SECTOR UPDATE

2024. 1. 5

삼성증권

Industrial팀

김영호
Senior Analyst
youngho52.kim@samsung.com

이가영
Research Associate
kayoung.l.lee@samsung.com

해운 (OVERWEIGHT)

배는 돌아가고, 운임은 올라가고

- 지정학적 리스크와 기후 악화로 세계 양대 운하인 수에즈와 파나마의 통행이 제한되고 있으며, 이로 인해 해상 운임 상승세가 나타나기 시작.
- 올해부터 강화되는 IMO와 EU의 환경 규제에 우회 항로 이용에 따른 운항일수 증가까지 더해져 공급 조정이 나타날 것으로 전망.
- 주요 선종 전반에 걸친 운임 개선세가 기대됨에 따라 해운 업종에 대해 OVERWEIGHT 의견을 유지하며 현대글로비스를 최선호주로 추천.

▶ AT A GLANCE

현대글로비스 (086280 KS, 181,900)		
투자의견	BUY	
목표주가:	290,000원	59.4%
대한해운 (005880 KS, 2,295)		
투자의견	BUY	
목표주가:	3,000원	30.7%
A P MOLLER MAERSK ORD (DP4A DE, EUR1,852)		
투자의견	Not Rated	
COSCO해운 (1919 HK, HKD8,280)		
투자의견	Not Rated	
하파그로이드 (HLAG DE, EUR168.1)		
투자의견	Not Rated	
엔와이케이라인 (9101 T, JPY4,730)		
투자의견	Not Rated	
미쓰이 O.S.K. 라인스 (9104 T, JPY4,872)		
투자의견	Not Rated	
가와사키기선 (9104 T, JPY6,472)		
투자의견	Not Rated	

WHAT'S THE STORY?

줄어드는 뱃길: 2023년 파나마 지역에 역사상 최악의 가뭄이 이어지면서 운하 운영에 필요한 담수 부족으로 통행량이 제한되고 있는 상황(2월부터 18척/일, 평시의 절반 수준). 설상가상으로 이스라엘-하마스 간 전쟁 장기화에 따른 중동지역 지정학적 리스크 상승으로, 다수의 글로벌 선사들이 수에즈 운하 운항을 중지. 우회 항로 운항에 따른 거리 증가 등으로 해상 운임 상승세가 나타나기 시작했는데, SCFI가 12월 29일 한 주 만에 40% 급등.

단기간에 해소되기 어려운 상황: 파나마 지역이 건기에 접어들었으며, 4월부터 우기가 시작되더라도 10~11월이 되어서야 연중 최대 강수량에 도달하기에 파나마 운하 통행 제한 장기화가 불가피. 한편, 수에즈 운하의 지정학적 리스크 해소 또한 시일이 소요될 것으로 보이는데, 홍해 지역 통과 선박에 대한 공격 의사를 밝힌 예멘 후티 반군뿐만 아니라 이란을 포함한 저항의 축과 서방 연합 간의 긴장감이 고조되고 있기 때문. 홍해 지역 운항 안정성이 확인되기 전까진 글로벌 선사들의 수에즈 운항 재개가 어려울 것으로 판단. 우회 항로 이용에 따른 운항 거리 증가로 운임 상승세가 이어질 것으로 전망.

예정대로 도입되는 환경 규제: 올해부터 IMO의 CII 규제가 도입되며 EU의 해운 산업 ETS 편입 또한 예고대로 적용될 예정. 추정 기관마다 차이는 있으나, 운항에 제한이 걸릴 것으로 판단되는 D와 E 등급 선박의 비중이 약 35%에 가까울 것으로 예상. 이산화탄소 배출을 제어할 상용화된 기술이 부재한 가운데, 현재 가장 유용한 방안은 선박의 속도를 줄이는 방법. 환경 규제 대응을 위한 감속 및 폐선으로 인해 구조적인 공급 조정이 기대되며, 신조 발주 잔고가 전체 선복량의 8% 수준에 불과한 벌크선의 수혜가 클 것으로 예상. 한편, 2024년 전체 선복량 대비 12.7%에 달하는 신조 인도가 예정되어 있는 컨테이너선도 과잉 공급에 대한 우려가 완화될 것으로 판단.

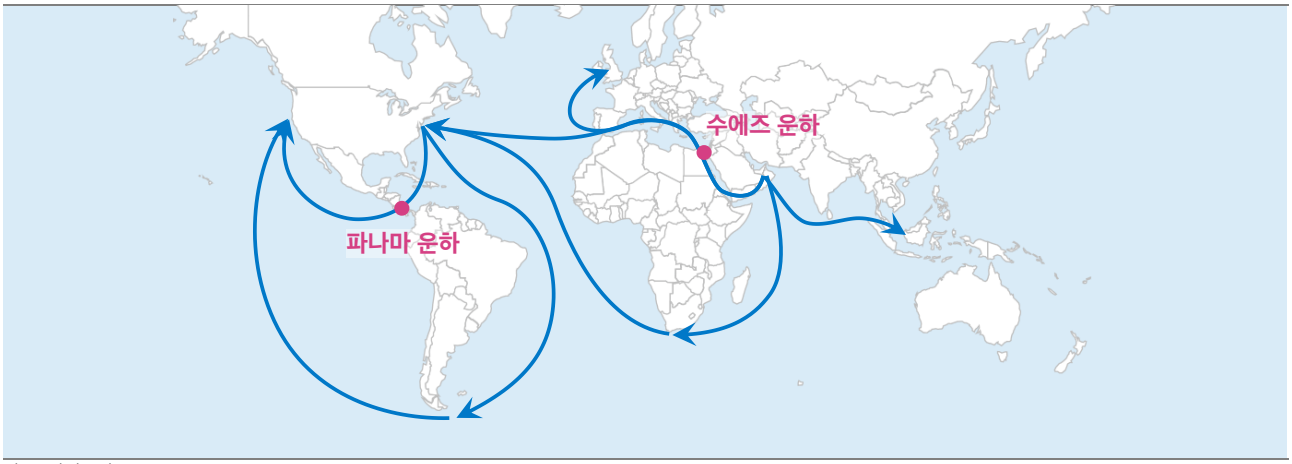
해운섹터 OVERWEIGHT 유지: 운항거리 증가, 평균 선속 감소, 폐선 활동 재개 등으로 주요 선종 전반에 걸친 운임 개선세가 기대되는 상황. 스팟 운임 민감도가 높은 국내 대형 선사들 간 M&A 절차가 진행되고 있어, 차선책으로 현대글로비스를 최선호주로 추천. 컨테이너 운임과 BDI 상승으로 포워딩 및 벌크 부문 실적 회복이 기대되고 역사상 최대 호황이 지속되고 있는 PCC 부문 수혜가 기대되기 때문. 제한된 선택 폭으로 인해 글로벌 선사를 통한 대응도 유효하다고 판단. SCFI 민감도가 높은 Maersk, Cosco해운, Hapag Lloyd의 수혜가 예상되며, PCC 고시황 지속의 수혜는 NYK, Mitui OSK, K-line을 통해 대응 가능하다고 판단. 2024년 운송 섹터 내 해운 부문이 가장 유망할 것으로 기대되어 OVERWEIGHT 의견을 유지.

양대 운하 통행 차질, 어디로 가야하나?

동맥 경화에 빠진 해운 업계

수에즈 운하, 파나마 운하 통행 차질 장기화 전망

그림1. 전 세계 주요 항로 (파나마 · 수에즈 운하 통과 시 vs 우회 시)



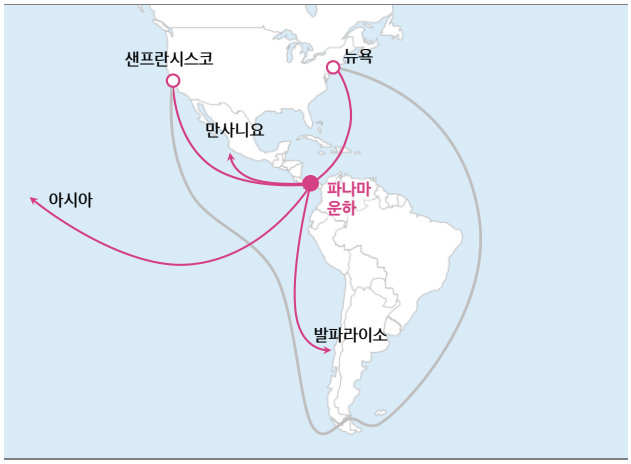
자료: 삼성증권

세계 3대 운하 중 하나 파나마: 파나마 운하는 남아메리카와 북아메리카 대륙을 연결하는 파나마 지협을 종단하여 태평양과 대서양을 잇는 길이 약 82km의 운하이다. 1914년 개통 이후 2016년 확장을 거쳐 현재 연간 약 13,000척, 2.9억톤의(전 세계 교역량의 약 2.5%) 물동량이 이를 통과한다. 운하 중심에 있는 가툰 호(Gatun Lake)의 수면 표고가 해수면 보다 26m 높기에 갑문식 운하로 건설되었다. 완공 이후 기존의 드레이크 해협과 혼 곶(Cape Horn)을 통과하여 남아메리카 대륙을 우회하던 노선이 해당 운하를 통과하는 노선으로 대체되면서 운항 거리를 약 15,000km 단축시켰다.

갑문식 운하 특성상 운하 통과에 많은 물을 소비하게 되는데, 선박이 갑실에 들어오면 갑문을 닫고 물을 공급하여 다음 갑실과의 수위를 맞추어 가며 통과하는 방식이다. 선박 한 척이 운하를 통과할 때 약 2억 리터의 물이 소비되며, 하루 평균 36척~38척의 통행량을 감안하면 약 72억~76억톤의 물이 소비된다.

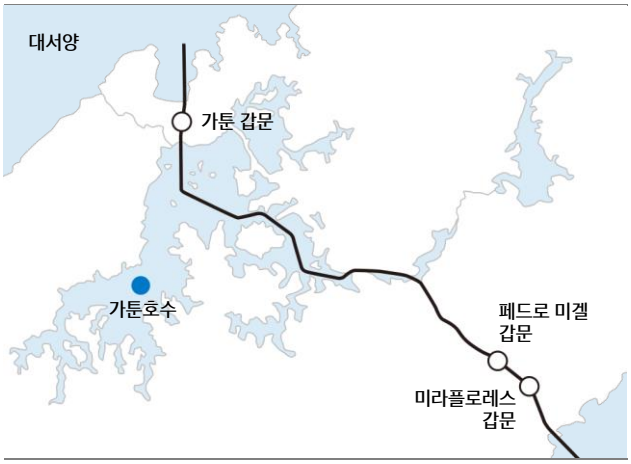
파나마는 강수량이 전 세계에서 다섯번째로 높은 지역으로, 4월부터 몬순 시즌이 시작되어 12월까지 9개월간의 긴 우기 동안 연평균 2,000mm 이상의 비가 내리기 때문에 운하 운영에 필요한 수자원이 풍부한 편이었다. 그러나 올해 들어 극심한 엘니뇨 현상에 따른 전례없는 가뭄으로, 수위 조절에 사용되는 가툰 호(Gatun Lake)의 담수 수위가 하락하면서 4월부터 흘수(물속에 잠긴 선체 깊이) 및 통행량 제한이 시작되었다.

