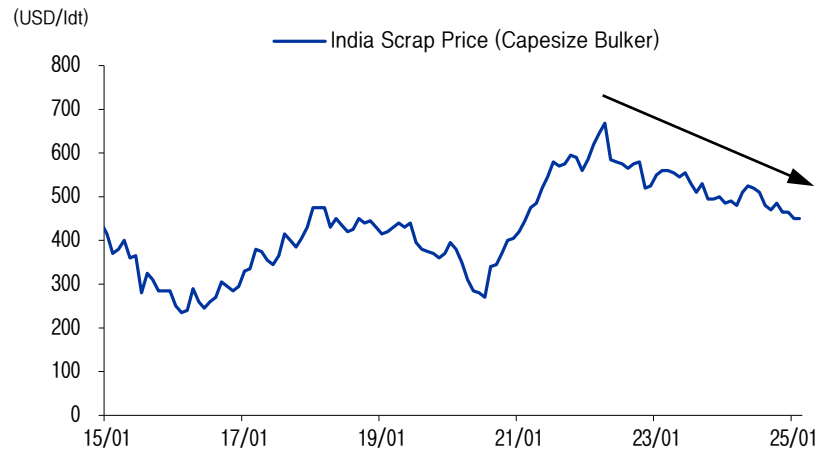
Date	Type	Size (TEU)	Vessels	Builder	Alternative Fuel Types
2022/01	Container	15,000	12	HD현대중공업	Methanol
2022/10	Container	17,000	6	HD현대중공업	Methanol
2023/06	Container	9,000	6	Jiangsu New YZJ	Methanol
2024/09	Container	15,000	6	New Times SB	LNG Capable
2024/10	Container	15,000	6	한화오션	LNG Capable
2024/11	Container	17,000	6	Yangzi Xinfu SB	LNG Capable
2024/11	Container	9,000	2	Jiangsu New YZJ	LNG Capable

반면 메탄올 벙커링 인프라는 이에 크게 못 미치는 실정

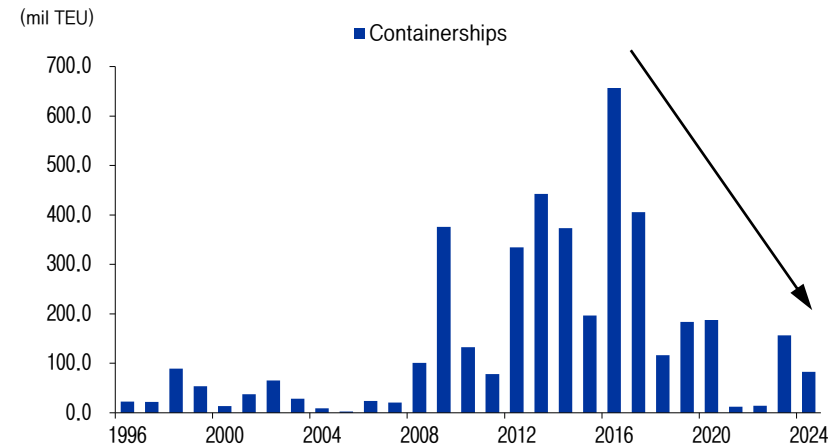


[환경규제] 높은 운임과 아쉬운 가격에 폐선수요는 여전히 부진

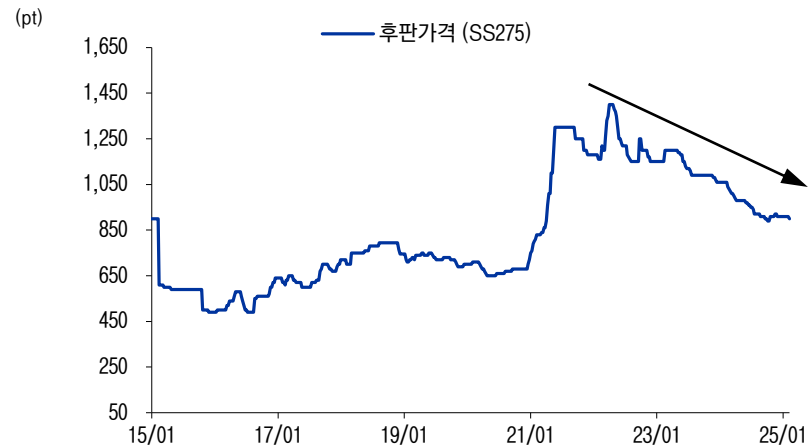
폐선가 추이



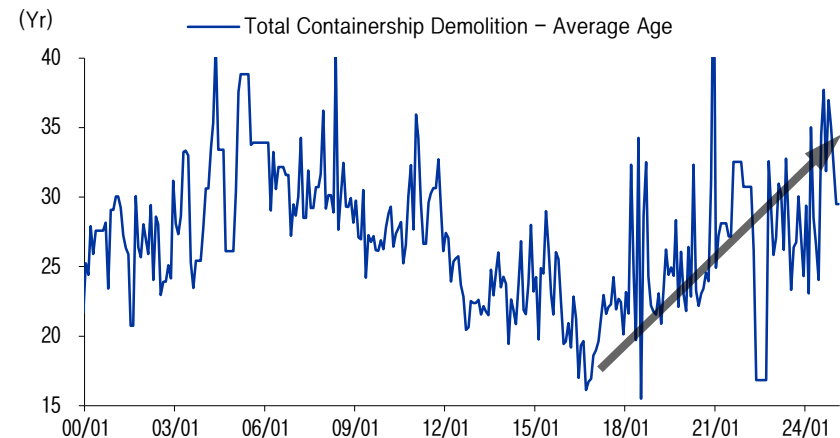
컨테이너선 폐선량 추이



후판가격 추이



컨테이너선 평균 폐선 연령



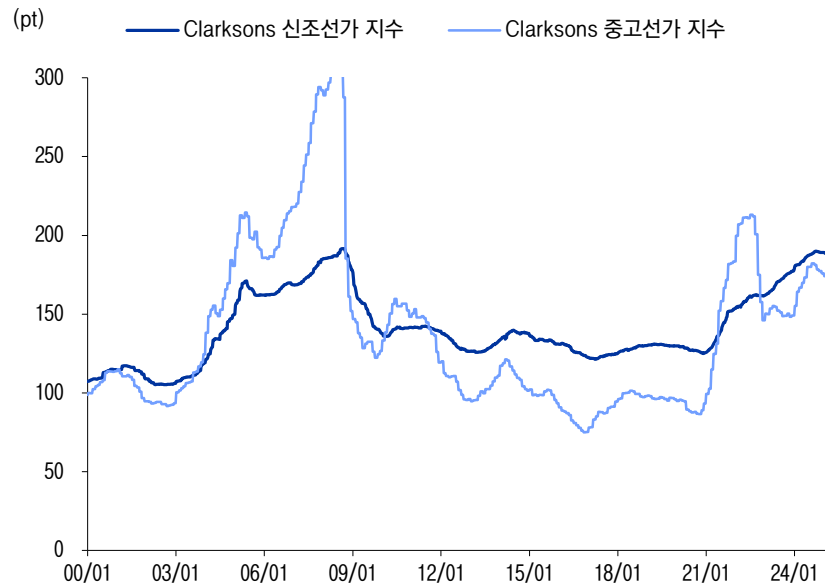
자료: 스틸데일리, Clarkson, LS증권 리서치센터

[조선] 또다른 슈퍼사이클을 기대하는 이유

● 우호적 발주 여건 형성

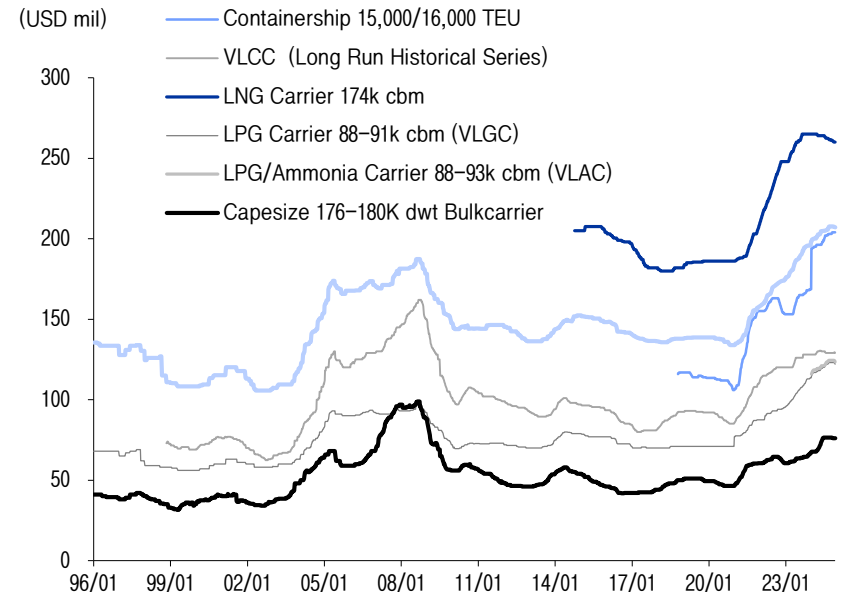
- 그간의 저가수주의 터널을 지나 21년 이후 고부가가치 선박 중심의 신조 발주 본격화
 - (1) '21-'22 물류대란 이후 컨테이너선사들의 공격적인 선대 투자 흐름.
 - (2) 글로벌 LNG 시장 성장 및 러·우 전쟁 영향에 따른 에너지 수급불안으로 LNGC 수요 우상향
 - (3) IMO Net-Zero Plan 등 선박 환경규제에 대응하기 위한 LNG DF, 메탄올 DF 등 친환경 연료 추진 선박 발주 증대
 - (4) 차세대 친환경 연료인 수소의 저장·운송을 위한 VLAC, LPGC 발주 확대
- 신조 발주건수와 신조선가가 모두 우상향하며 공급자 우위환경 조성. 한국의 조선 3사는 고부가가치 선종에 대한 선별 수주를 통해 기회 요인 모색

