

해운

컨테이너선 시장 변화는 끝나지 않았음

컨테이너 해운 시황은 다시 하향 안정화되는 중

SCFI는 하반기 들어 43% 하락했다. 컨테이너선 운임은 수에즈 운하의 통행중단이 장기화되는 가운데 미주를 중심으로 수요가 기대 이상의 증가세를 보이며 급등했지만, 팬데믹 당시 발주했던 대규모 신조선들이 순차적으로 시장에 들어오면서 꺾인 상황이다. 최근 중동 내 지정학적 갈등이 더욱 악화되고 있어 연내 수에즈 운하의 정상화는 기대하기 어렵다. 하지만 2023년부터 컨테이너 선복량은 16% 증가했다. 홍해 사태로 인한 병목 영향 12%를 상회하는 규모다. 성수기 효과는 예년보다 먼저 반영되면서 계절적 모멘텀도 소진되었다. 여기에 미동안 항만노조의 파업이 3일 만에 일단락됨에 따라 운임 조정은 4분기에도 이어질 전망이다.

이제 선사들이 기대하는 공급병목 시나리오는 선박 환경규제

수에즈 운하 병목은 팬데믹 물류대란과 마찬가지로 지속가능한 수혜가 아니다. 다만 해운업계의 체질을 구조적으로 바꿀 만큼 파급력이 막대했다. 상위 10개 선사들은 모두 불황이 와도 버틸 재무적 체력을 확보했다. 오히려 몇 년 앞을 내다보고 환경규제에 대응하기 시작했다. 단순히 운임이 꺾였다고 과소평가할만한 변화가 아니다. 그동안 IMO는 탄소중립 노력을 강조해왔지만 번번히 현실적인 제약들이 가로 막혔다. 선사와 화주 모두 준비되지 않은 상황에서 노후선박들의 운항을 중단시키면 공급망 혼란과 물가 부담만 가중될 것이다. 그런데 이제는 선사들의 전략이 달라지고 있다. 현실적으로 매크로 경제요인만으로 해운업에서 업사이드를 기대하기는 어렵다. 대신 두 차례 물류대란을 통해 얻은 교훈은 선박 공급환경이 혼란스러울 때 운임 레버리지가 가장 크다는 점이다. 그렇다고 전쟁을 또 기대할 수는 없기에 선사들은 구조적인 공급계약 요인으로 탄소배출 규제를 원하고 있다.

4분기는 HMM 업사이드 리스크를 더 고민해야 하는 시기

따라서 컨테이너 해운산업에 대한 지속적인 관심이 필요하다. 2027년이면 새로 들어올 선박보다 더 많은 기존 노후선들을 해체해야 할 것이다. 선사들은 일시적인 공급과잉도 감수하고 환경규제를 준비하는 것이기 때문에 신조발주 트렌드가 쉽게 꺾이지 않을 전망이다. 당장 내년부터는 홍해 사태로 인해 잠깐 올랐던 선속을 원래대로 낮추고 폐선도 재개함으로써 공급증가 영향을 상쇄할 것이다. SCFI는 작년보다 높은 수준에서 바닥을 찍고 반등할 가능성이 높다. 결론적으로 지금은 HMM 투자에서 업사이드 리스크를 더 고민해야 한다. 10월 중으로 196회 전환사채가 전환될 경우 희석우려로 주가가 조정받는 타이밍을 단기 투자기회로 추천한다.

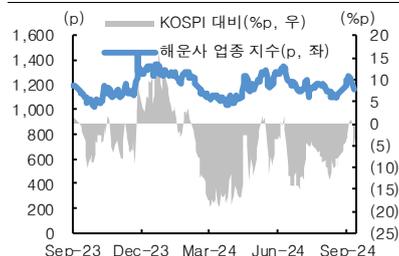
비중확대(유지)