그림2. 파나마 운하 경유 vs 우회 항로



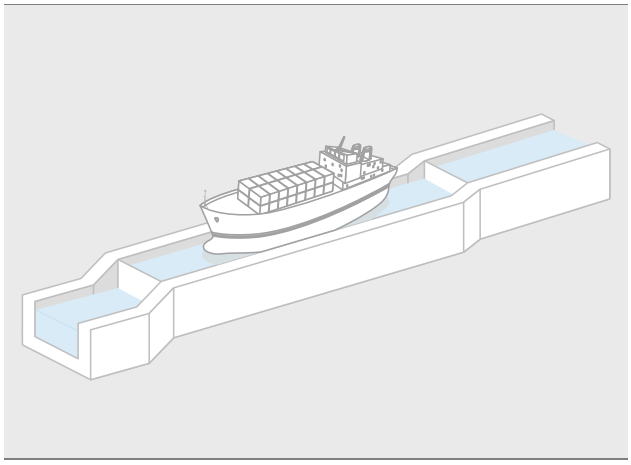
자료: 삼성증권

그림3. 파나마 운하 지도



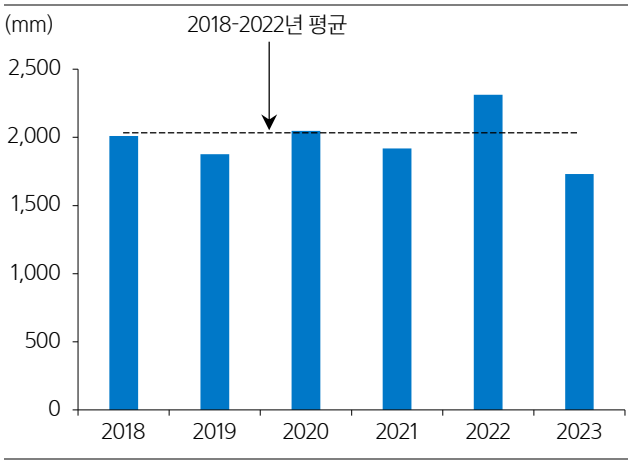
자료: 언론 보도, 삼성증권

그림4. 파나마 운하 구조



자료: 언론 보도, 삼성증권

그림5. 파나마 지역 평균 강수량



참고: 2023년은 12월 17일 까지의 누계치
자료: 파나마 기상청, 삼성증권

기후 재앙으로 강화되는 통행 제한: 지난 4월 파나마 운하청(Panama Canal Authority, ACP)은 New Locks(2016년 확장된 신규 갑문, Neo-Panamax급)를 통과하는 선박의 최대 허용 흘수선을 50피트에서 (15.2m) 47.5피트로 (14.5m) 하향했다. 이후, ACP는 6월에 New Locks 흘수 제한을 43.5피트(13.3m)로 재차 낮췄으며, Old Locks(Panamax급)의 흘수 또한 평시 39.5피트(12m)에서 38.5피트(11.7m)로 제한했다. 흘수선을 하향한다는 것은 선박의 전체 무게에 제한을 거는 것으로, 결국 선적율이 떨어질 수밖에 없다.

ACP의 당국자 리카르트 바스케즈에 따르면 흘수선이 1피트 하락할 때마다 20피트 컨테이너 350개를 덜어내야한다. 즉 흘수 제한 시 New Locks 운항 선박의 2,275TEU가, 그리고 Old Locks 통과 선박의 350TEU가 감소할 수 있다는 계산이다. Neo-Panamax와 Panamax 컨테이너선의 선복량이 각각 12,000TEU, 4,500TEU 수준임을 감안하면, 이는 수송량이 각각 19%, 7.8%씩 줄어든다는 것을 의미한다.

그럼에도 불구하고 가툰 호의 수위가 개선되지 않아 7월에는 일일 통행 선박을 32척(New Locks 10척, Old Locks 22척)으로 줄였으며, 이후 10월 말에는 통행량을 점진적으로 낮추어 2024년 2월에 18척/일(New Locks 5척, Old Locks 13척) 수준까지 도달하도록 제한하는 방안을 발표했다.

표1. 파나마 운하 통행 제한 타임라인

일시	규제 내용
'23년 4월	New Locks 통과 선박의 허용 흘수선이 50피트에서 (15.2m) 47.5피트(14.5m)로 하향
'23년 6월	New Locks 흘수 제한이 43.5피트fh (13.3m) 하향되고 평시 39.5피트(12m)인 Old Locks 흘수 또한 38.5피트로 (11.7m) 제한
'23년 7월	평시 36-38척/일 수준이던 통행 선박 수를 32척/일로 감축 (New Locks 10척, Old Locks 22척)
'23년 10월	11월부터 '24년 2월까지 점진적 통행 제한 강화 계획 발표

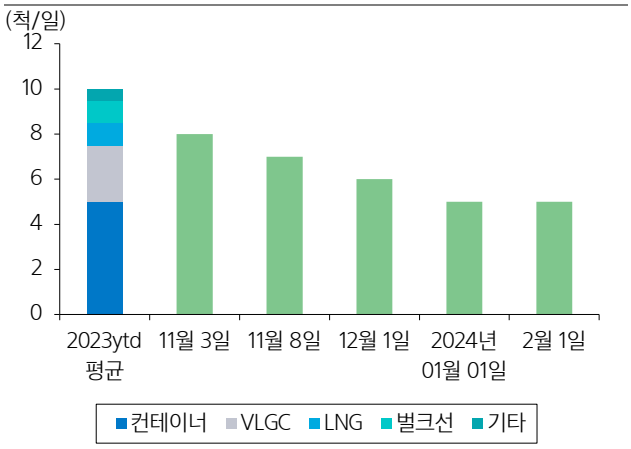
자료: ACP, Clarksons, 삼성증권

표2. 파나마 운하 통행 제한 스케줄

시작일	New Locks	Old Locks	합계
2023년 11월 3일	10	22	32
11월 8일	8	17	25
12월 1일	6	16	22
2024년 1월 1일	5	15	20
2월 1일	5	13	18

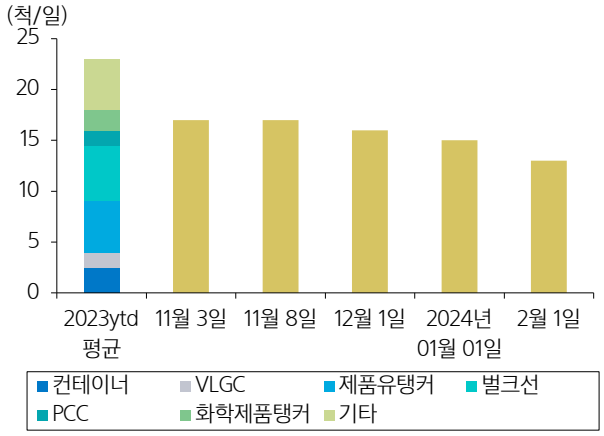
자료: ACP, Clarksons, 삼성증권

그림6. New Locks 선박 통행 제한 스케줄



자료: Clarksons

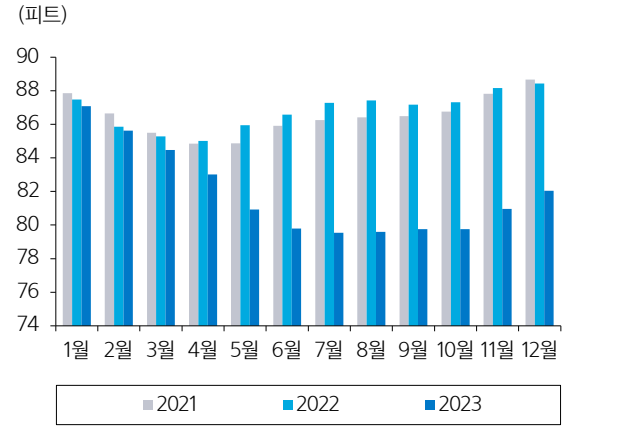
그림7. Old Locks 선박 통행 제한 스케줄



자료: Clarksons

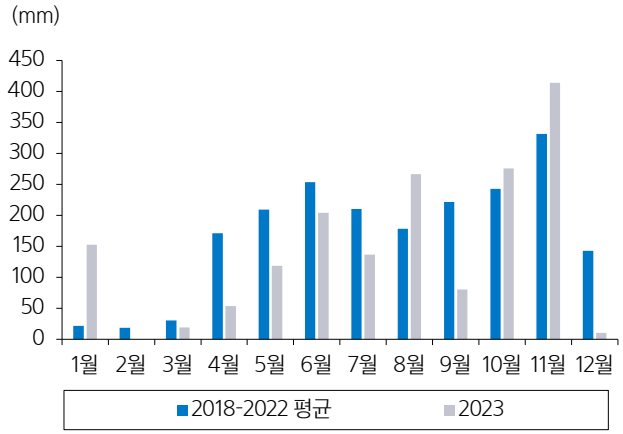
2024년에도 제한적인 운영 지속될 전망: 여기서 문제는 운영 제한이 단기간에 해결되기 어렵다는 것이다. 곧 파나마 지역의 우기가 끝나고 건기가 시작되기 때문에, 당분간 가툰 호의 수위 개선은 기대하기 어렵다. 지난 10월과 11월 강수량이 각각 275.8mm, 414mm를 기록했는데, 최근 5년 평균 강수량보다 많은 비가 내렸음에도 불구하고 가툰 호의 수위는 11월 기준 81피트로 2022년 동기 대비 7.2피트(2.2m) 낮게 나타났다. 4월에 우기가 시작되기 전까지 흘수 및 통행 제한이 지속될 것으로 예상되며, 이후에도 강수량에 따라 통행량이 결정될 수밖에 없다. 연중 최대 강수량이 10~11월이 되어서야 내린다는 점을 감안하면, 통행 제한 장기화도 배제할 수 없는 상황이다.

그림8. 가툰 호수 수위 추이



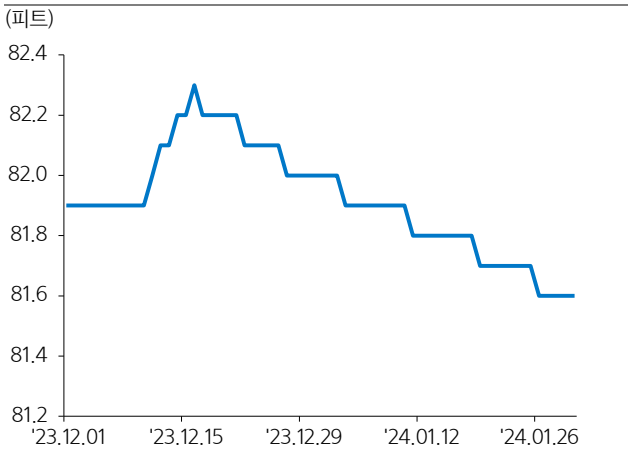
참고: 2023년 12월은 추정치
자료: Panama Canal Authority(ACP), 삼성증권

그림9. 파나마 지역 평균 강수량



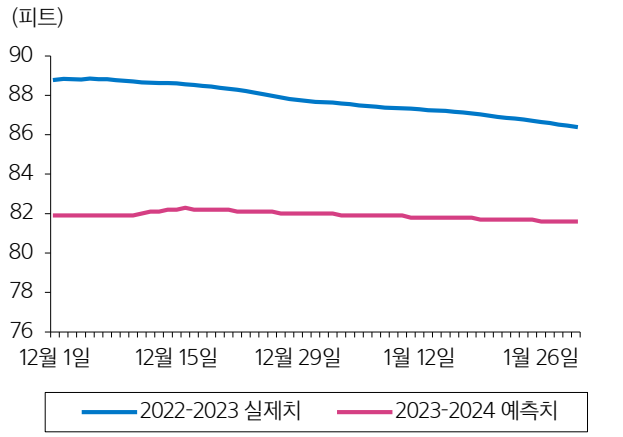
자료: 파나마 기상청, 삼성증권

그림10. 가툰 호수 수위 예측치 추이



자료: ACP, 삼성증권

그림11. 가툰 호수 수위 비교: 2022 vs 2023



자료: ACP, 삼성증권

항로 우회로 운항 거리 증가 불가피: 파나마 운하를 통과하는 주요 노선을 살펴보면, 미주 동안-아시아 노선이 전체 물동량의 42.4%를 차지해 압도적인 비중을 차지하고 있고 미주 동안-남미 서안과 미주 동안-중남미 서안이 각각 12.8%, 7.2%를 차지한다. 즉, 미주 동안을 기점으로 하는 노선의 비중이 전체 노선의 65% 이상을 차지한다.