Clarksons 신조선가 지수



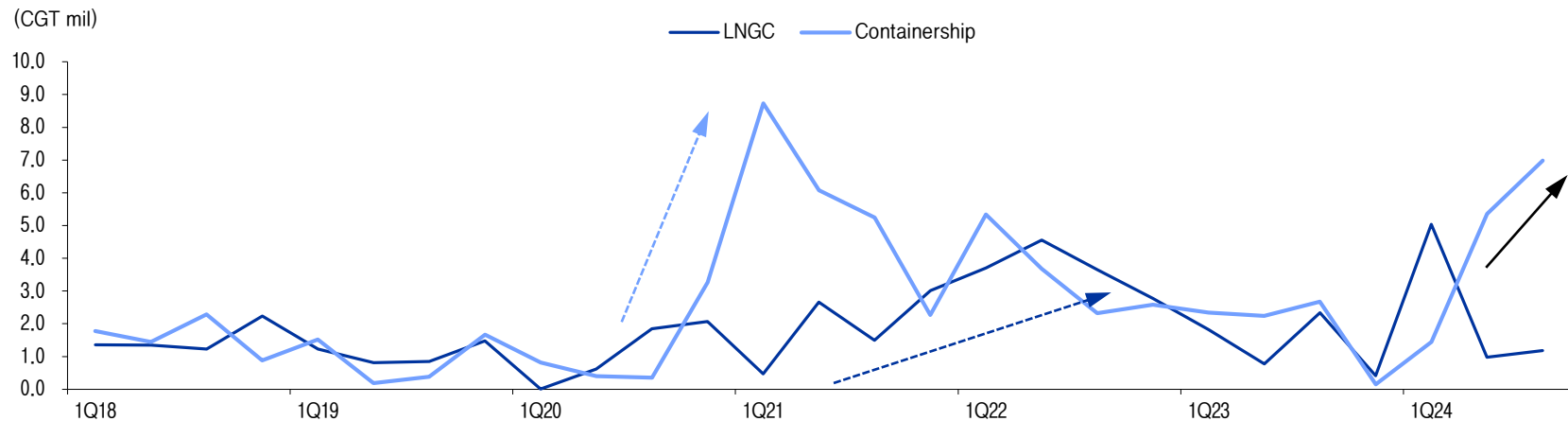
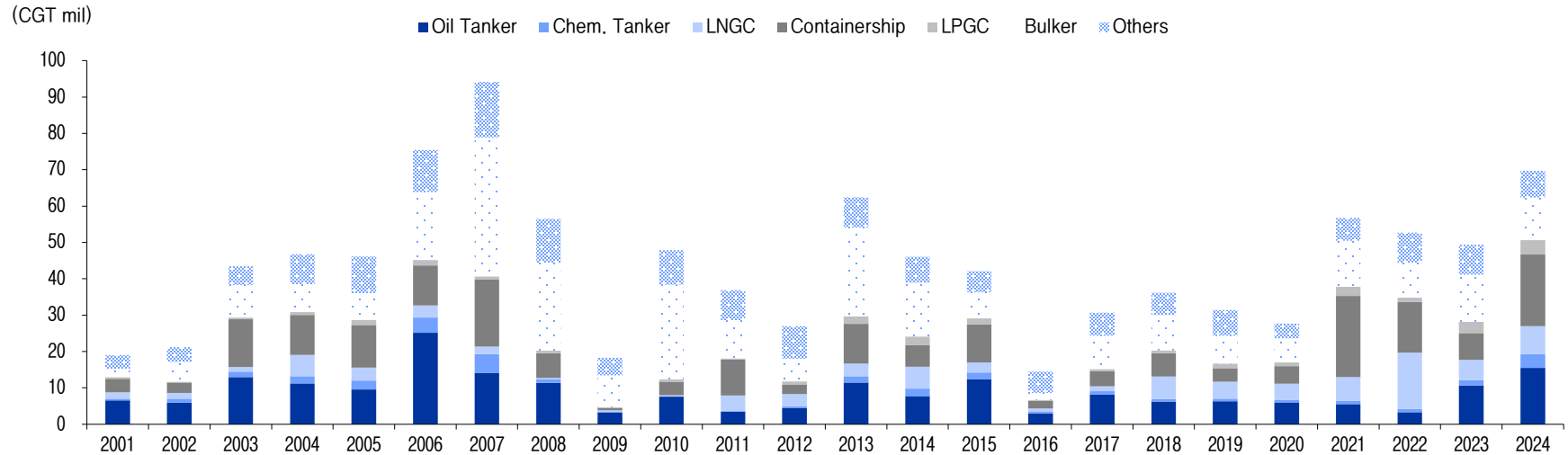
자료: Clarksons, LS증권 리서치센터

주요 선종별 선가 추이 ... a.k.a 벌크선 신조 발주가 나오지 못하는 이유



[조선] 또다른 슈퍼사이클을 기대하는 이유

LNGC, 컨테이너선 중심의 발주 호황세: CONT-LNGC-CONT로 다시 이어지는 발주추세



[드라이벌크] 수요 성장의 돌파구를 찾아야 한다

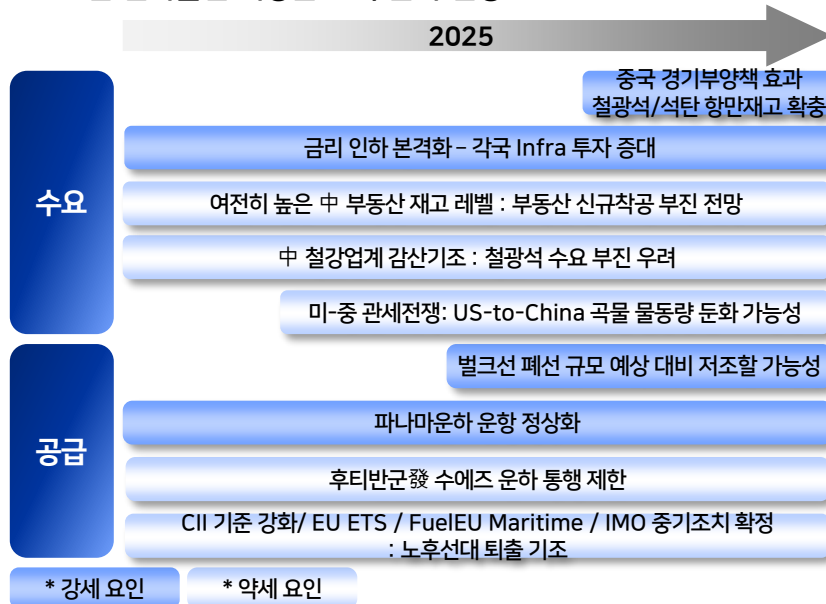
● 2025 드라이벌크 해운 : 수요 성장의 돌파구를 찾아야 한다

- Clarksons 추산 2025년 Dry-bulk 해상 물동량은 5,777 MT로 YoY +0.6% 성장에 그칠 전망
- 중국향 Cape 화물 수요 반등 요원한 가운데 La nina 영향으로 브라질발 곡물 물동량 또한 아쉬울 것으로 예상
- 파나마 운하 정상화로 공급 안정화: 항해 거리/일수 감소에 따라 운임 하방 압력으로 작용
- 4/8 中 정부 '6대 조치' 발표: 미국발 중국향 곡물 추가 관세 부여에 따라 Dry-bulk 수요センチ먼트 악화