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

주요 종목 valuation

		2023A	2024F	2025F
팬오션 (028670)	PER(x)	8.2	4.9	4.3
	PBR(x)	0.4	0.4	0.4
	EV/EBITDA(x)	3.9	3.2	2.9
	DY(%)	2.3%	4.0%	4.6%
대한해운 (005880)	PER(x)	8.8	3.1	4.8
	PBR(x)	0.4	0.3	0.3
	EV/EBITDA(x)	7.7	5.8	6.4
	DY(%)	0.0%	0.0%	0.0%
HMM (011200)	PER(x)	10.2	4.4	15.7
	PBR(x)	0.5	0.6	0.7
	EV/EBITDA(x)	3.3	0.4	0.7
	DY(%)	4.1%	5.9%	4.1%

12개월 업종 수익률



자료: FnGuide - WICS

최고운

gowoon@koreainvestment.com

SCFI와 다르게 3분기 영업이익 모멘텀은 꺾이지 않았음

HMM의 3분기 영업이익은 1조원을 넘기며 시장 기대를 상회할 전망이다. 증시에서는 SCFI의 영향력이 다소 과장되어 있는데, 시차를 감안해 실제 선사들의 이익과 화주들의 물류비 추이는 CCFI를 봐야한다. 2분기에는 CCFI가 SCFI만큼 빠르게 반등하지 않아 HMM의 영업이익은 컨센서스를 하회했다. SCFI는 7월초부터 하락했기 때문에 3분기 실적 컨센서스에 대해서도 믿지 못하는 분위기다. 다만 CCFI는 한 발 늦게 오를 만큼 피크아웃도 느렸다. 오히려 10월 미동안 항만노조의 파업 우려로 화주들이 9월에 미리 재고를 비축하기 위한 선적수요가 몰리면서 3분기 평균 CCFI는 당초 예상보다 높았다. 따라서 HMM의 이익은 업사이드가 더 높다. 한편으로 SCFI 트렌드만 보고 전망 화주들의 3분기 물류비용 부담을 과소평가하는 것은 경계해야 한다.

HMM은 알고 보면 밸류업 정책에 가장 부합하는 종목

물론 4분기부터는 HMM의 이익도 하향 안정화되겠지만, SCFI 하락과 미동안 항만노조 파업 종결로 인해 주가에 이미 반영되었다고 판단한다. 이제는 올해 홍해 사태 수혜로 배당여력이 한 단계 더 레벨업했다는 점이 중요하다. HMM은 경영권 매각을 둘러싼 불확실성으로 인해 주주환원 확대 가능성에 대해 저평가받고 있다. 하지만 현재로서는 산업은행도 배당을 통한 공적자금 회수가 가장 현실적인 대안이다. HMM은 현금성자산이 15조원에 달하는데, 2024F PBR이 0.6배에 불과하다. 이에 따라 밸류업 지수 구성종목으로도 포함된 만큼 연말까지는 주주환원 관련 업사이드에 더 주목할 필요가 있다.

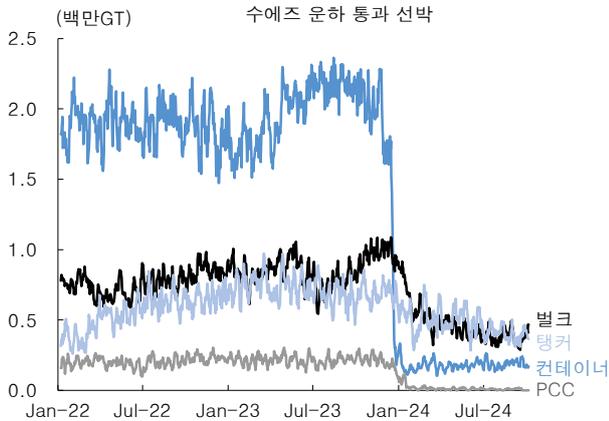
<표 1> 글로벌 컨테이너 해운선사 밸류에이션 비교

(단위: 백만달러, %, 배)