내년 2월에 일일 통행 선박 수가 18척으로 기존 대비 절반 수준으로 감소되면, 연간 약 6,500여 척의 선박은 노선에 따라 희망봉 또는 혼곶 등으로 우회하여 운항해야 한다. 이 경우, 운항 거리 증가에 따른 비용 상승과 가용 선박 감소가 운임 상승을 견인할 것으로 기대된다.

파나마 운하를 통과할 경우, 미주 동안의 뉴욕·뉴저지항을 기준으로 아시아의 인천항, 남미 서안의 칠레 발파라이소항, 중남미 서안의 멕시코 만자니요항까지의 운항 거리는 각각 10,499해리(19,444km), 4,626해리(8,567km), 3,736해리(6,919km)이다. 그러나 희망봉과 혼곶으로 선회할 경우 운항 거리는 인천항까지 14,786해리(27,384km), 발파라이소항까지 8,512해리(15,764km), 만자니요항까지 11,874해리(21,991km)로 각각 40.8%, 84%, 218% 급증하게 된다. 3대 주요 노선의 운항 거리가 위와 같이 늘어난다면, 전체 운항거리가 약 43.7% 늘어나는 효과가 있을 것으로 추산된다.

그림12. 운항 루트 비교: 파나마 vs 혼 곶

자료: 삼성증권

표3. 노선별 운항 거리: 파나마 vs 혼 곶

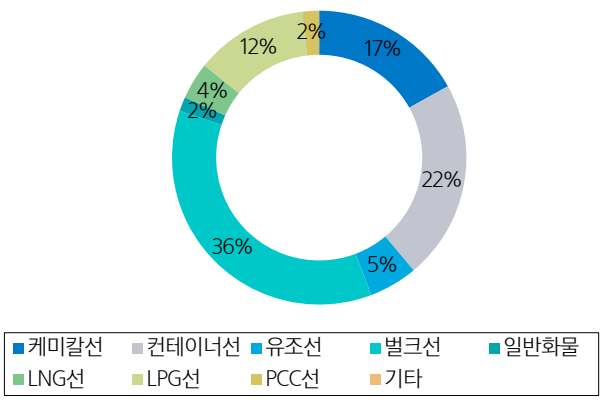
노선		파나마	혼 곶	수에즈	희망봉
뉴욕-인천	해리(NM)	10,499	16,900	12,685	14,786
	운항일수	31일06시간	50일07시간	37일18시간	44일00시간
뉴욕-칠레 발파라이소	해리(NM)	4,626	8,512	19,102	19,019
	운항일수	13일18시간	25일08시간	56일20시간	56일15시간
뉴욕-멕시코 만사니요	해리(NM)	3,736	11,874	18,922	19,905
	운항일수	11일03시간	35일08시간	56일08시간	59일06시간

참고: 운항 속도 14노트 기준
자료: 삼성증권, Sea-Distance

VLGC 선종에의 영향이 막대할 전망: 파나마 운하 통과 선박을 선종별로 살펴보면, 컨테이너선이 2,787회로 전체 운하 통과 선박의 22.1%를 차지하는 최다 선종이다. 벌크선과 케미칼탱커, LPG캐리어가 각각 21%, 17.4%, 13.9%를 기록하며 그 뒤를 잇는다. 그러나 단순히 선종별로 운하 통과 횟수를 비교하는 대신, 각 물류 유형의 전 세계 물동량 중 파나마 운하 통과 비중을 살펴보면 LPG가 24.2%로 가장 높았다. 자동차, 화학제품은 각각 14.5%, 13.4%를 기록하여 2위와 3위를 차지했다.

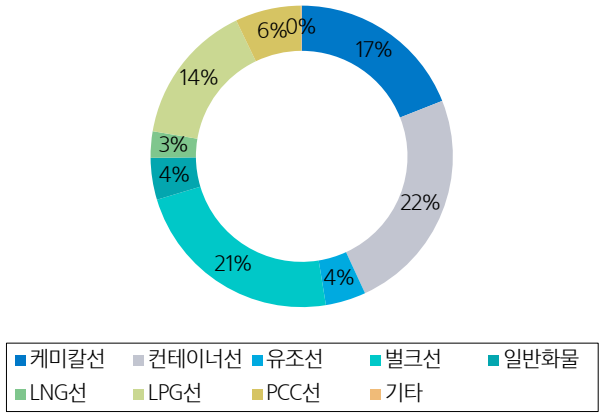
따라서 파나마 운하 의존도가 높은 LPG캐리어, 자동차 운반선, 케미칼탱커 등의 선종에서 운항 거리 증가와 가용 선박 감소에 따른 운임 상승이 기대된다. 여기에 파나마 운하 통행 슬롯(slot)의 배정 방식이 운임 상승을 더욱 부추길 것으로 판단된다. 표4에서 보이는 바와 같이, 파나마 운하의 통행 슬롯은 여객선, 컨테이너선, LNG선, LPG선의 순서로 예약 우선 순위를 두고 배정된다. 따라서 슬롯이 부족해지는 구간에서는 오히려 교역량 대비 파나마 운하 통과 물량 비중이 높은 LPG캐리어(VLGC)의 슬롯 확보가 특히 어려워질 것으로 보이며 이에 따른 운임 인상이 불가피하다.

그림13. 선종별 파나마 통과 비중: 회차 기준



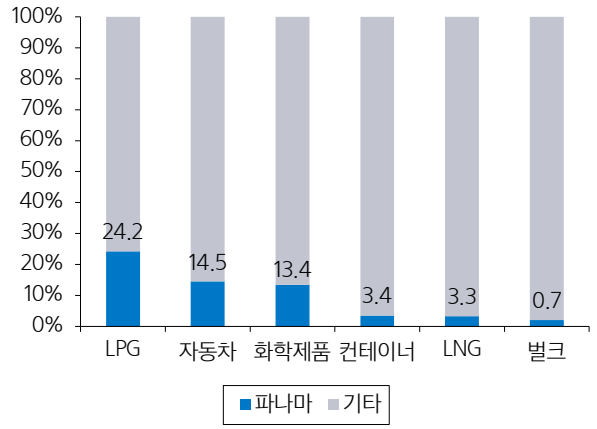
자료: ACP, 삼성증권

그림14. 선종별 파나마 통과 비중: 무게 기준



자료: ACP, 삼성증권

그림15. 품목별 글로벌 교역량 대비 파나마 운하 통과 물량 비중



자료: ACP, Clarksons, 삼성증권

표4. 파나마 운하 슬롯 배정 구조

예약 기간	슬롯 배정 순위
Special period (730 ~ 366일 전)	여객선만 고객 순위에 따라 예약 (잔여 슬롯은 Period 1로 이전)
Period 1 (90 ~ 31일 전)	컨테이너선만 고객 순위에 따라 예약
Period 1.A (30 ~ 15일 전)	1st slot: 컨테이너, LNG, LPG 순 2st slot: LNG, LPG, 컨테이너 순 3rd slot: 고객 순위에 따라
Period 2 (14 ~ 8일 전)	컨테이너, LNG 순
Period 3 (7 ~ 2일 전)	모든 잔여 슬롯에 대해 경매 진행

자료: Clarksons, 삼성증권

파나마 운하 경유 노선 운임 상승 시작: 실제로, 부족해진 통행 슬롯으로 인해 슬롯 낙찰가가 치솟고 있다. 지난 11월 8일 일본의 석유화학 회사 Eneos Group이 자사 LNG캐리어 통행을 위한 슬롯을 397.5만 달러에 낙찰 받으면서, 종전 285만 달러였던 최고 낙찰가를 한 주 만에 경신했다. 선종과 크기, 화물의 유형에 따라 다르나, 2016년 파나마 운하 확장 이후 7년간 평균 운하 통행료는 90만 달러 수준이었다. 그러나 10월 말 이후 통행 제한이 심화되면서 평균 슬롯 낙찰가가 고공행진을 이어가고 있다. 표5에서 보이는 바와 같이, 낙찰가는 1년 전 대비 작게는 약 4배에서 크게는 35배까지 가격이 급등했다.

결국 파나마 운하를 통과하던, 항로를 우회하던 해상 운임이 상승할 수밖에 없는 상황인데, 이미 다양한 선종의 파나마 운하 통과 및 우회 노선 운임이 상승세를 보이기 시작했다. Clarksons에 따르면 46,000톤급 LPG캐리어의 미 걸프만-일본 노선 spot rate은 작년 8월까지 톤당 100달러를 하회했으나, 이후 꾸준히 상승세를 보이며 현재 127달러까지 상승했다. 16만 CBM급 LNG 캐리어의 Sabine Pass-중국 천진 노선 운임도 8월 초까지 10만달러/일을 하회했으나, 11월 말 19만달러/일을 기록하면서 연중 최고치를 경신했다.

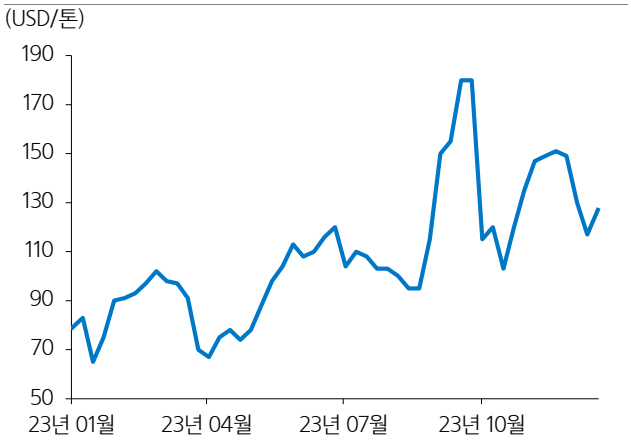
가스캐리어 뿐만 아니라 타 선종에서도 운임 상승세를 확인할 수 있다. 1만톤급 케미컬탱커의 미국 휴스턴-극동 노선 운임이 톤당 115달러 수준으로 9월 초 연중 저점 대비 64.3% 급등했으며, Kamsarmax급(66,000톤) 곡물 운반선의 미 뉴올리언스-칭다오 노선의 운임도 7월 저점 대비 41.4% 상승한 톤당 61.5달러 수준이 이어지고 있다. 컨테이너 운임 역시 최근 급등세를 보이고 있는데, 비수기임에도 불구하고 상하이-미주 동안 운임이 12월 들어 53.7% 급등하여 $3,559/FEU를 기록하고 있다.