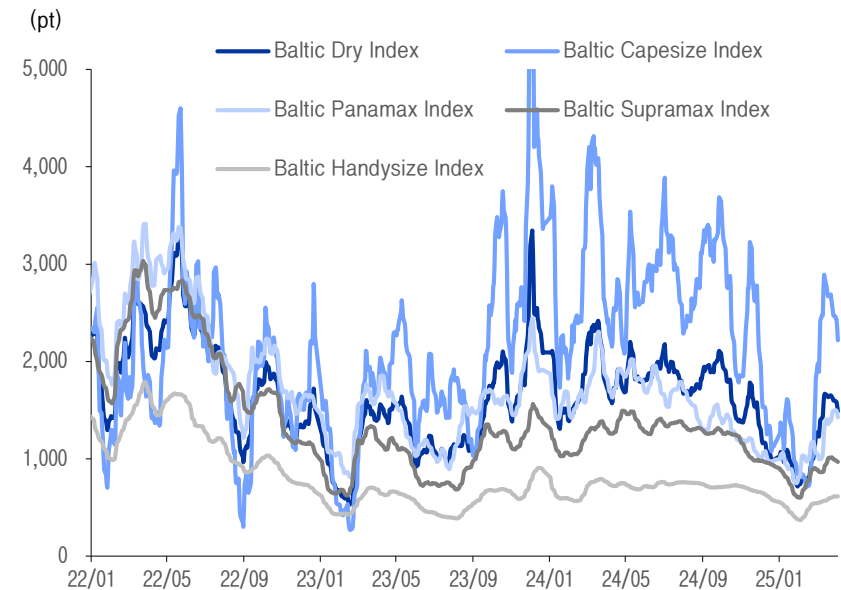
● 환경규제 영향 / 신조인도 부진에 따라 중장기 방향성은 우상향

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

2025년 건화물선 시장은 소폭 둔화 전망

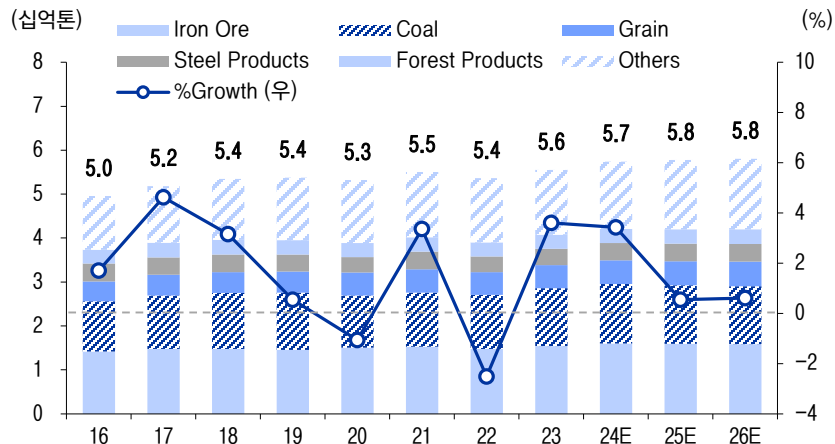


건화물선 운임지수 추이

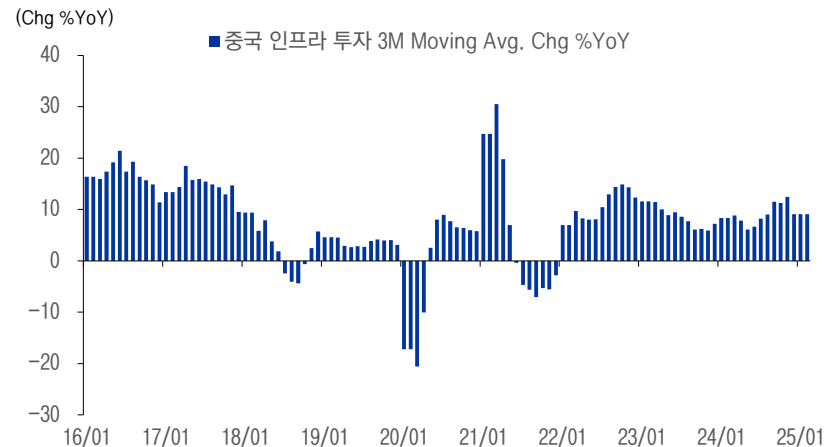


[드라이벌크] 결국 중국이 열쇠

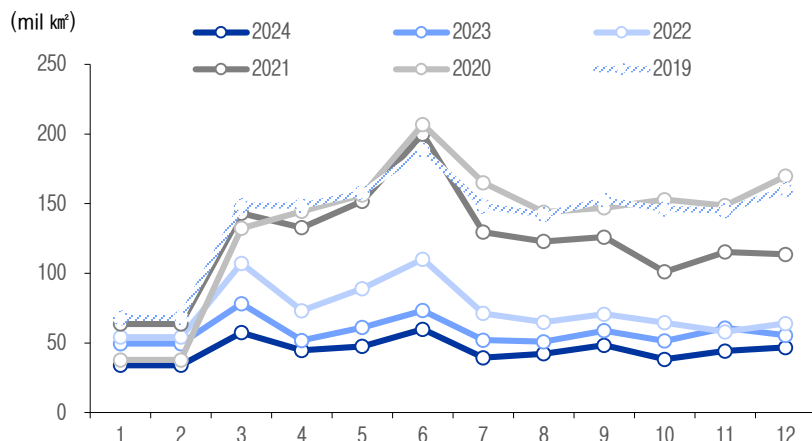
글로벌 Dry bulk 해상 물동량



중국 인프라투자 규모는 지속 확대 중



중국 부동산 월별 신규착공 면적 : 여전히 지지부진한 착공



중국 조강업체 조강마진 및 철광석 가격 추이



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

[드라이벌크] 전인대를 통해 다시금 되짚어본 수요 방향성

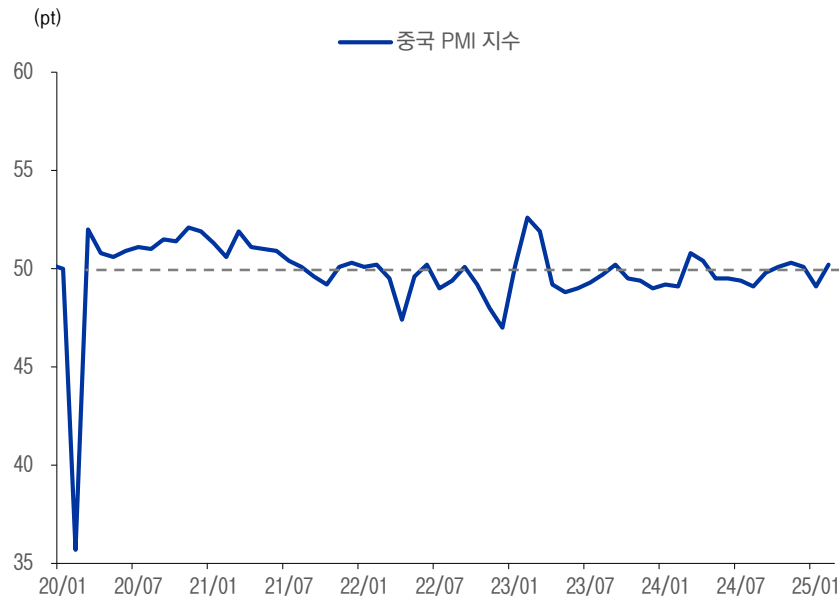
● 2025 중국 전인대 리뷰

- 지방 정부의 부동산 정책 시행 자율권 부여하는 한편 유희토지와 주택매입을 활성화하는 형태로 부동산 경기 부양 도모
- 미분양 리스크 해소를 위해 신규 착공 통제

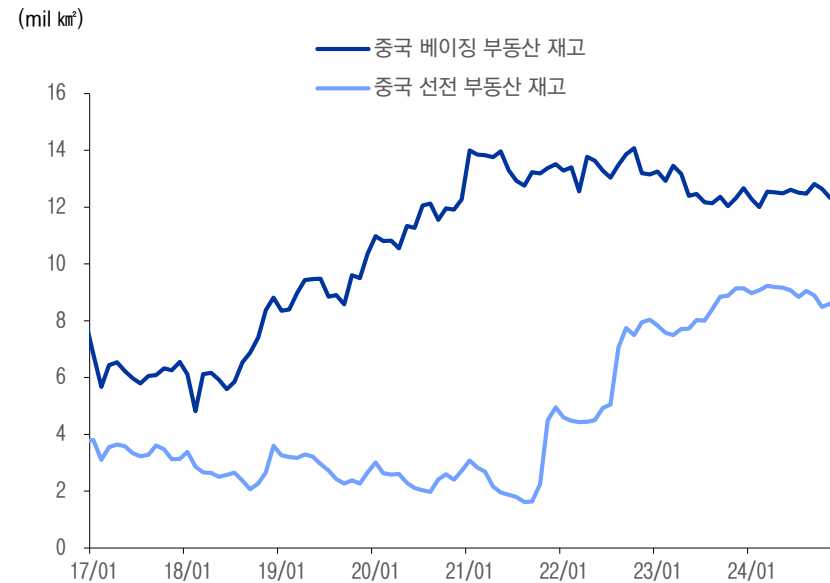
● 철강 구조조정 개시

- 3/7 NDRC(중국 국가발전개혁위원회): 철강 공급과잉 완화를 위한 산업 구조조정 촉진 의사 발표
- 대중관세와 글로벌 공급과잉, 아쉬운 수요레벨로 중국 철강 생산 규모 축소
- 글로벌 철광석/석탄 Demand에 악영향 불가피

중국 PMI 지수

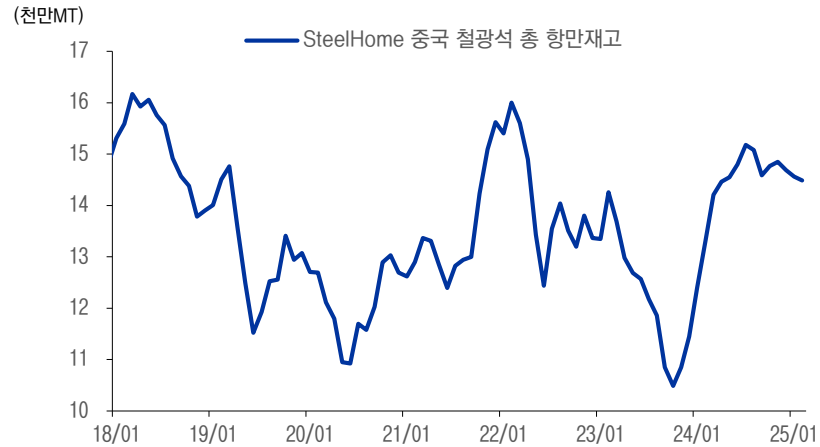


중국 부동산 재고

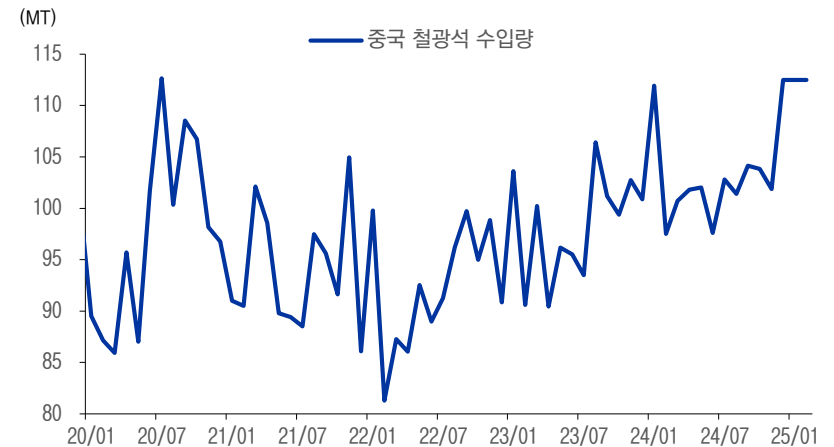


[드라이벌크] 당장의 재고 Cycle은 일단락

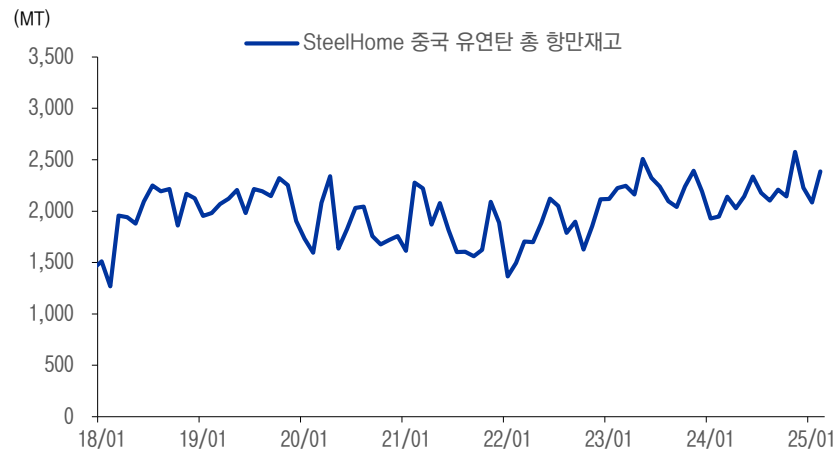
중국 철광석 항만 재고 : 계절적 수요 '유입 완료'