		HMM	Maersk	Hapag-Lloyd	China COSCO	Ever green	Yang Ming	Wan Hai	ZIM	Matson	평균
시가총액(백만달러)		9,474	22,522	27,207	33,808	12,595	6,961	7,479	2,278	4,613	
PER (배)	2023A	11.7	7.9	8.1	4.8	8.6	37.4	NM	NM	13.2	13.1
	2024F	4.4	6.4	14.7	4.3	3.2	4.0	5.7	1.6	12.2	6.3
	2025F	15.7	92.4	112.0	10.1	5.7	7.0	10.5	NM	14.9	33.5
PBR (배)	2023A	0.6	0.5	1.3	0.6	0.7	0.6	0.7	0.5	1.6	0.8
	2024F	0.6	0.4	1.4	0.8	0.7	0.7	0.9	0.7	NM	0.8
	2025F	0.7	0.4	1.5	0.8	0.7	0.6	0.8	0.7	NM	0.8
ROE (%)	2023A	4.6	6.5	12.6	12.0	7.1	1.5	(2.7)	(64.6)	12.6	(1.1)
	2024F	12.6	7.2	8.9	20.3	24.9	20.8	48.6	45.2	15.1	22.6
	2025F	4.5	0.9	2.2	9.4	13.4	15.8	5.0	(2.4)	12.3	6.8
EV/EBITDA (배)	2023A	3.3	2.5	4.7	2.3	4.2	1.0	8.8	NM	5.6	4.0
	2024F	0.4	3.2	6.4	2.5	1.9	0.6	79.6	2.1	7.6	11.6
	2025F	0.6	5.0	10.1	4.9	3.7	0.9	160.9	4.3	8.8	22.1
매출 증가율 (% YoY)	2023A	(54.8)	(37.4)	(48.1)	(55.1)	(55.9)	(62.6)	(61.3)	(58.9)	(28.7)	
	2024F	31.8	4.8	(0.7)	28.6	68.3	64.6	65.3	47.7	8.6	
	2025F	(19.3)	(7.8)	(9.8)	(15.3)	(13.5)	(15.6)	(17.0)	(18.8)	(2.1)	
영업 이익률 (%)	2023A	7.0	6.9	14.0	12.9	12.6	(1.2)	(6.3)	(48.5)	11.1	0.9
	2024F	24.4	7.5	10.8	24.3	32.6	30.4	31.9	23.5	13.4	22.1
	2025F	9.1	1.1	2.4	10.0	24.2	19.9	19.8	4.2	10.5	11.2
EPS 증가율 (% YoY)	2023A	(91.9)	(85.8)	(82.8)	(78.4)	(80.8)	(97.4)	NM	NM	(69.1)	
	2024F	134.1	0.4	(42.7)	83.0	248.2	1,083.6	NM	NM	33.6	
	2025F	(72.2)	(93.1)	(86.8)	(58.0)	(42.9)	(43.9)	(45.5)	NM	(17.9)	

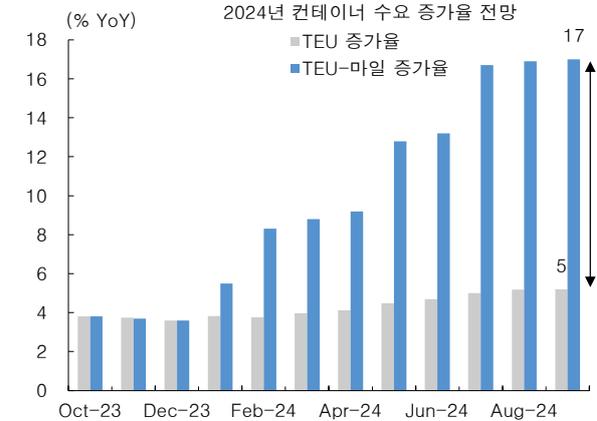
주: 10월 7일 증가 기준
 자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 1] 중동 내 갈등은 더욱 악화되면서 홍해 사태도 장기화