표5. 파나마 운하 평균 슬롯 낙찰가 추이

선박 크기	Small	Panamax	Neopanamax
2022년 11월	$19,133	$114,396	$467,003
2022년 12월	$35,538	$91,543	$480,792
최근 30일	$671,019	$1,066,103	$1,816,792
11월 대비 (배)	35.1	9.3	3.9
12월 대비 (배)	18.9	11.6	3.8

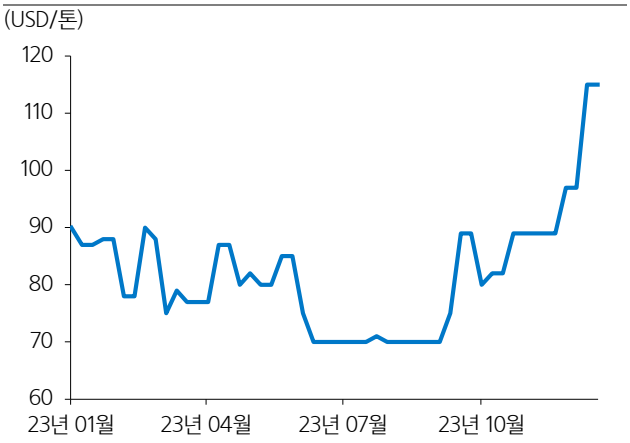
자료: TradeWinds, 삼성증권

그림16. LPG캐리어 운임 추이: 미 걸프만-일본 노선



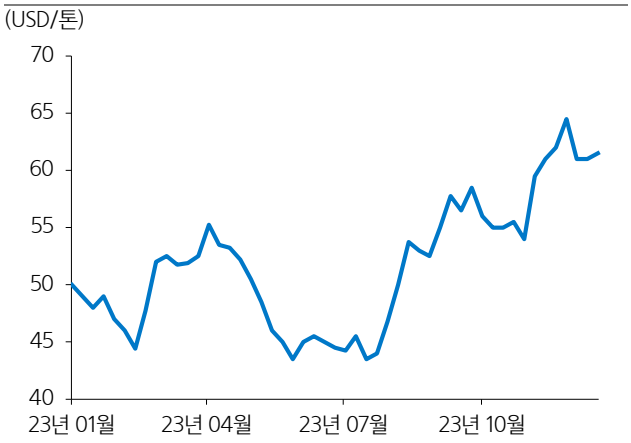
참고: 46,200톤 급 LPG캐리어 기준
자료: Clarksons, 삼성증권

그림17. 케미컬탱커 운임 추이: 휴스턴-극동 노선



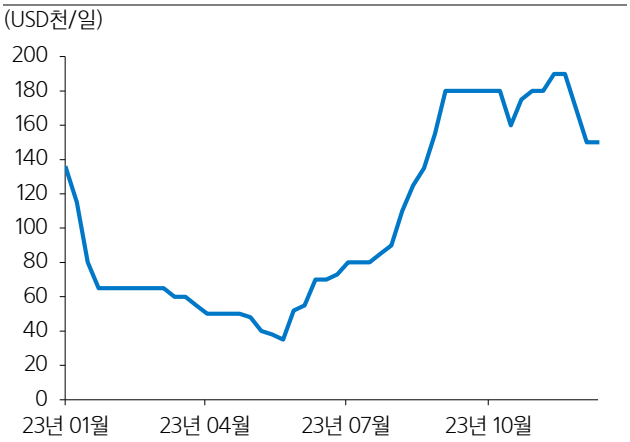
참고: 10,000톤급 케미컬탱커 기준
자료: Clarksons, 삼성증권

그림18. 곡물 운반선 운임 추이: 뉴올리언스-칭다오 노선



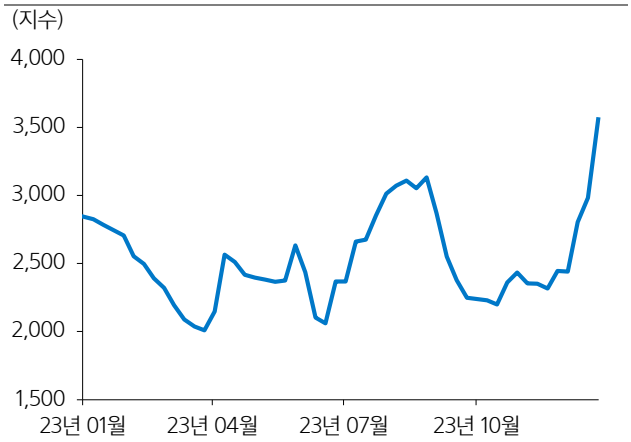
참고: 66,000톤급 Kamsarmax 기준
자료: Clarksons, 삼성증권

그림19. LNG캐리어 운임 추이: 사빈패스-천진 노선



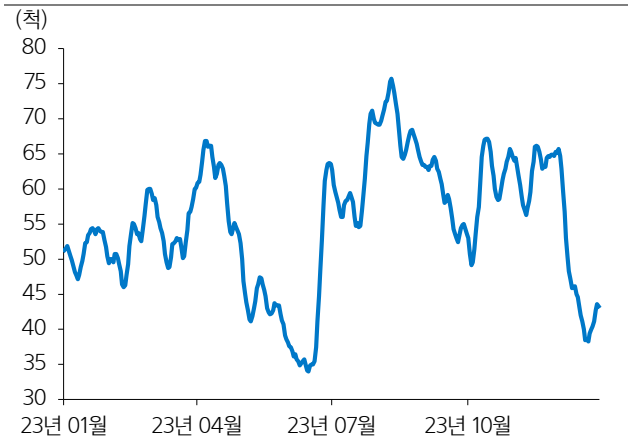
참고: 160k cmb급 LNG캐리어 기준
자료: Clarksons, 삼성증권

그림20. 컨테이너 운임 추이: 상하이-미주 동안 노선



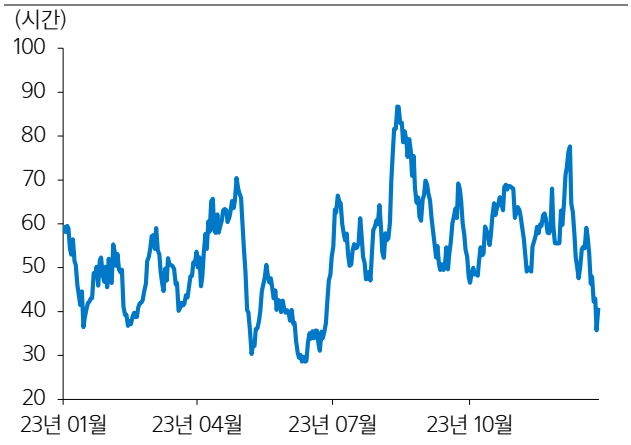
자료: 상하이거래소

그림21. 파나마 운하 대기 선박 수 추이



참고: 7일 평균 기준
자료: Clarksons, 삼성증권

그림22. 파나마 운하 평균 선박 대기 시간



참고: 7일 평균 기준
자료: Clarksons, 삼성증권

수에즈 운하마저 지정학적 리스크로 통행 차질: 수에즈 운하는 홍해와 지중해를 잇는 이집트의 운하로, 연간 약 22,000척의 선박이 전 세계의 교역량의 약 11.7%(14억톤)만큼의 물동량을 실어 나르는 해상 운송의 요충지이다. 지난 12월 9일 예멘의 후티 반군이 선적, 선사와 관계없이 이스라엘로 향하는 모든 선박에 대해 공격을 선언하면서, 파나마에 이어 수에즈 운하마저 통행이 제한되고 있다. Clarksons에 따르면, 지난 12월 17-18일 양일간 홍해 및 아덴만에서 후티 반군의 공격을 받은 선박이 총 13척에 달하며, 최근(12월 26일)에는 MSC 소속 United 선박을 겨냥한 미사일 공격까지 감행했다.

이로 인해 Maersk, MSC, CMA CGM, Hapag-Lloyd, ONE, Yang Ming, Evergreen 등 글로벌 컨테이너 선사들이 수에즈 운하 통과 대신 희망봉을 우회하는 노선으로 변경하겠다고 선언했으며, HMM, 팬오션 등 국내 선사들 또한 수에즈 운하 운행 중단을 선언했다. 글로벌 컨테이너 선사 7개사와 HMM의 합산 선복량은 약 2,020만 TEU로 전체 선복량의 71.3%에 달한다. 상당한 물류 차질이 예상됨에 따라, 미국을 필두로 홍해 안보를 위한 다국적 함대 연합 '번영의 수호자 작전'이 출범되었다. 이에 Maersk, CMA CGM 등은 향후 수에즈 운하 복귀 가능성을 언급했다.

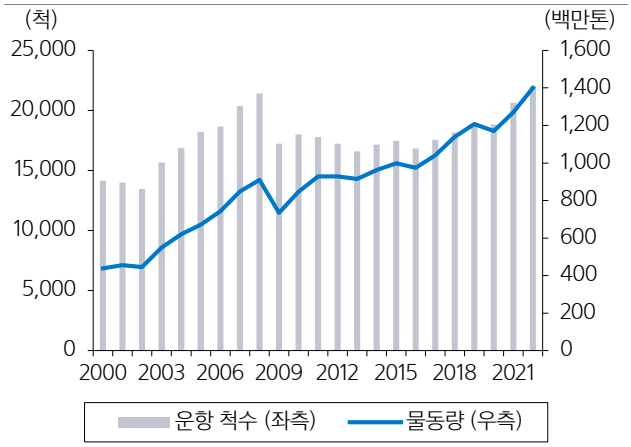
그러나 해당 작전에 대한 동맹국의 미온적인 반응으로 여전히 불확실성이 높은 상황이다. 당초 20개국 참여가 예상되었으나 현재까지 참여하겠다고 알려진 국가는 12개국에 불과하다. 또한 이탈리아 국방부는 미국이 아니라 자국 선주들의 요청에 따라 군함을 파견한다고 선을 그었다. 프랑스 역시 홍해 항행 자유 확보는 지지하나 자국 선박은 스스로 지휘할 것이라고 강조했으며, 참여국으로 지목됐던 스페인은 돌연 불참을 선언했고 군함 파견을 요청받은 호주도 병력만 파견하기로 결정하는 등 다소 유보적인 반응을 보이고 있다. 이스라엘과 하마스 간 전쟁 장기화로 인한 민간인 피해 확대와 후티반군, 이란 및 헤즈볼라와의 확전 가능성까지 대두되면서, 이스라엘에 대한 여론 악화가 주요 원인으로 판단된다. 결과적으로 홍해 및 아덴만 지역의 지정학적 리스크는 단기간에 해소되기 어려울 것으로 판단되며, 글로벌 선사들의 운항 정상화 또한 시간이 소요될 것으로 보인다.