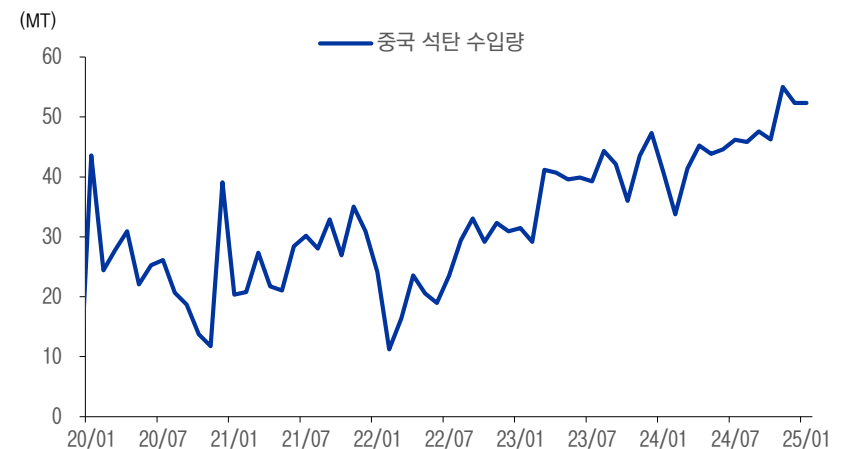
중국 철광석 수입량



중국 석탄 항만 재고



중국 석탄 수입량

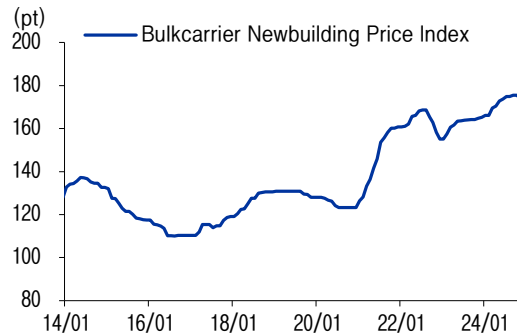


[드라이벌크] 아쉬운 신조 공급으로 중장기 전망 밝음

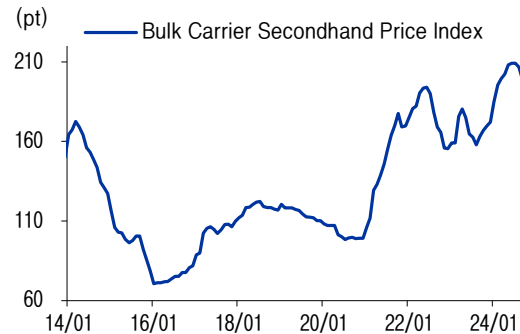
● 이 쪽은 오히려 공급압박을 걱정하는 중

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

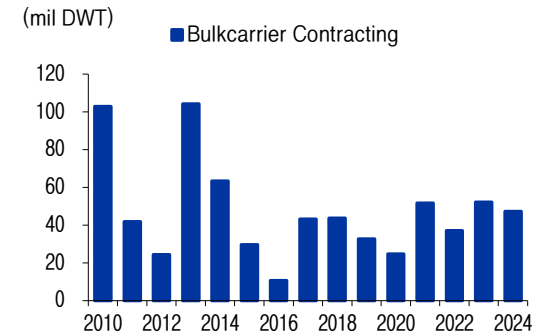
Dry Bulker 신조선가 지수



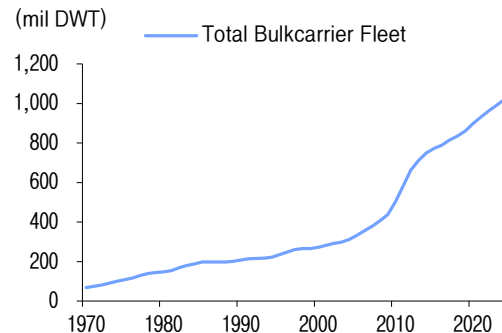
Dry Bulker 중고선가 지수



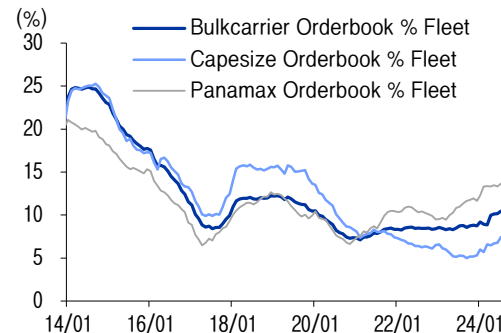
Dry Bulker 신조선 계약 건수



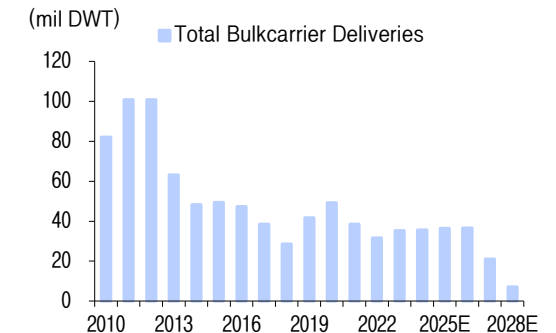
글로벌 Dry bulker 선대 규모



Dry bulker Orderbook



Dry bulker Deliveries



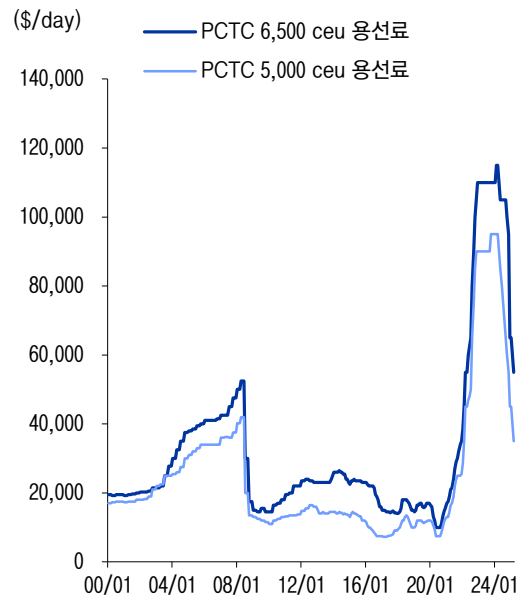
자료: Clarksons, LS증권 리서치센터

[PCTC] 적자생존

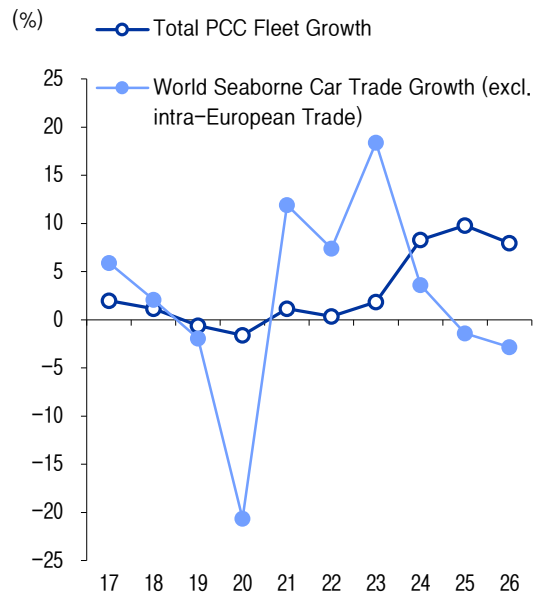
● 자동차운반선 시황 및 전망

- 3/26 트럼프 대통령의 자동차 관세 정책 발표 이후 글로벌 완성차 해상물동량 둔화 우려 제기
- 이는 완성차 및 차부품에 대한 25%의 관세를 각각 4/2, 5/3 부터 부과하는 내용
- 단기적으로는 관세 리스크로 인한 내구재 소비 심리 둔화가 우려 요인
- 중장기적으로는 글로벌 주요 OEM 사들의 미주 리쇼어링에 따른 해운 Tonne-mile 성장 부진 위험
- 연중 10%에 달하는 공급확대와 트럼프발 정책 우려로 최근 65K ceu급 PCTC선 용선료는 YoY 50% 하락
- 25년을 지나며 대형고객사와의 장기계약을 통해 중장기 이익을 확보한 선사들과 Spot 노출도가 높은 선사들간의 이익 차별화를 예상
- 70K 이상의 대형 선박 및 친환경 선박 확보 여부 또한 점차 그 중요성이 부각될 것으로 전망

PCTC 1 year Timecharter Rate



Car Carriers Demand & Supply



Global Car Carrier Fleet Rank

Ran k	Operator	Country	Vessels	Share of Vessels	Capacity (RT)	Share of Capacity
1	WWO ASA	노르웨이	110	15.6%	748,871	17.9%
2	NYK Line	일본	108	15.4%	668,806	16.0%
3	MOL	일본	90	12.8%	540,559	12.9%
4	K-Line	일본	82	11.7%	503,438	12.0%
5	현대글로벌비스	대한민국	73	10.4%	481,540	11.5%
6	Grimaldi	이탈리아	57	8.1%	280,580	6.7%
7	Hoegh	노르웨이	35	5.0%	241,615	5.8%
8	ZIM	이스라엘	16	2.3%	81,340	1.9%
9	Toyofuji	일본	16	2.3%	70,000	1.7%
Others			116	16.5%	573,635	13.7%
Total			703	100.0%	4,190,384	100.0%

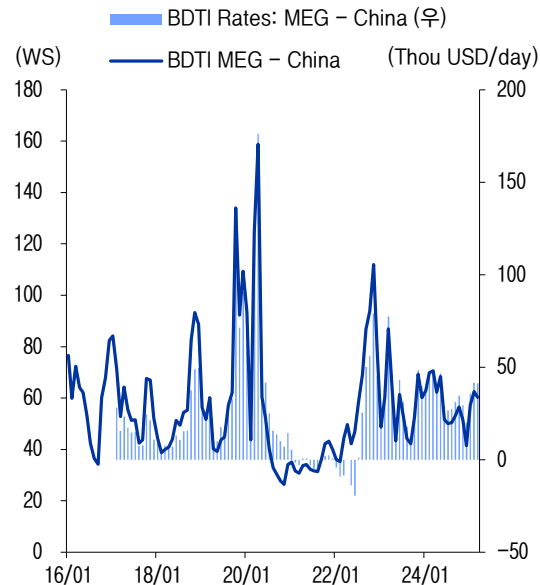
자료: Clarkson, Hesn Shipping, K-line, LS증권 리서치센터

[VLCC] 공급/수요 전천후 압박

● VLCC 시황 및 전망

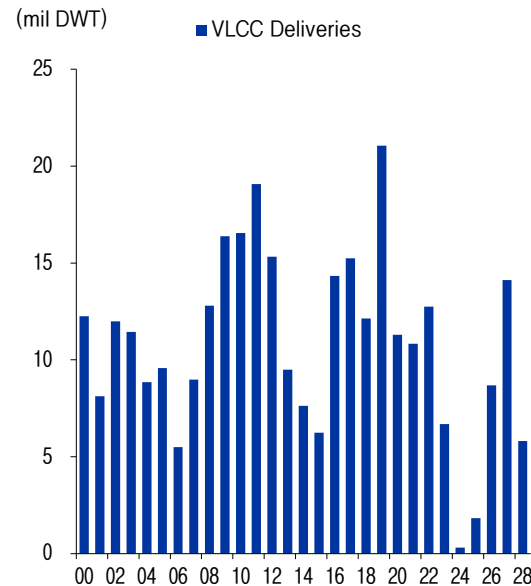
- '25.03 현재 VLCC 운임은 MEG-China 항로 기준 \$ 41,367 /day로 연초 대비 106% 가량 상승
- 미국 및 서방국가 주도의 Shadow Fleet(그림자 선대) 제재로 VLCC 공급 Tightened
- S&P Global 추산 VLCC Shadow Fleet은 전체 선복량의 17% 수준으로 추정
- 역대 최저 수준의 신조선 인도 시황. 24년 단 1척 인도. 25년에도 단 5척만이 인도될 예정
- 환경규제 확대로 공급압박 강화 추세. 따라서 VLCC 신조 발주 시황 우호적
- 다만 부정적인 석유 수요 전망과 국제 유가 하락 추세가 시황 하방압력으로 작용. 2025.04 EIA는 관세정책으로 인한 글로벌 석유 수요 성장세 둔화를 전망

글로벌 VLCC 운임 추이

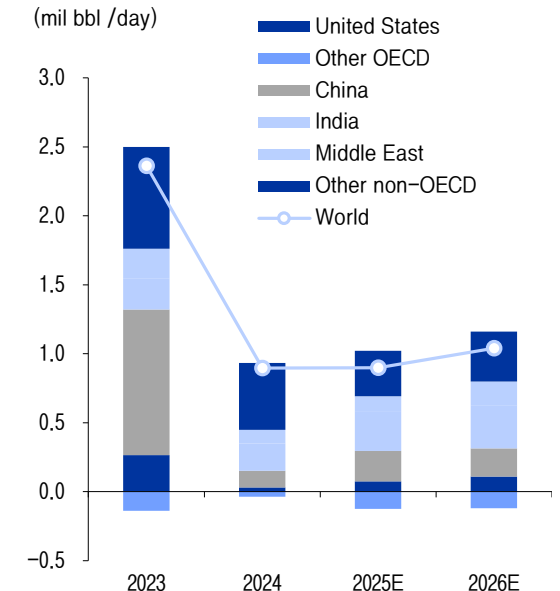


자료: Clarksons, EIA, LS증권 리서치센터

글로벌 VLCC Deliveries



글로벌 석유 수요 성장 전망

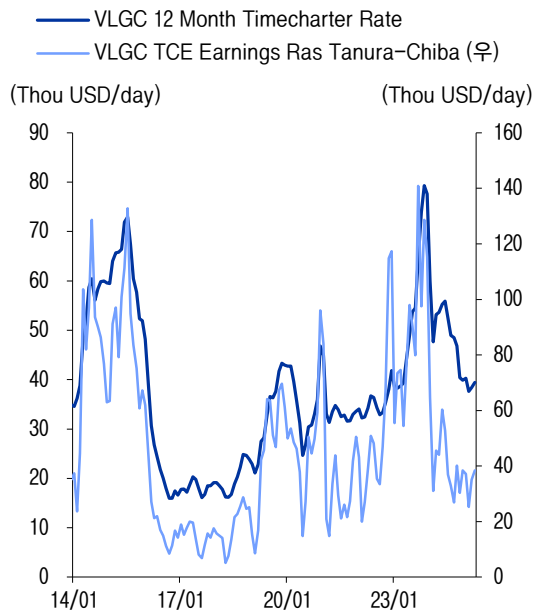


[LPGC] 23년 이후 우하향 추세. 26~27 이후 성장 기대

● LPG Carrier 시황 및 전망

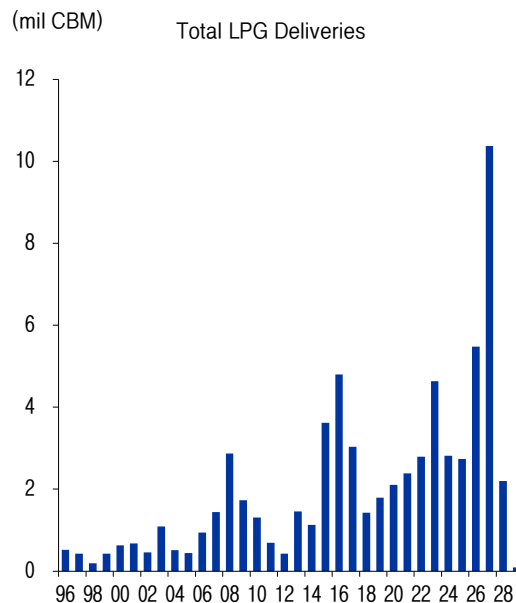
- '25.03 현재 VLGC Ras Tanura-Chiba 항로 기준 \$ 38,468/day로 YoY -14% 수준
- VLGC 시황은 2023년의 기록적인 강세 이후 점진적 우하향 추세를 이어가고 있음
- 이는 파나마운하통행 정상화, 신규 선박 인도, OPEC+ 감산정책, 미국발 수출 물량 성장 부진 등에 기인
- 그간 견조한 추세를 이어오던 소형 LPGC 운임 또한 Downturn 예상
이는 저조한 신규 선박 공급에도 불구하고, 미-중 관세전쟁 본격화에 따른 미국발 LPG, 에틸렌/에탄 물동량 부진 전망에 배경
- 26~27년 이후 미국발 에너지 수출량 증가와 암모니아 시장 본격 개화에 따른 추세적 시황 강세가 점쳐짐