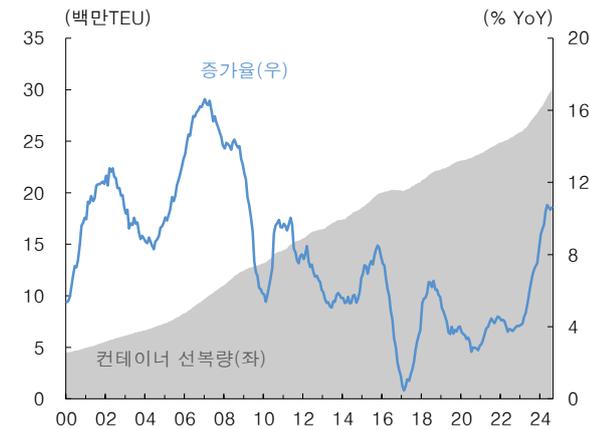
자료: 상해해운거래소, 한국투자증권

[그림 2] 수에즈 병목은 예상보다 더 많이 12%의 선박을 묶어둔 셈



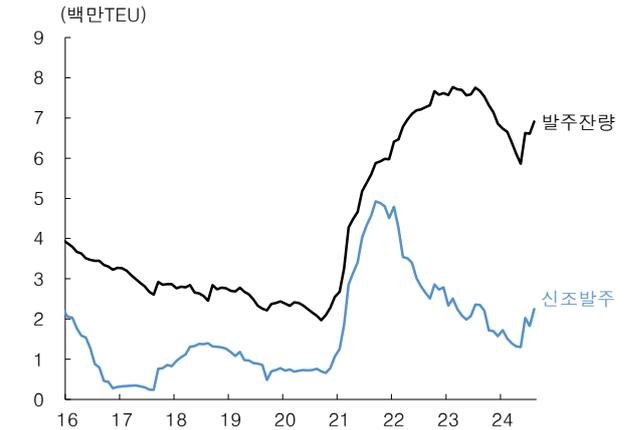
주: 매월 발표하는 Clarksons의 전망 기준
자료: Clarksons, 한국투자증권