표6. 글로벌 컨테이너 선사 선복량

선사	TEU	선복량 대비 (%)
MSC	5,608,197	19.8
Maersk	4,115,598	14.5
CMA CGM	3,578,066	12.6
COSCO	3,054,323	10.8
Hapag-Lloyd	1,963,934	6.9
ONE	1,801,472	6.4
Evergreen	1,644,883	5.8
HMM	783,732	2.8
Yang Ming	707,423	2.5

자료: Alphaliner, 삼성증권

그림23. 수에즈 운하 통행 선박 수 및 물동량 추이



자료: 수에즈 운하청(SCA), 삼성증권

그림24. 해상 항로: 수에즈 vs 희망봉 경유

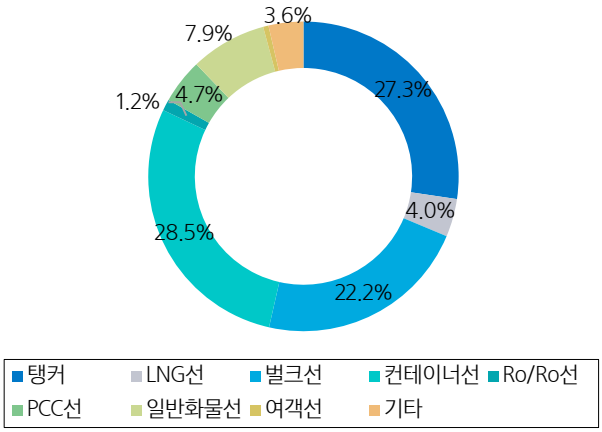
자료: 삼성증권

그림25. 홍해 지역 지도

자료: 삼성증권

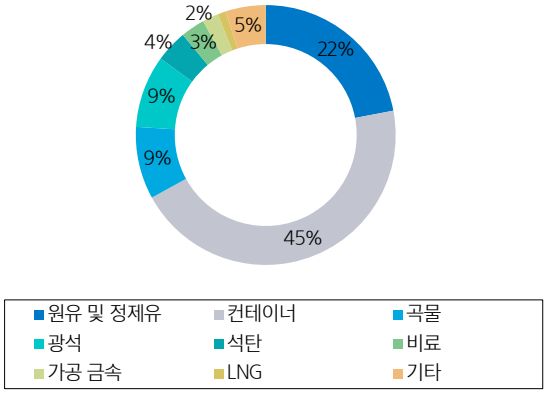
컨테이너, 원유, 자동차 운반선에의 영향이 불가피: 수에즈 운하를 이용하는 선박을 선종별로 살펴보면 컨테이너선이 전체의 28.5%를 차지했으며, 탱커선 27.3%, 벌크선 22.2%로 뒤이어 유사한 비중을 나타내고 있다. 그러나 전 세계 교역량 대비 수에즈 운하를 통과하는 물동량은 사뭇 다른 양상을 보인다. 컨테이너선의 경우 연간 교역량의 약 27.8%(5.1억톤)가 수에즈 운하에 의존하고 있으며, 원유와 정제유는 각각 5.4%(1.1억톤), 11.6%(1.3억톤) 정도가 운하를 통과한다. 한편 자동차 운반선은 수에즈 운하 통과 선종 중에서는 4.6%만 차지하지만, 자동차 운반선 전체의 전 세계 교역량 대비 수에즈 운하 통과 비중은 18%(658만톤)에 달한다. 반면 벌크선의 경우, 전체 교역량 대비 운하 통과 물동량 비중이 4%에 불과하다. 따라서 수에즈 운하 통행 차질로 인한 실질적인 영향이 있을 것으로 보이는 선종은 컨테이너선, 원유 및 정제유선, 자동차 운반선으로 판단된다.

그림26. 수에즈 운하 통행 비중: 선종별



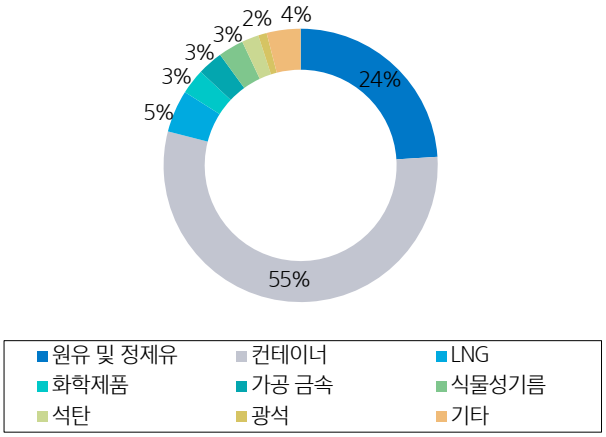
참고: 2019년 기준
자료: SCA, 삼성증권

그림27. 품목별 수에즈 운하 통행 비중: 남쪽 방향



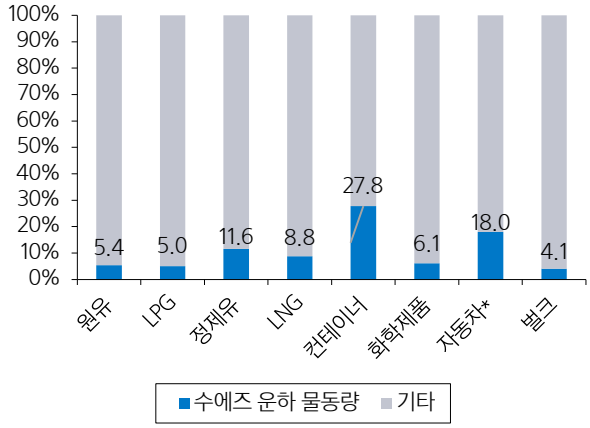
참고: 2019년 기준
자료: SCA, 삼성증권

그림28. 품목별 수에즈 운하 통행 비중: 북쪽 방향



참고: 2019년 기준
자료: SCA, 삼성증권

그림29. 품목별 전 세계 교역량 대비 수에즈 통과 물량 비중



참고: 2019년 기준, * Machinery & parts
자료: Clarksons, 삼성증권

운하 통행 감소, 운항 거리 증가 시작: 29일 플렉스포트(Flexport) 집계에 따르면, 홍해를 통과하는 컨테이너 선단의 절반에 가까운 299척(430만TEU)의 선박이 항로를 변경했다. 이는 1주일 전보다 두 배 가량 증가한 수치로, 전 세계 선복량의 18%에 해당한다. 실제로 12월 수에즈 운하 통과 선박이 1,923척으로 11월 2,224척 대비 13.5% 감소했으며, 선종별로는 컨테이너선이 325척으로 전월 대비 32.7% 급감했으며, 원유탱커와 자동차 운반선 또한 205척, 66척으로 각각 전월 대비 19.3%, 29.8% 감소했다.

수에즈 운하를 회피할 경우 아프리카 대륙 최남단의 희망봉으로 우회해야 한다. 이 경우, 중국 상하이와 네덜란드 로테르담 노선 기준으로 운항거리가 약 3,300해리(6,150km), 사우디아라비아의 지다와(Jeddah) 로테르담 노선 기준으로는 약 6,800해리(12,600km)가 늘어 각각 31.5%, 170% 급증하게 된다. 아시아-유럽 노선과 중동-유럽 노선의 운항 거리 증가가 자명한 가운데, 미주 동안-아시아 노선까지 영향이 불가피하다. 파나마 운하 통과의 차선책인 수에즈 운하까지 활용이 어려운 상황이기 때문이다. 실제로 희망봉 경유 시 뉴욕-상하이노선, 코퍼스크리스티-칭다오 노선의 운항 거리는 기존에 파나마 운하 통과 항로 대비 각각 5,300해리(9,800km, +52%), 3,900해리(7,200km, +36.7%) 증가한다. 결국 양대 운하 통행 차질로 전반적인 톤마일(Ton-mile) 상승, 이에 따른 비용 증가와 운임 상승이 불가피할 전망이다.

위험을 무릅쓰고 수에즈 운하를 통과하더라도 비용 상승은 불가피하다. Bloomberg에 따르면 12월 말 홍해 지역을 항행하는 선박의 보험요율이 선박가치의 0.5%까지 치솟았는데, 이는 월초 0.1%~0.2% 대비 2.5~5배 급증한 것이다. 예를 들어 선박 가치가 1억 달러인 선박이 홍해 지역을 항행할 경우, 항차마다 약 50만달러를 보험료로 지불해야 한다. Reuters 등 언론 보도에 따르면 러시아와의 전쟁으로 인해 우크라이나 곡물 수출항의 선박 보험요율이 2.5~3% 수준인데, 이를 감안하면 홍해 및 아덴만 지역 지정학적 리스크 변동에 따라 추가적인 보험요율 상승 또한 배제할 수 없다.

표7. 항로별 운항 거리

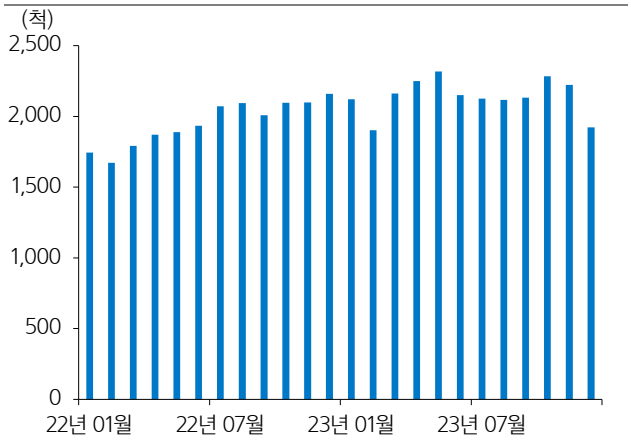
노선		수에즈	파나마	희망봉
상하이-로테르담	해리 (NM)	10,525	13,411	13,843
	운항일수	31일 08시간	39일 22시간	41일 05시간
지다-로테르담	해리 (NM)	3,997	19,656	10,797
	운항일수	11일 22시간	58일 12시간	32일 03시간
코퍼스크리스티-칭다오	해리 (NM)	14,217	10,155	15,448
	운항일수	42일 08시간	30일 05시간	45일 23시간
상하이-뉴욕	해리 (NM)	12,370	10,582	14,468
	운항일수	36일 20시간	31일 12시간	43일 01시간