글로벌 LPGC 운임 추이

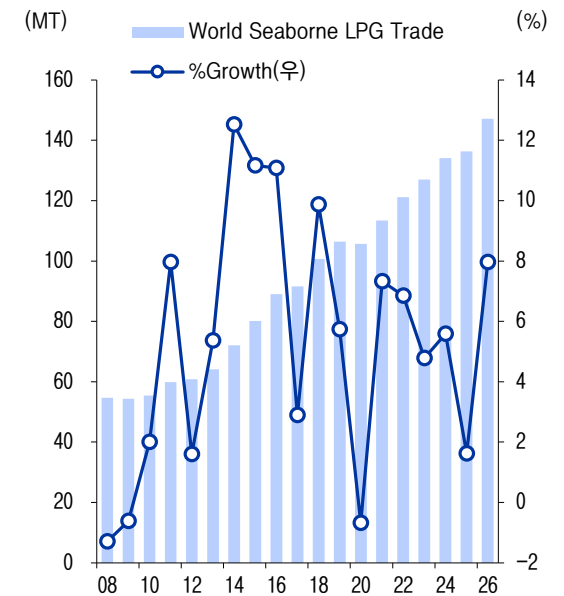


자료: Clarksons, LS증권 리서치센터

글로벌 LPGC Deliveries



글로벌 LPG 해운 물동량

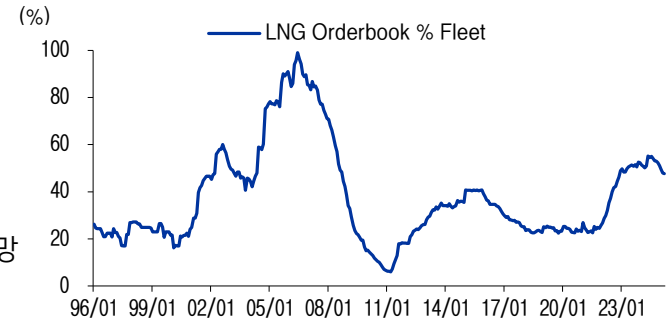


[LNGC] 당분간 Spot 시장 공급과잉

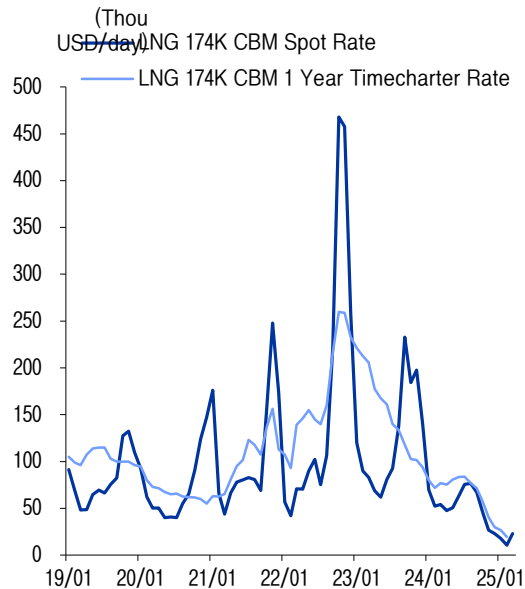
● LNG Carrier 시황 및 전망

- '25.03 현재 174K LNGC 현물운임 1일당 \$23,000 로 YoY 57% 하락. 용선료 또한 YoY 73% 급락
- 2022~23 활황세를 보였던 LNGC 운임 최근 하향 안정화 양상
- 러우전쟁 직후 계약된 신조선 물량들이 지속 신규 유입되며 본격적인 공급과잉 국면 진입
- 24년 약 10.7M CBM 규모의 신조 인도 이루어졌음에도 불구하고 여전히 신조 Orderbook 47%에 육박
- 미국 중심의 신규 LNG 액화플랜트 FID 추세에 따른 추가 LNGC 신조 발주 수요 확대와 2030년 이후를 Target Delivery Year로 하는 신조 계약 물량이 2H24 이후 추세적 상승 보일 것으로 전망

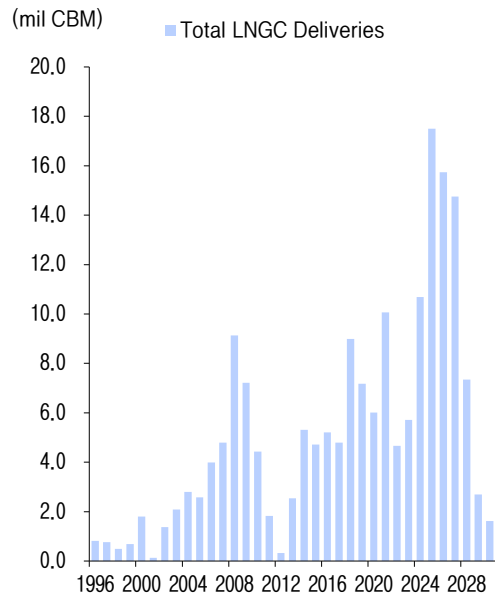
LNGC Orderbook



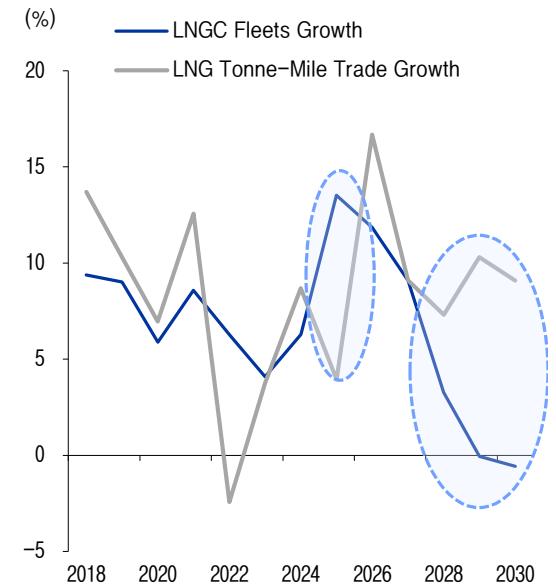
글로벌 LNGC 운임 추이



글로벌 LNGC Deliveries



글로벌 LNGC 해운 수요/공급 전망



자료: Clarksons, LS증권 리서치센터

Part II

기업 분석

1Q25 Preview

- 기업분석: HMM, 팬오션

HMM (011200): 1Q25 Preview: 기대에 부응

Hold (유지)

목표주가 (유지) **19,000 원**

현재주가 **19,440 원**

상승여력 **-2.3 %**

KOSPI(04/16) 2,447.43 pt

시가총액 171,274 억원

발행주식수 881,039 천주

52주 최고가 / 최저가 22,150 / 14,550 원

90일 일평균 거래대금 563.85 억원

외국인 지분율 9.5%

배당수익률(25.12E) 2.3%

BPS(25.12E) 25,934 원

KOSPI대비 상대수익률 1개월 -1.5%

6개월 18.2%

12개월 39.8%

주주구성 한국산업은행

한국해양진흥공사 33.7%



자료: LS증권 리서치센터

● 1Q25 Preview: 기대에 부응

- 1Q25 연결 영업실적은 매출액 2조 7,050 억원(YoY +16.1%), 영업이익 5,871 억원(YoY +44.3%) 으로 영업이익 기준 시장 컨센서스(OP 6,097 억원) 에 부합할 전망
- 컨테이너선 해상운임의 완전한 하락세는 25년 연간 실적의 우려 요인. 다만 지난해 맺은 연 단위 장기계약 효과로 1Q25 실적은 견조할 것으로 기대

● USTR: 위기와 기회

- 미 무역대표부발 대중국 해양 제재 조치와 관세전쟁의 영향으로 단기 해운 수요 공백이 예상됨
- 향후 USTR의 대중국 제재조치가 공격적으로 이루어질수록 경쟁 선사 및 해운 동맹 대비 동사와 Premier Alliance의 경쟁력이 부각될 것으로 기대함. 참고로 동사는 현재 단 5척의 중국산 선박만을 보유하고 있음 (사선 3+ 용선 2)
- USTR 발 제재 조치가 시황의 상승 반전을 견인할 가능성은 제한적. 다만 업황의 우하향 추세와 USTR 제재발 비용부담 심화 국면에서 동사는 글로벌 경쟁선사 대비 높은 이익 체력 및 영업력을 유지할 수 있을 것

● 투자 의견 Hold, 목표주가 19,000 원 유지

- 다가오는 4/23 어드넛 마지막 영구채 전환이 임박 (제 197회차, 1.44 억주, 16.34%)
- 해운 수요의 불확실성과 공급과잉 시황은 다소 불안 요인이지만 2Q25 이후의 계약운임 향방에 따라 이익 사이클 추가 연장을 기대할 수 있는 상황

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2023	8,401	585	1,054	969	1,278	-93.8	1,458	13.9	3.3	0.6	4.6
2024	11,700	3,513	3,897	3,782	4,222	230.4	4,416	4.1	1.0	0.6	15.3
2025E	9,199	1,310	1,461	1,418	1,342	-68.2	2,219	14.5	3.6	0.7	5.1
2026E	8,581	642	820	796	753	-43.8	1,577	25.8	4.8	0.7	2.9
2027E	8,426	554	729	707	669	-11.2	1,496	29.1	4.8	0.7	2.5

HMM (011200)