[그림 3] 그럼에도 선박공급이 2023년부터 15% 증가해 홍해 사태 병목 영향을 상쇄하고 있음



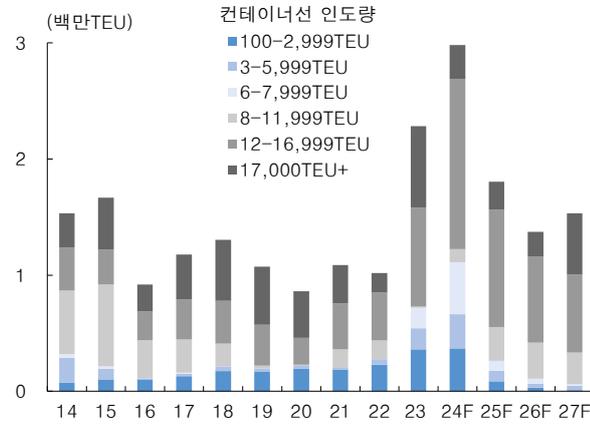
자료: Clarksons, 한국투자증권

[그림 4] 선사들은 올해 이익을 바탕으로 선박투자를 재차 확대



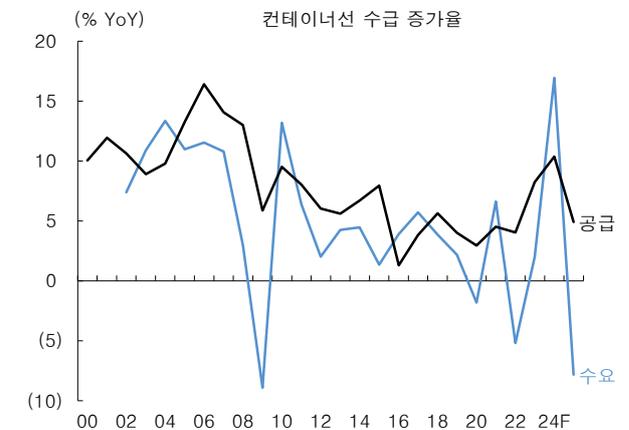
자료: Clarksons, 한국투자증권

[그림 5] 향후 3년간 연평균 160만TEU의 선박들이 인도될 예정



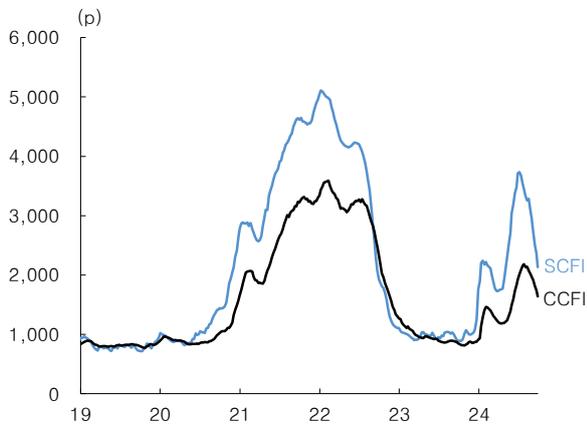
자료: Clarksons, 한국투자증권

[그림 6] 내년 수에즈 운하가 정상화될 경우 공급과잉이 우려



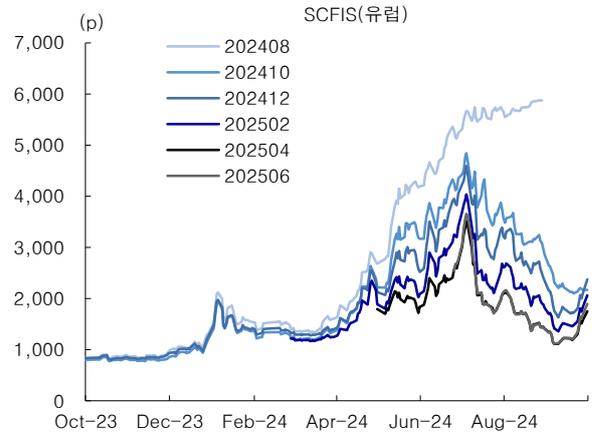
주: 2024년 수요(톤마일) 증가율 +17%, 공급 증가율 +10%
자료: Clarksons, 한국투자증권

[그림 7] SCFI는 7월부터 조정받기 시작해 3분기에만 43% 하락



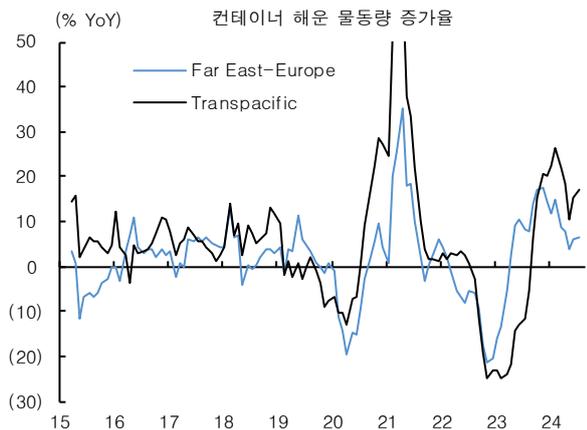
자료: Clarksons, 한국투자증권

[그림 8] 그런데 최근 유럽 선물시장은 바닥을 찍고 반등하기 시작



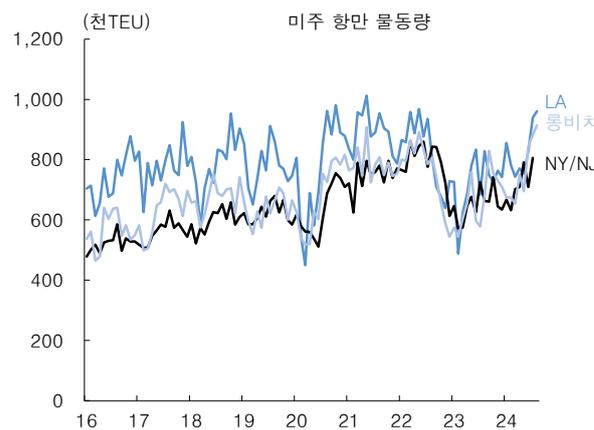
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 9] 올해 컨테이너 물동량은 수에즈 운하 우회기가 아니더라도 예상보다 좋았음에 주목할 필요