참고: 운항 속도 14노트 기준
자료: 삼성증권, Sea-Distance

그림30. 세계 주요 해운 항로 현황

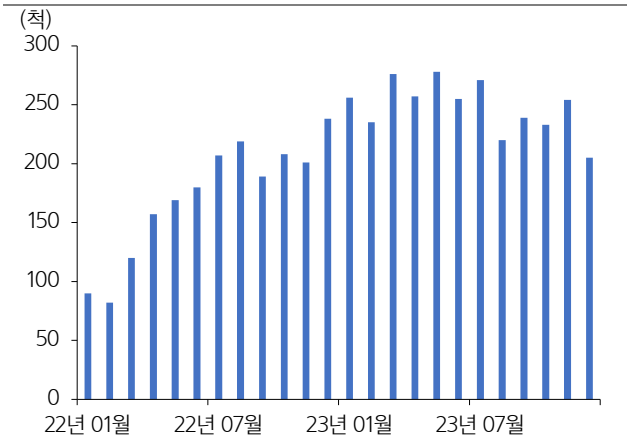
자료: 삼성증권

그림31. 월별 수에즈 운하 통과 선박 수 추이



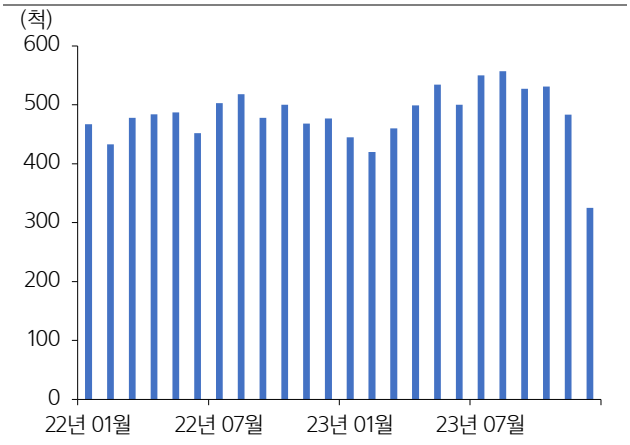
자료: Clarksons, 삼성증권

그림32. 수에즈 운하 통과 선박 추이: 크루드탱커



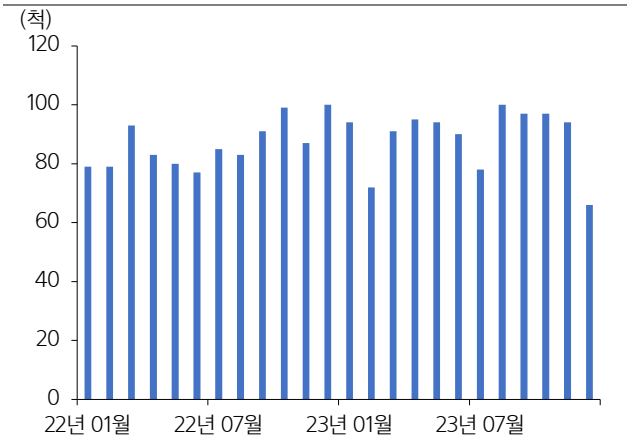
자료: Clarksons, 삼성증권

그림33. 수에즈 운하 통과 선박 추이: 컨테이너선



자료: Clarksons, 삼성증권

그림34. 수에즈 운하 통과 선박 추이: 자동차 운반선



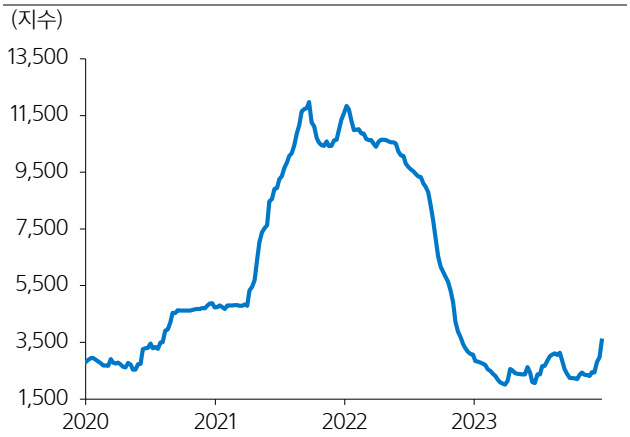
자료: Clarksons, 삼성증권

해상 운임 이미 반등 시작: 양대 운하 통행 제한으로 인한 운임 상승은 이미 시작됐다. SCFI는 12월 들어 77.2% 급등한 1,760포인트를 기록하고 있고, 동 기간 가장 큰 운임 상승 폭을 기록한 노선은 수에즈 운하 통행 제한과 관련이 있는 유럽과 지중해 노선이었다. 유럽 노선이 최근 5주간 246% 급등한 $2,694/TEU를 기록했으며, 지중해 노선 또한 $3,491/TEU로 195% 급등했다. 한편, 미주 노선과 홍해 노선 운임 상승세도 눈에 띄었다. 미주 서안과 동안이 각각 $2,553/FEU, $3,559/FEU를 기록하여 동기간 각각 57%, 54% 상승했으며, 중동 노선 운임 또한 $2,045/TEU로 약 71% 급등했다.

선복 부족으로 인해 2022년부터 호황을 누리고 있던 PCC(Pure Car Carrier, 자동차 운반선)도 용선료 상승세가 지속되며 사상 최고치 경신이 이어지고 있다. 현재 PCC 일일 용선료는 115,000달러로 2년전 대비 무려 3.3배 상승했다.

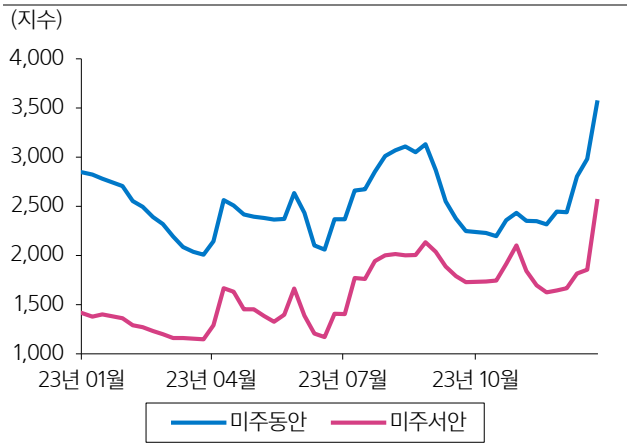
벌크선 운임 역시 비수기 진입 구간임에도 11월 중순부터 상승세로 반전하여, 12월 초 3,300포인트를 돌파하는 등 급등세를 보였다. 이후 조정을 받긴 했으나 연말 2,000포인트를 돌파한 상태로 마감하며 예년과 다른 비수기가 기대되는 상황이다. 양대 운하 통행 차질로 전반적인 톤마일 상승이 기대되는 가운데, 2024년 1월 1일부터 IMO의 CII 규제 및 EU ETU 도입까지 더해지며 구조적인 공급 조정이 나타날 것으로 기대된다.

그림35. SCFI 지수 추이



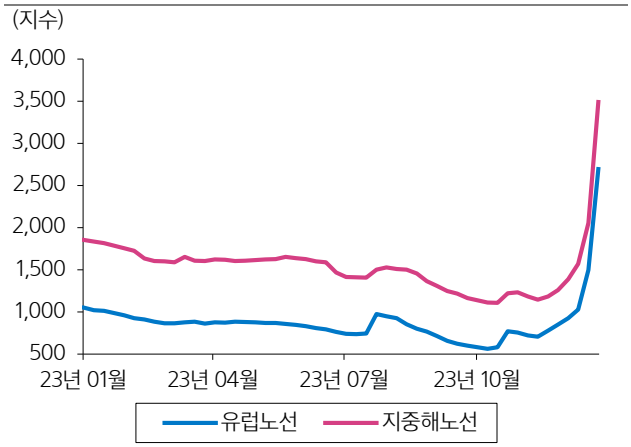
자료: 상하이거래소, 삼성증권

그림36. SCFI 지수 추이: 미주 서안 & 미주 동안



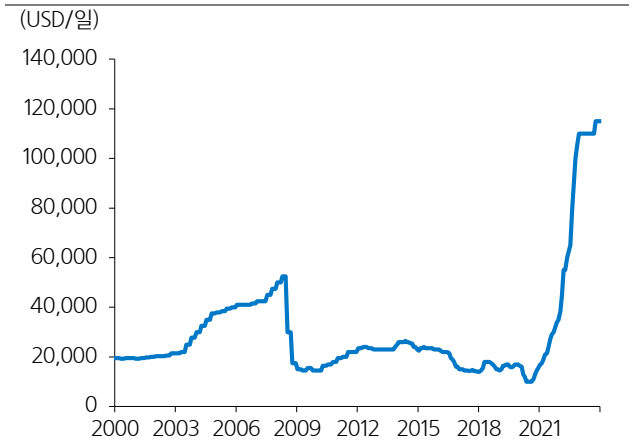
자료: 상하이거래소, 삼성증권

그림37. SCFI 지수 추이: 유럽 노선 & 지중해 노선



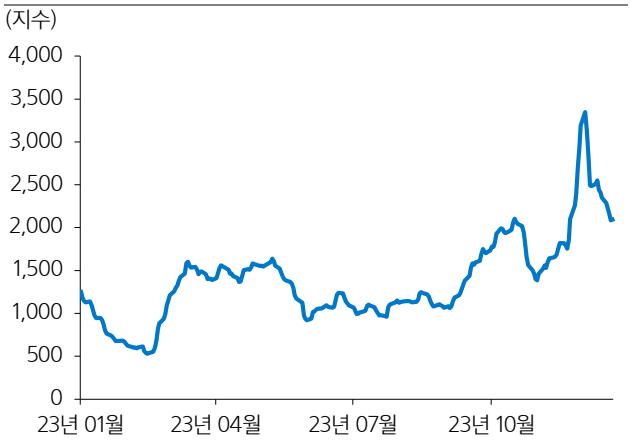
자료: 상하이거래소, 삼성증권

그림38. PCC 일일 용선료 추이



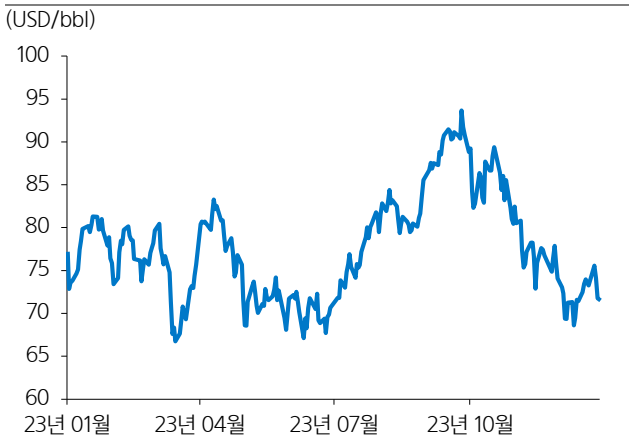
자료: Clarksons, 삼성증권

그림39. BDI 지수 추이



자료: 블룸버그, 삼성증권

그림40. WTI 추이



자료: 블룸버그, 삼성증권

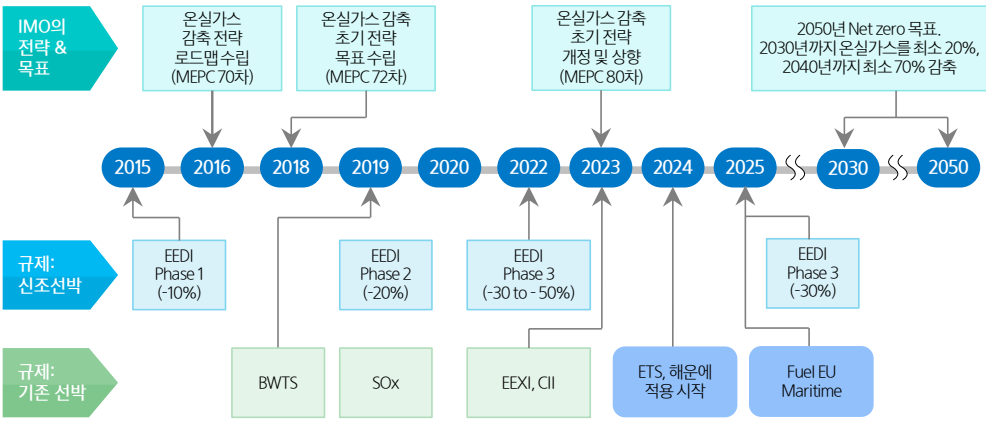
예정대로 진행 중인 환경 규제 강화

IMO와 EU의 탄소 배출 규제 시행: 2024년이 해운 업계에 큰 의미를 갖는 이유는 IMO의 CII(탄소집약도지수) 규제가 도입되는 원년이며, 이에 더해 EU의 해운 산업 ETS 편입까지 중첩되는 해이기 때문이다. CII 규제는 1톤의 화물을 1해리 운송하는 데 배출되는 이산화탄소량을 연료 사용량, 운항거리 등 실제 운항 정보를 바탕으로 사후적으로 추산하여 등급을 부여하는 규제이다.

CII 규제가 그 동안의 IMO 규제와 차별화되는 것은 영속성과 영향력 때문이다. 당사에서 그동안 여러 번 강조한 바와 같이, CII 규제는 매년 실제 이산화탄소 배출량을 산출하여 A(매우 우수)부터 E(열위)까지 등급을 부여하여 열위 선박의 운항을 제한하는 규제이다. 도입된 이후에는 각 선박의 생애주기 전반에 걸쳐 영향을 미치게 된다(*2023년 6월 22일 발간된 "해운 (OVERWEIGHT) - 천천히 가세요" 참고*). 동일 선박일 경우에도 조류, 기상, 항로 등 다양한 변수에 따라 매번 다른 결과가 나올 수 있는데, 매년 전년 대비 추가 감축(2026년까지 전년 대비 2% 추가 감축)을 달성해야 동일 등급을 유지할 수 있다.