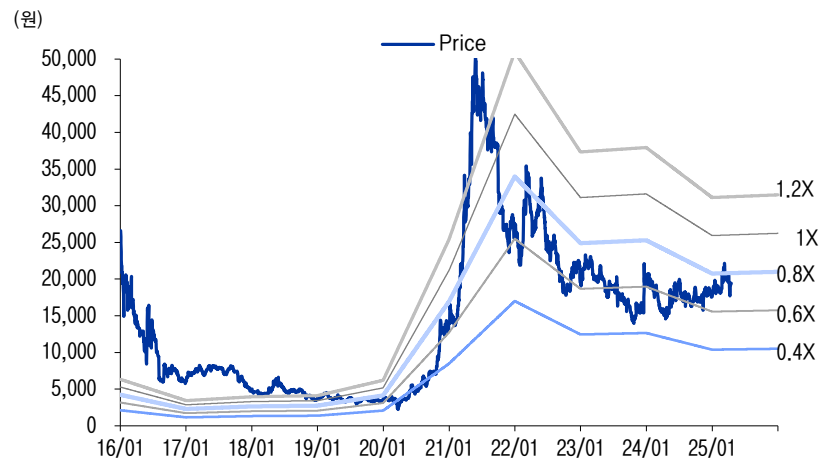
분기별 실적 전망

(단위: 십억원)	2024	2025E	2026E	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
매출액	11,700	9,199	8,581	2,330	2,663	3,552	3,155	2,705	2,252	2,250	1,992
%YoY	+39.3	-21.4	-6.7	+11.9	+25.0	+67.0	+52.9	+16.1	-15.4	-36.7	-36.9
%QoQ				+12.9	+14.3	+33.4	-11.2	-14.3	-16.7	-0.1	-11.5
I. 컨테이너	10,148	7,863	7,192	1,936	2,254	3,188	2,770	2,394	1,951	1,899	1,620
%YoY	+45.7	-22.5	-8.5	+10.5	+26.4	+82.9	+64.1	+23.7	-13.5	-40.4	-41.5
BSA	5,353	5,277	5,470	1,274	1,296	1,388	1,395	1,317	1,325	1,336	1,300
L/F(%)	71.4	69.8	71.0	70.1	73.3	71.5	70.6	70.6	68.5	71.0	69.0
수송량	3,820	3,682	3,883	893	950	992	985	930	907	948	897
II. 벌크	1,337	1,162	1,232	339	348	319	331	266	262	307	327
%YoY	+7.6	-13.1	+6.0	+18.9	+16.1	-4.7	+2.3	-21.6	-24.8	-3.7	-1.2
Dry Bulk	805	685	726	192	224	192	196	140	147	191	206
Wet Bulk	532	477	506	147	124	127	135	126	115	116	121
영업이익	3,513	1,310	642	407	644	1,461	1,000	587	225	300	198
%OPM	30.0	14.2	7.5	17.5	24.2	41.1	31.7	21.7	10.0	13.3	9.9
I. 컨테이너	3,380	1,204	506	350	607	1,468	955	571	207	277	173
%OPM	33.3	15.3	7.0	18.1	26.9	46.1	34.5	23.8	10.6	14.6	10.7
II. 벌크	132	105	136	53	34	-8	52	16	18	25	26
%OPM	9.9	9.0	11.0	15.7	9.8	-2.5	15.8	6.0	7.0	8.0	8.0
항목별 매출원가											
항화물비	3,505	3,720	3,981	831	843	900	931	958	949	925	888
용선료	1,779	1,497	1,128	417	446	478	438	456	410	361	270
연료비	1,362	1,261	1,320	331	350	335	346	331	328	309	292
감가상각비	673	679	704	166	165	160	182	169	170	171	169
순이익	3,782	1,418	796	485	661	1,738	898	599	255	338	226
%NPM	32.3	15.4	9.3	20.8	24.8	48.9	28.5	22.1	11.3	15.0	11.4

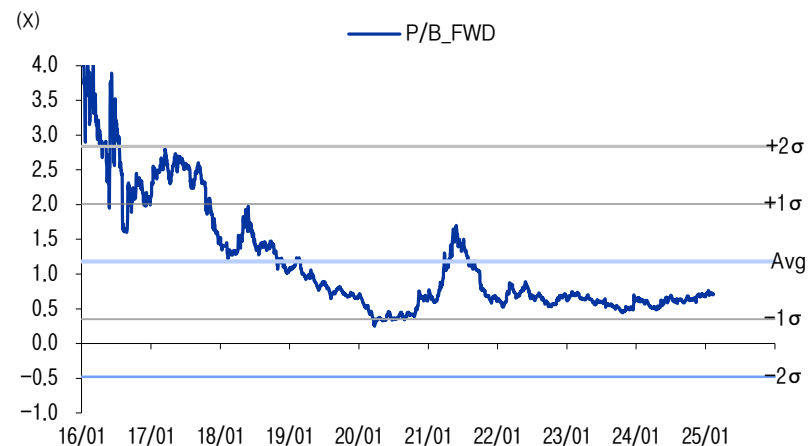
주: IFRS 연결 기준
자료: HMM, LS증권 리서치센터

HMM (011200)

HMM 12MF PBR Band Chart



HMM 12MF PBR 추이



HMM 12MF PER Band Chart



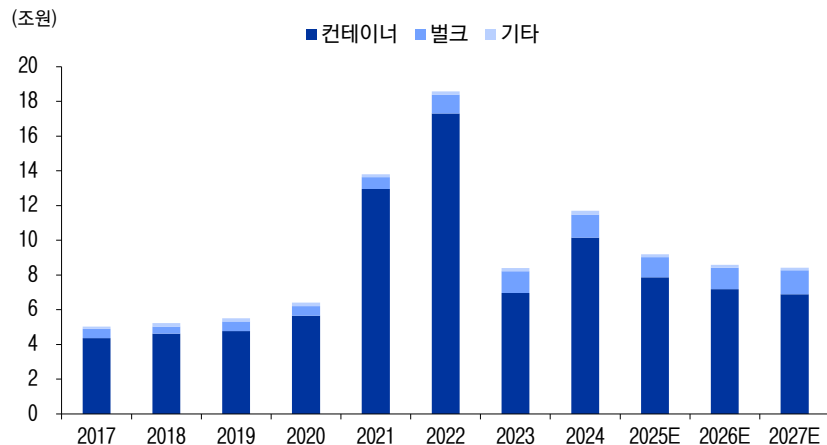
HMM 12MF EV/EBITDA Band Chart



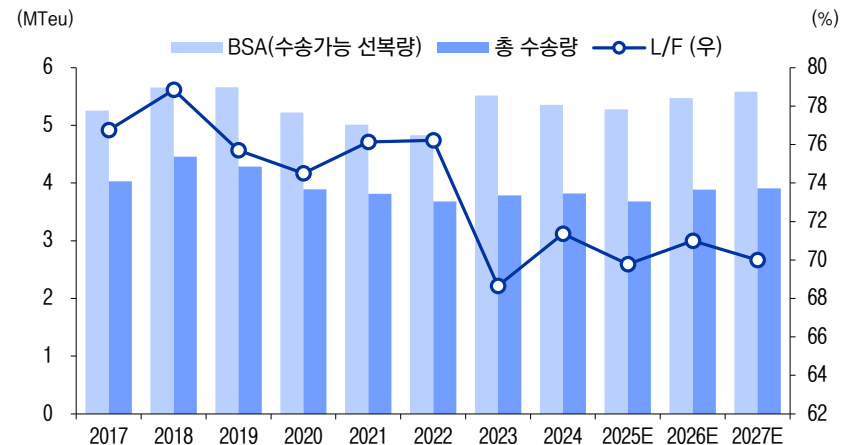
자료: Dataguide, LS증권 리서치센터

HMM (011200)

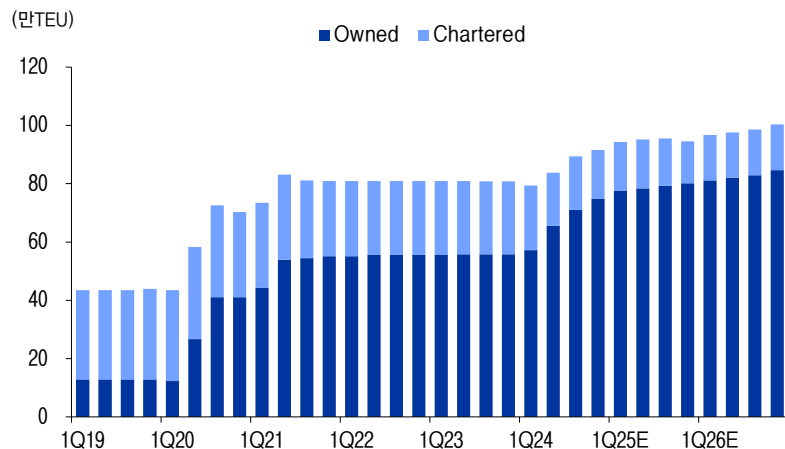
HMM 연간 매출액 추이 및 전망



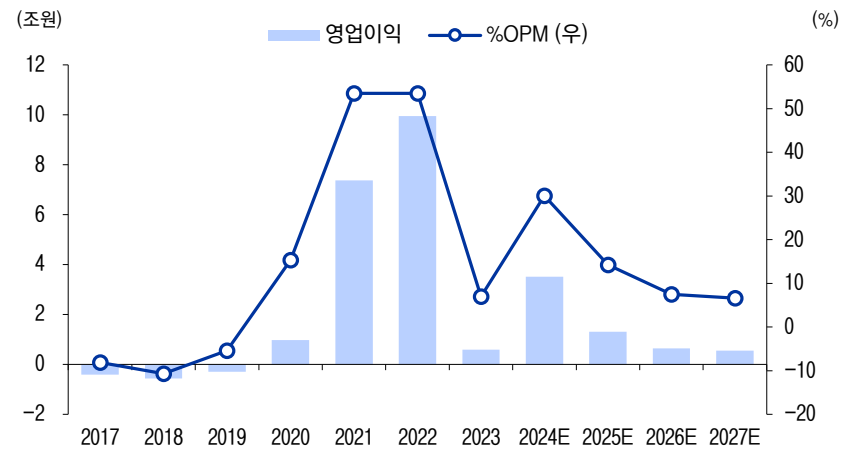
HMM 선복 공급/수송량 추이 및 전망



HMM 컨테이너 선대 추이 및 전망



HMM 연간 영업이익 추이 및 전망



자료: HMM, LS증권 리서치센터

HMM (011200)

재무상태표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	13,180	17,997	19,061	19,553	20,012
현금 및 현금성 자산	11,806	15,873	17,610	18,162	18,644
매출채권 및 기타채권	935	1,568	920	858	843
비유동자산	12,534	15,852	14,645	14,838	14,859
관계기업투자 등	1,175	366	335	335	335
유형자산 및 투자부동산	10,644	14,604	13,429	13,622	13,643
자산총계	25,713	33,849	33,706	34,392	34,872
유동부채	2,001	2,357	2,326	2,637	2,668
비유동부채	2,271	3,636	3,965	4,019	4,025
부채총계	4,273	5,993	6,291	6,656	6,693
자본금	3,445	4,405	5,785	5,785	5,785
자본잉여금	1,680	720	0	0	0
이익잉여금	4,436	4,453	2,379	2,379	2,379
자산총계	21,441	27,856	27,415	27,736	28,179

현금흐름표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	1,980	4,875	2,897	1,976	1,573
당기순이익(손실)	969	3,782	1,418	796	707
비현금수익비용가감	424	668	835	816	823
영업활동 자산부채변동	186	-8	472	186	-134
매출채권의 감소(증가)	190	-258	649	62	16
매입채무의 증가(감소)	93	38	-201	127	-157
투자활동현금흐름	-1,487	-6,232	487	-345	-174
유형자산처분(취득)	-2,027	-2,520	1,176	-193	-21
무형자산감소(증가)	-6	-8	0	0	0
기타투자활동	546	-3,704	-689	-151	-153
재무활동현금흐름	-2,238	-539	-2,366	-1,231	-1,070
차입금의증가(감소)	-53	1,015	475	182	131
자본의증가(감소)	0	0	-2,000	0	0
배당금의 지급	-667	-528	-529	-476	-264
현금의 증가	-1,730	-1,778	1,017	400	329
기초현금	4,980	3,250	1,472	2,489	2,890
기말현금	3,250	1,472	2,489	2,890	3,219