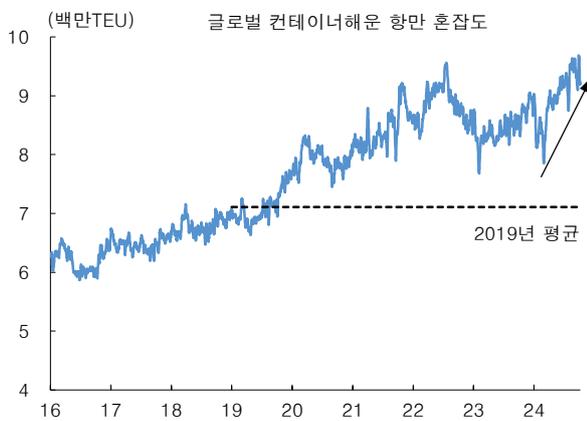
자료: Clarksons, 한국투자증권

[그림 10] 미주 물동량은 팬데믹 이전 수준을 상회하고 있음



자료: HMM, 한국투자증권

[그림 11] 항만 적체도 여전히 심각한 상황이라



자료: Clarksons, 한국투자증권

[그림 12] 올해는 환경규제 기조에 맞지 않게 선속을 높였음. 반대로 앞으로는 다시 속도를 낮춤으로써 공급 증가를 흡수할 것



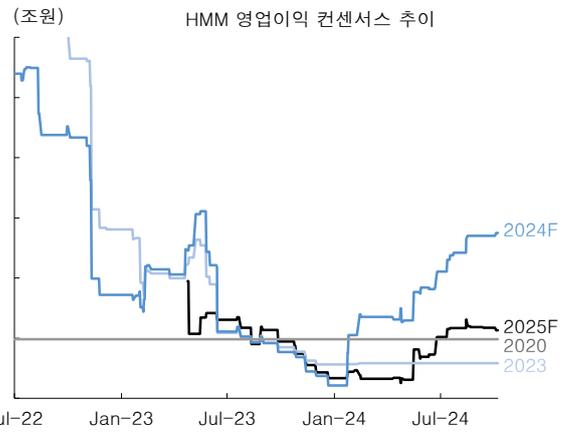
자료: Clarksons, 한국투자증권

[그림 13] 컨테이너 해운시장에 대해 낙관적 전망이 등장하면서 올해뿐만 아니라 2025년 이익 컨센서스도 상향되고 있음



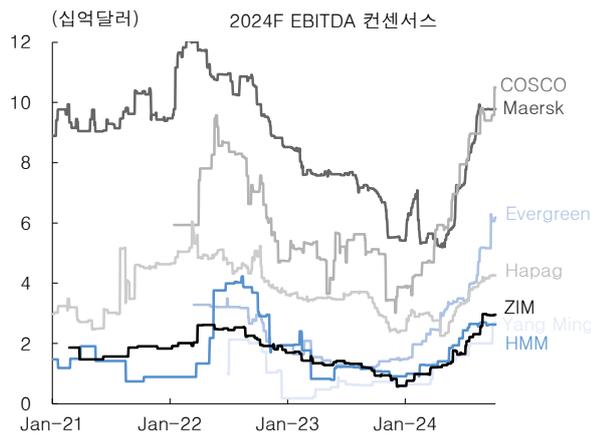
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 14] 이는 HMM에게도 마찬가지로 업사이드 요인



자료: Quatwise, 한국투자증권

[그림 15] 영업규모가 비슷한 Yang Ming, Zim과 비교했을 때 HMM의 올해 영업이익의 눈높이는 더 올라갈 여지가 있음



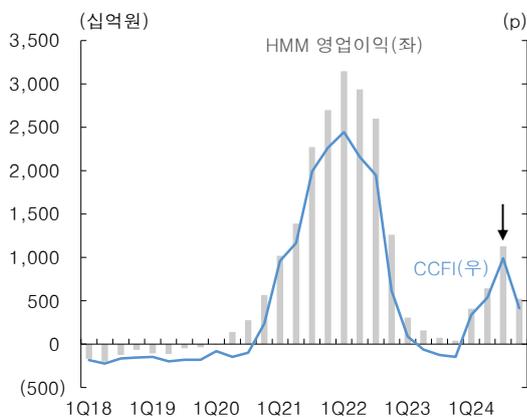
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 16] 2025년 공급과잉에 대한 우려는 오히려 완화되고 있음