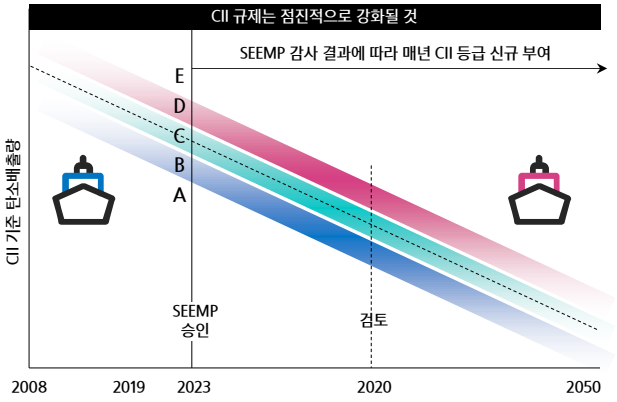
무엇보다 선사 입장에서 까다로운 부분은, 규제 대응을 위한 주도적인 기술 자체가 없다는 것이다. 과거 평형수 수질 규제가 도입될 때에는 다양한 BWMS(Ballast Water Treatment System) 기술이 존재했고, 황산화물 배출 규제 당시에도 스크러버 설치 혹은 저유황유(LSFO) 사용 등 규제 대응을 위한 옵션이 존재했다. 그러나 CII 규제의 경우, 상용화된 이산화탄소 배출 저감 관련 기술 부재로 가장 현실적이고 효율적인 규제 대응 방안이 감속밖에 없는 상황이다.

그림41. IMO의 온실가스 배출 규제 역사



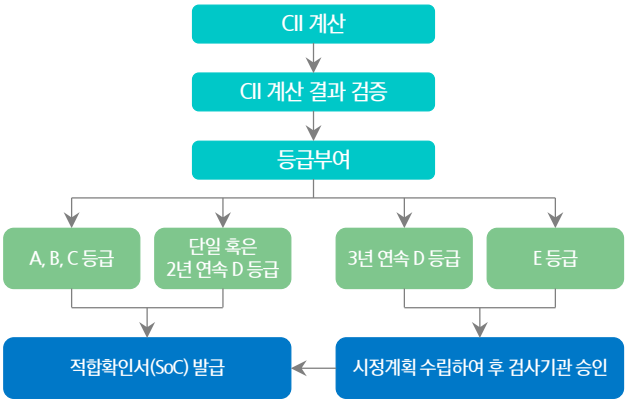
참고: * 컨테이너선, LNG선, LPG선은 Phase 3 적용을 2022년으로 앞당기고, 탄소 저감 목표 역시 상향,
** 유조선, RoRo선 등은 종전과 같이 2025년에 EEDI Phase 3를 적용
자료: IMO, EU, 삼성증권

그림42. CII 규제 개요



자료: IMO, 삼성증권

그림43. CII 규제 개념도



자료: Drewry, 삼성증권

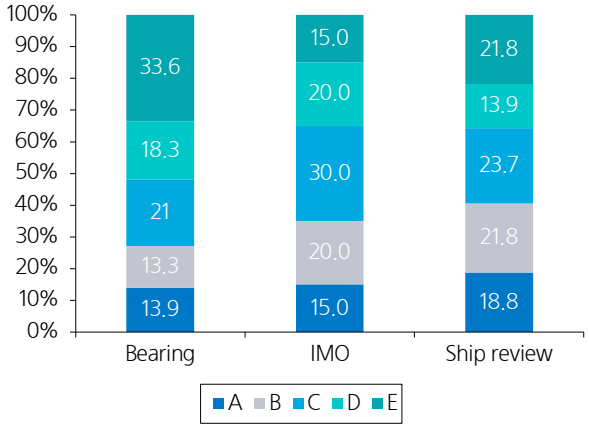
표8. 선박 에너지 효율 개선 기술

분야	구분	기능	연료 사용량 감축 정도
주기관	엔진 성능 최적화(수동)	실제 운영 상황(적재량 등)에 맞춰 엔진을 조율 (수동)	1~4%
	축 발전기(shaft generator)	메인 추진 엔진에서 전력 생산	2~5%
추진기 및 선체	선체 청소	선체 부착물(fouling)을 제거하여 유체역학적 성능을 개선	1~5%
	선체 코팅	선체 코팅으로 물 저항을 감축	1~4%
	선체 형태 최적화	선체 형태를 최적화하여 물 저항을 감축	4~8%
	선체 개조(retrofit)	구상선수(bulbous bow) 개조	구상선수 개조는 3~5%
		선수추진기(thruster tunnel) 및	선수추진기 최적화는 0.5~1%
		빌지킬(bilge keel) 최적화로 저항 감축	빌지킬 최적화는 0.25~1%
	프로펠러 광택작업	프로펠러 부착물(fouling) 제거	3~4%
	추진체 개선 장비(PID)	추진체 개선 장비 설치	0.5~5%
에너지 소비	에너지 효율적 조명 시스템	LED 등의 조명 장치를 활용하여 에너지 효율성 제고, 열 손실을 방지	0.25~5%
	전기 모터 사용 주기 조절	모터 작동 주기를 조절하여 모터 로드(load) 최적화	2~10%
운항 최적화	자동화 파일럿(autopilot)	자동화 시스템으로 선박 방향타(rudder)를 제어, 에너지 효율을 극대화	0.25~1.5%
	날씨 라우팅	항로 계획 시 기상 상황 반영	0~5%

참고: Energy Efficiency Technologies Information Portal 내 기술 중, 기술 성숙도가 성숙 단계에 들어선 모든 선박에 적용 가능한 기술만 발췌
자료: Green Voyage 2050, 삼성증권

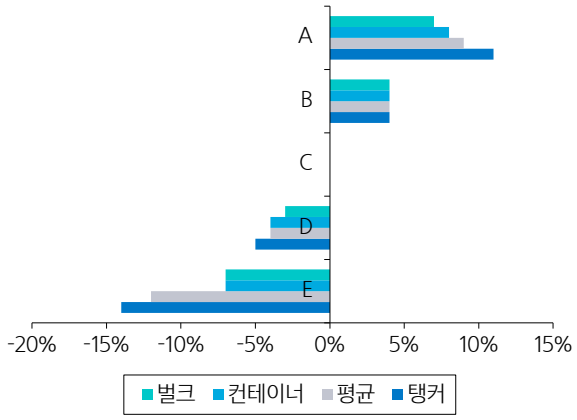
CII 규제로 인한 가용 선박 조정: IMO를 비롯한 다양한 기관에서 CII 등급별 선복 비중 추정을 내놓고 있는데, 각 등급별 비중은 다소 편차가 있으나, 전체 선복량의 약 35% 이상은 열위로 판단되는 D 혹은 E등급을 받을 것으로 예상하고 있다. 또한, 영국의 선박 가치 평가기관 VesselsValue는 D와 E등급 선박을 C등급 수준으로 개선하기 위해서는 평균 선속을 각각 4%, 12% 줄여야 할 것으로 전망하고 있다. 이를 각 기관의 CII 등급별 비중 추정해 반영하여 전체 평균 선속 감소폭을 계산하면, 작게는 2.6%에서 크게는 4.8%까지 속도가 줄 수 있다는 계산이 나온다. 즉, 감속으로 인해 가용 선박이 감소할 것으로 전망된다. 양대 운하 통행 차질로 운항 거리 증가세가 이어지는 가운데 평균 선속까지 감소한다면 상당한 가용 선박 조정이 불가피할 것이고, 이는 해상 운임 상승을 견인할 것으로 예상된다.

그림44. CII 등급별 비중 추정



자료: 각 사, 삼성증권

그림45. CII 등급별 감속 폭 예상치



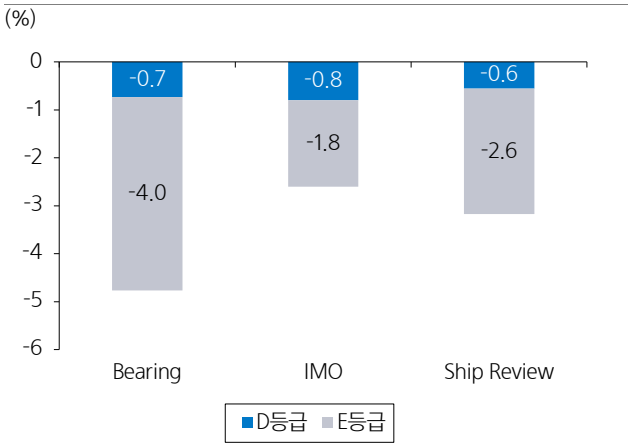
참고: C등급 유지 기준 선속 증감 폭
자료: VesselsValue, 삼성증권

표9. C등급 기준 속도 변화 허용치 추정: 전체 평균

	C 등급 유지 기준 변동 가능 속도				
	A (9%)	B (4%)	C (0%)	D (-4%)	E (-12%)
Bearing	1.3%	0.5%	0.0%	-0.7%	-4.0%
IMO	1.4%	0.8%	0.0%	-0.8%	-1.8%
Ship review	1.7%	0.9%	0.0%	-0.6%	-2.6%

참고: C등급 유지를 위한 각 등급별 평균 속도 변화 예측치
자료: 각 사, VesselsValue, 삼성증권 추정

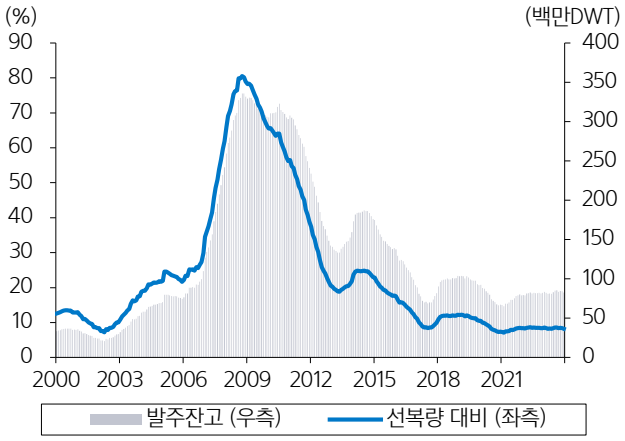
그림46. CII 열위등급 예상 감속 추정치



참고: * EEXI 기인 선속 감소폭은 Clarksons 데이터 기준 추정
자료: 각 사, VesselsValue, 삼성증권 추정

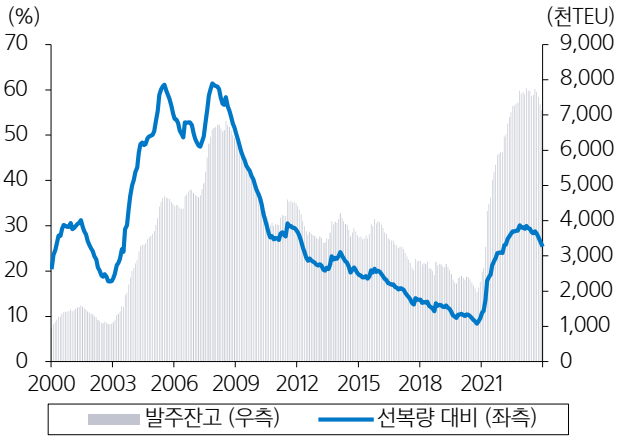
벌크선 수혜 예상, 컨테이너선도 과도한 우려는 지양: 현재 신조 발주 잔고가 역사적 저점 수준에 위치한 벌크선이 가장 큰 수혜를 누릴 것으로 예상된다. 현재 벌크선 발주 잔고는 전체 선복량의 약 8.3% 수준에 불과하기에, 가용 선박 감소 시 구조적인 공급 조정이 발생할 것으로 전망된다. 한편, 컨테이너선의 경우, 2022년 하반기부터 월간 사상 최고 발주량이 이어지면서 전체 선복량 대비 25.8%까지 신조 잔고가 쌓여 있는 상황이다. 일각에서는 2007년~2008년에 전체 선복량 대비 60% 수준까지 발주 잔고가 쌓이면서 2019년까지 장기 불황에 빠졌던 사례를 제시하며 우려를 표한다. 그러나 당사에서는 이를 과도한 우려라고 판단하는데, 현재 쌓여 있는 발주 잔고의 대부분이 환경 규제 강화 대응을 위한 교체 수요라고 판단되기 때문이다. 현재 컨테이너 발주 잔고의 약 70%에 해당하는 482만 TEU가 LNG, 메탄올, 암모니아 추진선 등이다. 즉, 이는 전체 선복량을 확대하는 추가 공급 요인이라기보다는 기존의 벙커C유 기반의 선박을 교체하는 수요일 가능성이 높다.