손익계산서

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	8,401	11,700	9,199	8,581	8,426
매출총이익	975	3,963	1,709	1,157	1,093
판매비 및 관리비	390	451	399	515	539
영업이익	585	3,513	1,310	642	554
EBITDA	1,458	4,416	2,219	1,577	1,496
세전계속사업이익	1,054	3,897	1,461	820	729
법인세비용	86	114	43	24	21
당기순이익	969	3,782	1,418	796	707
매출총이익률 (%)	11.6	33.9	18.6	13.5	13.0
영업이익률 (%)	7.0	30.0	14.2	7.5	6.6
EBITDA마진률 (%)	17.4	37.7	24.1	18.4	17.8
당기순이익률 (%)	11.5	32.3	15.4	9.3	8.4
ROA (%)	3.7	12.7	4.2	2.3	2.0
ROE (%)	4.6	15.3	5.1	2.9	2.5

주요투자지표

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
투자지표 (x)					
P/E	13.9	4.1	14.5	25.8	29.1
P/B	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	3.3	1.0	3.6	4.8	4.8
P/CF	6.8	3.2	7.1	10.4	13.1
배당수익률 (%)	3.6	3.4	2.3	1.3	1.0
성장성 (%)					
매출액	-54.8	+39.3	-21.4	-6.7	-1.8
영업이익	-94.1	+500.7	-62.7	-51.0	-13.8
EPS	-93.8	+230.4	-68.2	-43.8	-11.2
안정성 (%)					
부채비율	20%	22%	23%	24%	24%
유동비율	659%	763%	820%	742%	750%
주당지표 (원)					
EPS	1,278	4,222	1,342	753	669
BPS	31,115	31,615	25,934	26,238	26,657
DPS	700	600	450	250	200

팬오션 (028670): 1Q25 Preview: LNGC 실적 성장 원년

Buy (유지)

목표주가 (하향)	5,000 원
현재주가	3,330 원
상승여력	50.2 %
KOSPI(12/2)	2,447.43 pt
시가총액	17,801 억원
발행주식수	534,570 천주
52주 최고가 / 최저가	3,065 / 4,815 원
90일 일평균 거래대금	64 억원
외국인 지분율	15.4 %
배당수익률(25.12E)	4.2 %
BPS(25.12E)	11,124 원
KOSPI대비 상대수익률	1개월 -3.1%
	6개월 -0.9%
	12개월 -9.4%
주주구성	하림지주 (외 13인) 54.9 %
	국민연금공단 (외 1인) 6.6 %



자료: LS증권 리서치센터

● 1Q25 Preview: LNGC 실적 성장 원년

- 1Q25 연결 영업실적은 매출액 1조 1,071 억원(YoY +13.5%), 영업이익 1,041 억원(YoY +6.0%) 으로 영업이익 기준 시장 컨센서스(OP 1,043 억원) 에 부합할 전망
- 춘절 전후 서호주발 철광석 효과로 건화물 시황은 큰 변동성을 보였음. 전통적 비수기임에도 불구하고 전략적 선대 운영으로 견조한 실적 시현했을 것으로 기대
- 분기 중 3척의 신규 LNGC 인도 완료. 올해 중 2척의 신조 LNGC를 추가 편입할 계획. 올해는 동사 LNGC 실적 성장 본격화의 원년

● 동트기 전이 가장 어둡다

- 3Q25 성수기 건화물 수요는 예년 대비 유의미한 성장이 기대되지 않는 상황
- 금번 MEPC 83의 탄소세 도입은 그간 친환경 선대 전환에 대한 움직임이 미진했던 Dry-bulk, Wet-bulk 시장에도 중장기적 영향을 유발할 전망
- 2026~28년 건화물선 폐선 가속화와 글로벌 건화물 수요 반등에 따라 벌크선사들의 이익 여건 개선될 것으로 기대

● 투자의견 Buy 유지, 목표주가 5,000 원으로 하향

- 실적 추정치 변경 및 적용 Multiple 하향에 따라 목표주가를 기존 5,200 원에서 3.8% 소폭 하향 조정
- 탄소세 도입 발표 이후 글로벌 Dry-bulk Peer 선사들의 Valuation Re-rating 흐름
- 현행 12MF PBR 0.3X 수준으로 Global Peers 대비 지나친 저평가 상태. 밸류에이션 매력도 부각

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2023	4,361	386	248	245	458	-63.8	876	8.1	4.0	0.4	5.3
2024	5,161	471	282	268	502	9.4	940	6.6	5.0	0.3	5.2
2025E	5,183	483	374	363	679	35.3	1,006	4.9	4.9	0.3	6.3
2026E	5,331	559	477	463	866	27.5	1,122	3.8	4.4	0.3	7.5
2027E	5,661	594	517	502	939	8.5	1,175	3.5	4.0	0.3	7.7

팬오션 (028670)

팬오션 목표주가 재산정 Table

단위: 십억원	2025E	2026E
Book Value	5,947	6,335
12MF Book Value		6,061
Shares of Outstanding (천주)	÷	534,570
12MF BPS		11,338
Target P/B ratio	×	0.44
벌크해운 업종 Global Peers 평균에 30% 할인		
Target Price		5,000
Current Price		3,330
Upside (%)		50.2
Previous Target Price		5,200
Adjustment (%)		-3.8

Global Dry bulk Peers 12MF PBR

(단위: X)	StarBulk Carriers	Golden Ocean	Pacific Basin	Genco Shipping	평균
12MF PBR	0.61	0.74	0.59	0.59	0.63

팬오션 (028670)

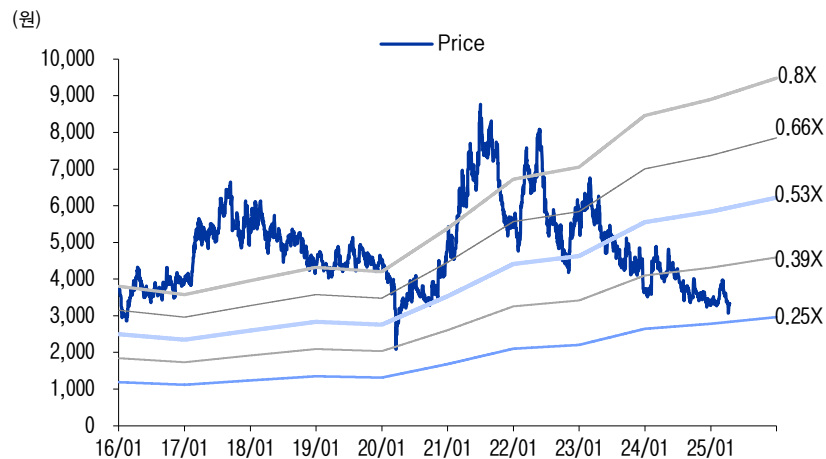
분기별 실적 전망

단위:십억원	2024	2025E	2026E	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
매출액	5,161	5,183	5,331	976	1,233	1,277	1,676	1,107	1,248	1,321	1,507
%yoy	+18.3	+0.4	+2.9	-2.1	+0.7	+14.9	+63.0	+13.5	+1.2	+3.4	-10.0
%qoq				-5.1	+26.4	+3.5	+31.2	-33.9	+12.7	+5.8	+14.1
해운업	4,181	4,172	4,322	884	1,076	1,041	1,180	941	1,077	1,108	1,046
Bulk	3,330	3,198	3,384	686	870	827	947	693	831	871	803
Container	401	379	329	80	94	108	118	110	100	98	96
Tanker	348	327	361	98	92	82	76	82	83	79	83
LNG	103	243	248	19	19	25	40	57	62	60	64
곡물사업	1,053	1,092	1,063	100	181	253	520	184	192	233	483
영업이익	471	483	559	98	135	128	110	104	117	131	131
%OPM	9.1	9.3	10.5	10.1	11.0	10.0	6.6	9.4	9.4	9.9	8.7
%yoy	+22.1	+2.5	+15.6	-12.8	+8.1	+61.2	+59.8	+6.0	-13.5	+2.2	+19.6
%qoq				+42.9	+37.7	-5.3	-14.3	-5.2	+12.4	+11.9	+0.3
해운업	477	487	558	99	138	128	113	105	118	132	132
Bulk	273	226	298	54	85	73	61	45	55	65	61
Container	42	32	16	-1	8	18	18	11	8	7	6
Tanker	125	106	119	38	38	29	20	27	26	26	28
LNG	38	123	124	8	6	8	15	22	29	34	38
곡물사업	-6	-4	1	-1	-2	0	-3	-1	-1	-1	-1
순이익	268	363	463	60	110	131	-33	73	88	105	98
%NPM	5.2	7.0	8.7	6.2	8.9	10.3	-2.0	6.6	7.0	7.9	6.5

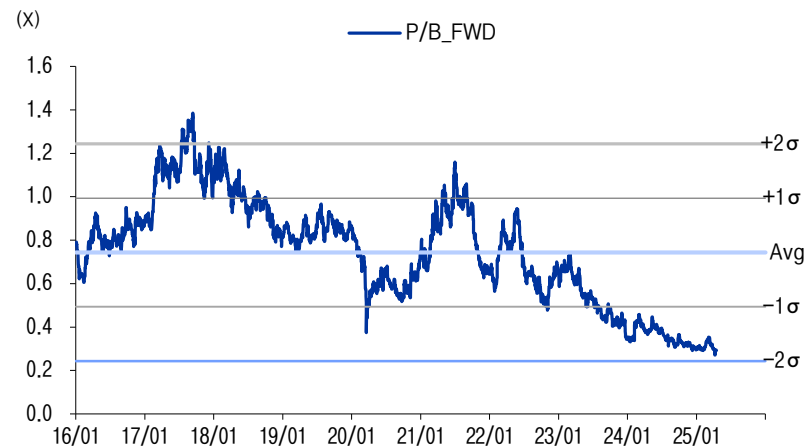
주: IFRS 연결 기준
자료: 팬오션, LS증권 리서치센터

팬오션 (028670)