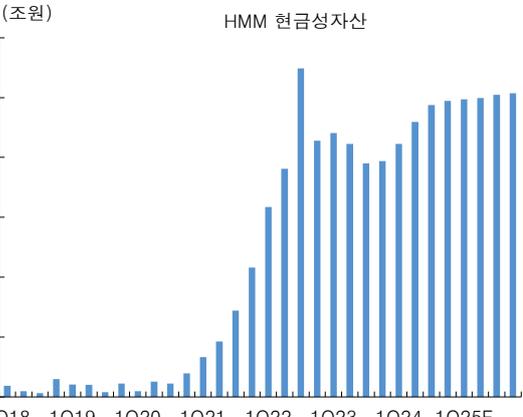
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 17] HMM 3분기 영업이익은 1조원 이상 달성할 전망



자료: HMM, 상해해운거래소, 한국투자증권

[그림 18] 연말로 갈수록 배당매력에 대해서도 재평가가 필요



자료: HMM, 한국투자증권

〈표 2〉 글로벌 컨테이너 선사 순위

(선복량 TEU 기준)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	M/S(%)	발주잔량
1 MSC	3,095,850	3,246,089	3,705,138	3,816,813	4,200,518	4,539,036	5,538,128	5,982,674	19.9	1,337,600
2 Maersk	4,186,620	4,052,708	4,151,365	4,084,407	4,245,782	4,163,038	4,076,045	4,272,449	14.2	262,050
3 CMA CGM	2,541,130	2,704,446	2,686,729	2,970,038	3,168,637	3,356,105	3,540,617	3,788,387	12.6	1,093,449
4 COSCO	1,819,481	2,759,879	2,912,519	2,983,982	2,857,372	2,806,112	2,915,262	3,137,989	10.5	719,000
5 Hapag-Lloyd	1,542,493	1,631,165	1,659,383	1,654,731	1,746,363	1,746,753	1,945,146	2,164,415	7.2	117,500
6 ONE	1,433,057	1,535,071	1,559,874	1,549,386	1,527,994	1,522,565	1,776,471	1,899,490	6.3	560,000
7 Evergreen	1,068,797	1,206,149	1,289,019	1,259,423	1,458,959	1,632,315	1,606,369	1,661,783	5.5	686,406
8 HMM	358,814	436,660	385,125	712,687	814,592	812,552	803,774	875,010	2.9	122,559
9 ZIM	376,735	334,037	316,393	367,716	405,789	535,041	605,776	745,142	2.5	
10 Yang Ming	605,152	629,573	664,655	607,066	657,981	722,599	712,554	712,305	2.4	77,500
11 Wan Hai	243,103	277,454	267,825	377,982	441,220	495,926	545,193	611,714	2.0	61,759
12 PIL	344,043	437,165	316,393	316,930	263,998	293,435	294,804	342,968	1.1	153,800
13 SITC	100,732	117,508	114,491	130,904	136,793	162,097	157,116	174,881	0.6	13,869
14 X-Press	164,465	131,393	125,926	128,387	126,670	126,249	164,643	173,706	0.6	77,104
15 KMTC	138,464	157,054	171,917	172,588	158,845	152,917	153,539	163,938	0.5	
기타	2,882,784	2,417,922	2,636,783	2,524,605	2,566,320	2,771,071	3,131,864	3,303,631	11.0	1,626,551
글로벌 총합	20,901,720	22,074,273	22,963,535	23,657,645	24,777,833	25,837,811	27,967,301	30,010,482		6,909,147