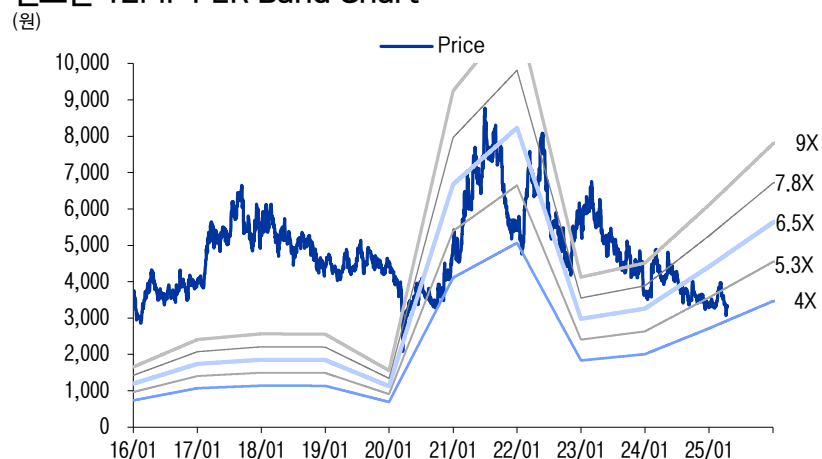
팬오션 12MF PBR Band Chart



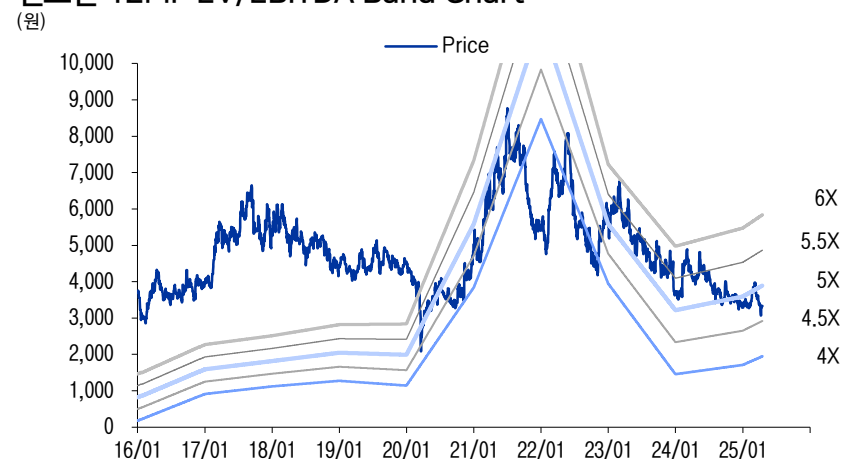
팬오션 12MF PBR추이



팬오션 12MF PER Band Chart

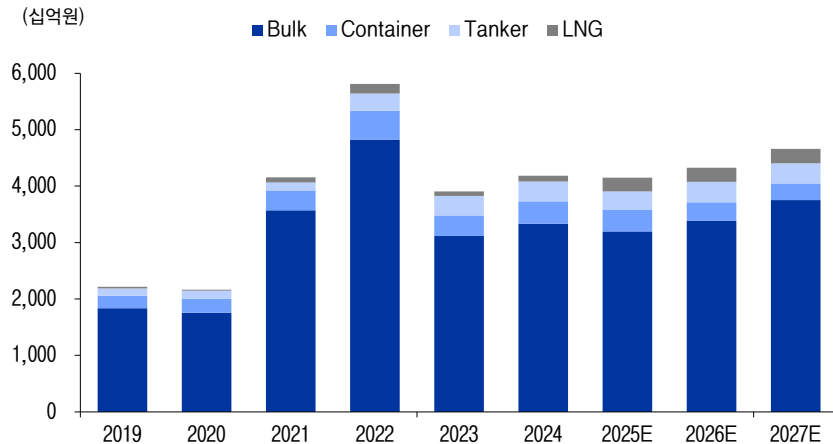


팬오션 12MF EV/EBITDA Band Chart

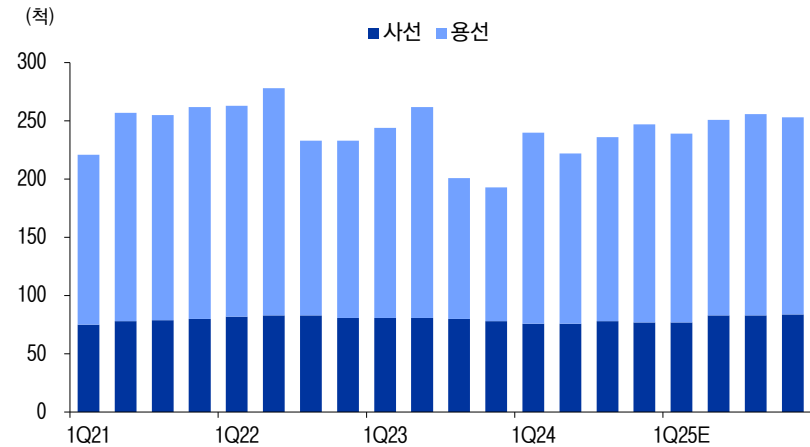


팬오션 (028670)

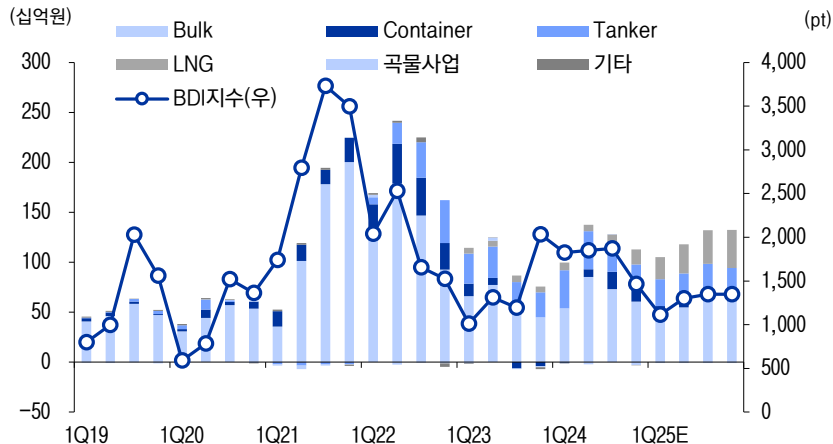
팬오션 해운사업 부문별 매출액 추이 및 전망



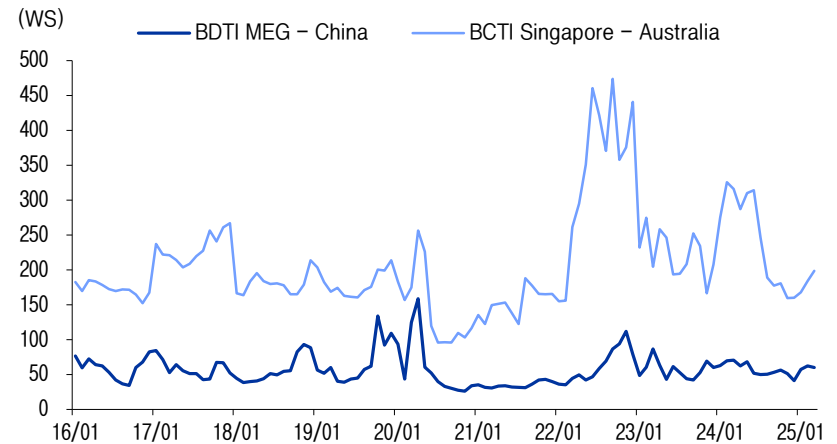
팬오션 건화물선 선대 추이 및 전망



팬오션 사업부문별 영업이익 추이 및 전망



VLCC, MR Tanker 운임 추이



자료: 팬오션, LS증권 리서치센터

팬오션 (028670)

재무상태표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,757	2,022	1,642	1,738	2,065
현금 및 현금성 자산	953	866	847	921	1,205
매출채권 및 기타채권	231	297	298	307	326
비유동자산	6,097	8,250	9,055	9,477	9,715
관계기업투자 등	197	283	283	283	283
유형자산 및 투자부동산	5,841	7,862	8,667	9,089	9,327
자산총계	7,854	10,272	10,697	11,215	11,780
유동부채	1,294	1,277	1,313	1,343	1,399
비유동부채	1,847	3,341	3,437	3,537	3,640
부채총계	3,141	4,618	4,751	4,880	5,039
자본금	535	535	535	535	535
자본잉여금	1,942	1,942	1,942	1,942	1,942
이익잉여금	1,638	1,860	2,158	2,546	2,952
자산총계	4,713	5,653	5,947	6,335	6,740

현금흐름표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	751	676	934	1,032	1,104
당기순이익(손실)	245	268	363	463	502
비현금수익비용가감	633	627	643	660	673
영업활동 자산부채변동	23	-15	40	8	23
매출채권의 감소(증가)	48	-31	-1	-9	-19
매입채무의 증가(감소)	-26	2	24	16	43
투자활동현금흐름	-84	-660	-445	-433	-253
유형자산처분(취득)	-311	-385	-805	-422	-238
무형자산감소(증가)	-3	0	0	0	0
기타투자활동	230	-275	360	-11	-15
재무활동현금흐름	-470	-207	-509	-525	-566
차입금의증가(감소)	-146	20	109	112	115
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-80	-45	-64	-75	-96
현금의 증가	208	-87	-19	74	285
기초현금	745	953	866	847	921
기말현금	953	866	847	921	1,205

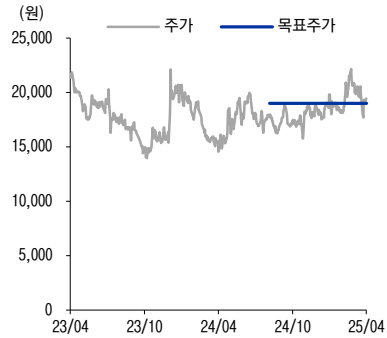
손익계산서

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	4,361	5,161	5,183	5,331	5,661
매출총이익	500	583	593	671	713
판매비 및 관리비	114	112	110	113	120
영업이익	386	471	483	559	594
EBITDA	876	940	1,006	1,122	1,175
세전계속사업이익	248	282	374	477	517
법인세비용	3	14	11	14	15
당기순이익	245	268	363	463	502
매출총이익률 (%)	11.5	11.3	11.4	12.6	12.6
영업이익률 (%)	8.8	9.1	9.3	10.5	10.5
EBITDA마진률 (%)	20.1	18.2	19.4	21.1	20.8
당기순이익률 (%)	5.6	5.2	7.0	8.7	8.9
ROA (%)	3.2	3.0	3.5	4.2	4.4
ROE (%)	5.3	5.2	6.3	7.5	7.7

주요투자지표

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
투자지표 (x)					
P/E	8.1	6.6	4.9	3.8	3.5
P/B	0.42	0.31	0.30	0.28	0.26
EV/EBITDA	4.0	5.0	4.9	4.4	4.0
P/CF	2.7	2.6	1.9	1.7	1.6
배당수익률 (%)	2.3	3.6	4.2	5.4	0.0
성장성 (%)					
매출액	-32.1	+18.4	+0.4	+2.9	+6.2
영업이익	-51.1	+22.1	+2.6	+15.6	+6.2
EPS	-63.8	+9.4	+35.3	+27.5	+8.5
안정성 (%)					
부채비율	67	82	80	77	75
유동비율	136	158	125	129	148
주당지표 (원)					
EPS	458	502	679	866	939
BPS	8,817	10,576	11,124	11,850	12,609
DPS	85	120	140	180	200

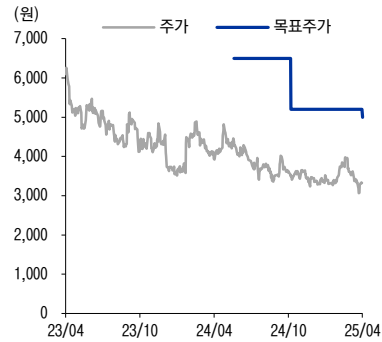
HMM 목표주가 추이



투자이건 변동내역

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

팬오션 목표주가 추이



투자이건 변동내역

일시	투자이건	목표가격	과리율(%)			일시	투자이건	목표가격	과리율(%)		
			최고대비	최저대비	평균대비				최고대비	최저대비	평균대비
2024.06.04	신규	이재혁									
2024.06.04	Buy	6,500	-32.6		-41.4						
2024.10.23	Buy	5,200	-23.6		-32.9						
2025.04.17	Buy	5,000									

Compliance Notice

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

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

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

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

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비	Overweight (비중확대)			
	업종 비중 기준	Neutral (중립)			
	투자등급 3단계	Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준	Buy (매수)	+15% 이상 기대	91.3%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
	투자등급 3단계	Hold (보유)	-15% ~ +15% 기대	8.7%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2024. 4. 1 ~ 2025. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)