주: 2024년은 9월 선복량 기준
 자료: Clarksons, 한국투자증권

〈표 3〉 커버리지 valuation

종목	투자의견 및 목표주가			실적 및 Valuation									
	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)	DY (%)			
팬오션 (028670)	투자의견	매수	2022A	6,420	790	677	1,267	8,404	4.5	0.68	16.7	3.0	2.6
	목표주가(원)	6,000	2023A	4,361	386	245	458	8,817	8.2	0.42	5.3	3.9	2.3
	현재가 (10/7, 원)	3,735	2024F	4,679	493	404	755	9,526	4.9	0.39	8.2	3.2	4.0
	시가총액(십억원)	1,996	2025F	4,805	517	463	866	10,327	4.3	0.36	8.7	2.9	4.6
			2026F	5,019	552	492	921	11,173	4.1	0.33	8.6	2.5	4.8
대한해운 (005880)	투자의견	매수	2022A	1,612	268	158	507	4,829	4.3	0.45	11.2	7.3	0.0
	목표주가(원)	2,600	2023A	1,397	250	68	220	5,088	9.8	0.42	4.4	7.7	0.0
	현재가 (10/7, 원)	1,935	2024F	1,759	348	201	631	5,718	3.1	0.34	11.8	5.7	0.0
	시가총액(십억원)	617	2025F	1,577	293	130	406	6,124	4.8	0.32	6.9	6.3	0.0
			2026F	1,605	308	151	473	6,598	4.1	0.29	7.5	6.0	0.0
HMM (011200)	투자의견	중립	2022A	18,583	9,949	10,117	20,621	42,490	0.9	0.46	65.0	0.1	6.1
	목표주가(원)	-	2023A	8,401	585	969	1,667	31,115	11.7	0.63	4.6	3.3	3.6
	현재가 (10/7, 원)	17,040	2024F	11,070	2,701	2,820	3,902	26,535	4.4	0.64	12.6	0.4	5.9
	시가총액(십억원)	12,763	2025F	8,930	811	1,063	1,084	23,144	15.7	0.74	4.5	0.6	4.1
			2026F	8,562	609	900	878	23,322	19.4	0.73	3.8	0.8	4.1

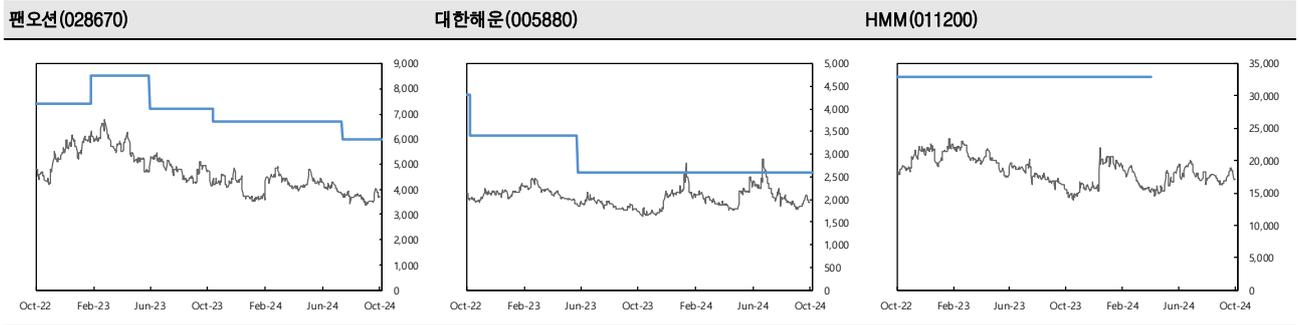
자료: 각 사, 한국투자증권

■ 용어해설

- CCFI(China Containerized Freight Index): 상하이 해운거래소에서 집계하는 중국발 컨테이너 운임지수
- SCFI(Shanghai Containerized Freight Index): 상하이 수출컨테이너 운송 시장의 스팟운임을 반영한 운임지수
- 용선: 화물을 운송하기 위해 빌린 선박
- 사선: 화물을 운송하기 위해 직접 소유하고 있는 선박

투자의견 및 목표주가 변경내역

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



Compliance notice

- 당사는 2024년 10월 10일 현재 대한해운, HMM, 팬오션 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 HMM 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

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

투자등급 비율 (2024. 6. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
84.3%	15.7%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

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

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

- 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.
- 이 리포트에 기재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.