그림47. 벌크선 발주 잔고 추이



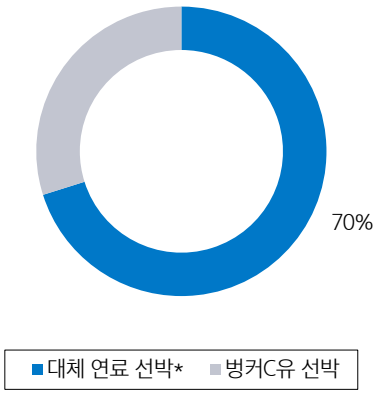
자료: Clarksons, 삼성증권

그림48. 컨테이너선 발주 잔고 추이



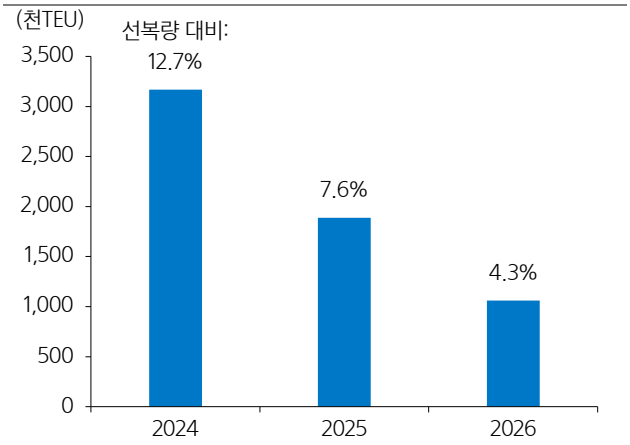
자료: Clarksons, 삼성증권

그림49. 벌크선 연료원별 발주 잔고 비중



참고: * LNG, 암모니아, 메탄올, 배터리 등 대체 연료 추진 혹은 ready 선박
자료: Clarksons, 삼성증권

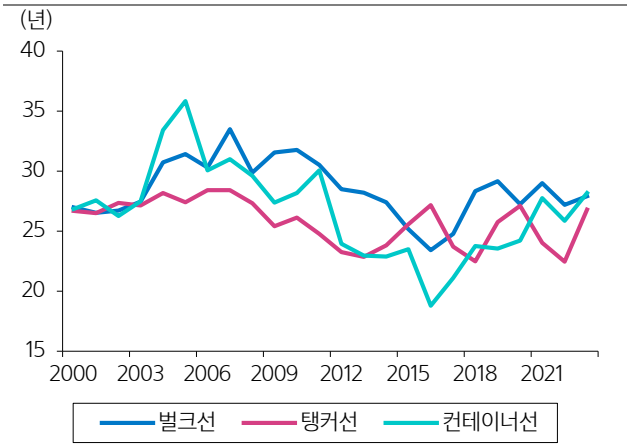
그림50. 컨테이너선 연도별 인도 예정 선박



자료: Clarksons, 삼성증권

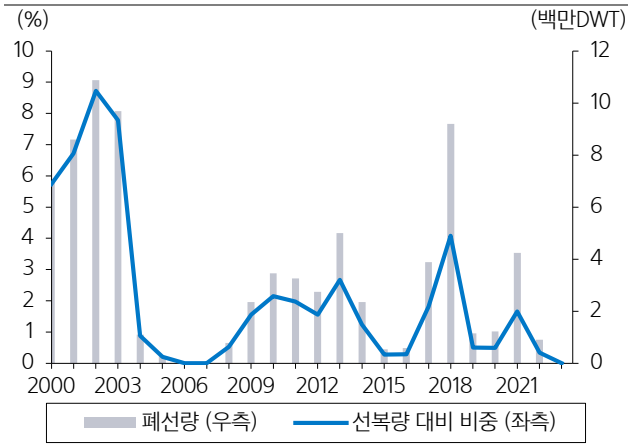
환경 규제 도입의 진의는 선박 수명 주기 패러다임 변화: 이번 규제의 핵심은 선박의 수명 주기가 물리적인 선령이 아닌 규제 대응 비용 대비 이익 관점으로 전환된다는 점이다. 기존의 NOx, SOx 등 환경 규제 강화는 선박의 내용 연수에 지대한 영향을 미치지는 않았으나, 온실가스 배출 규제 강화는 시행 후 선박의 수명 주기 내내 지속적으로 영향을 미치며 매년 기준이 강화된다. 따라서 선박의 지속적인 규제 준수 여부가 중요한데, 이미 열위 등급이 예상되는 선박이 매년 강화되는 규제를 통과하기란 쉽지 않을 것이다. 선주 입장에서도 미준수 선박에 대한 capex 투자와 폐선 사이에서 고민이 깊어질 수밖에 없는데, 향후 시황에 따라 비용 대비 실익이 변동되기 때문에 과감한 투자 결정에 나설 수 있을지도 미지수이다. 이에 따라 최근 다소 저조했던 폐선 활동이 재개될 것으로 기대되며, 규제 미준수 선박의 폐선 증가로 평균 폐선 선령 또한 낮아질 것으로 예상된다.

그림51. 선종별 평균 폐선 선령 추이



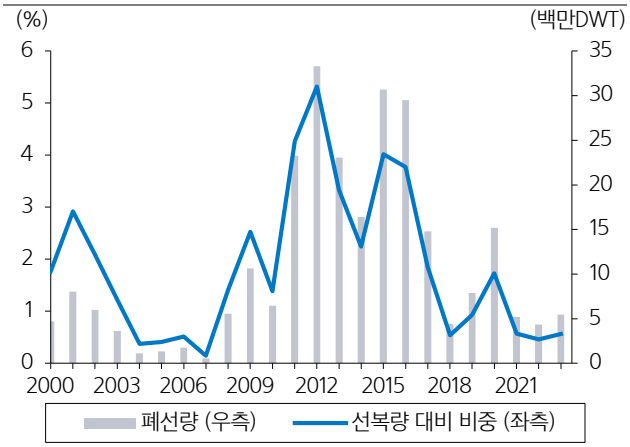
자료: Clarksons, 삼성증권

그림52. VLCC 패선량 추이



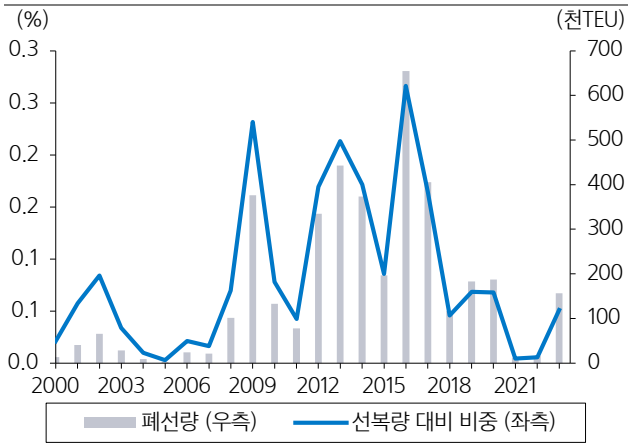
자료: Clarksons, 삼성증권

그림53. 벌크선 폐선량 추이



자료: Clarksons, 삼성증권

그림54. 컨테이너선 폐선량 추이



자료: Clarksons, 삼성증권

EU 자체적인 탄소 배출 규제 도입: IMO와 별개로, EU는 독자적인 선박 환경규제를 시행하고 있다. 참고로 EU의 온실가스 저감 목표는 2030년까지 1990년 대비 배출량을 최소 55% 감축한뒤 2050년에 탄소중립을 달성하는 것이다. 유럽 집행위원회는 2030년까지 온실가스 배출량을 55% 감축하기 위해 2021년 7월에 'Fit for 55'를 발표했으며, 해운산업은 해당 목표를 달성을 위한 규제의 대상 중 하나이다.

'Fit for 55' 입법안 패키지 중 해운업과 관련된 조치는 구체적으로 두 가지이다. 첫 번째는 해운산업을 배출권 거래제도(ETS)에 편입시키는 것이고, 두 번째는 해상운송 연료 규정 이니셔티브(이하 FuelEU Maritime)에 대한 규제를 적용하는 것이다. 해운업의 탄소배출권 거래제도 편입이 올해부터 시작되며, FuelEU Maritime은 2025년부터 적용된다.

해운 산업 ETS 편입의 원년: EU의 배출권 거래제도는 2005년부터 철강, 전기, 화학, 시멘트 등의 사업에 시행되어 왔고, 2021년부터 국제항공 분야로 확대되었으며, 2024년부터 해운업종에도 적용될 예정이다. EU 역외(EU출발 혹은 도착) 운항의 경우 항차 배출량의 50%, 역내 운항은 배출량의 100%가 적용된다. 제출해야 하는 배출권은 2024년부터 점진적으로 늘어나게 된다. 구체적으로 2025년에는 2024년 보고된 배출량의 40%, 2026년에는 2025년 배출량의 70%, 2027년에는 2026년 배출량 전체에 대해 배

출권을 구매해야 한다. 제출 의무를 위반하는 경우에는 배출량(tCO2eq) 톤당 100유로의 벌금이 부과되고, 미제출한 배출권도 차년도에 제출해야 한다. 2회 이상 배출권을 제출하지 않을 경우, EU회원국 항만 당국은 입항을 거부하게 된다.

추가적인 규제 강화도 예정되어 있는 상황: FuelEU Maritime은 선박 연료의 온실가스 집약도(GHG intensity)를 규제하여, 재생에너지 혹은 무탄소 에너지 사용을 장려하는 것이 핵심이다. 유럽에 입출항하는 총 톤수 5천톤 이상의 선박을 대상으로 하며, 역외 운항은 항차 에너지 사용량의 50%, 역내 운항은 사용량의 100%에 적용된다. 해당 규제는 2025년부터 단계적으로 적용된다. 연도별 기준이 되는 온실가스 집약도를 만족하지 못할 경우, 기준과 실제 사이의 차이 및 에너지 사용량을 고려하여 벌금을 납부해야 한다. 벌금을 납부하면 FuelEU 증서를 발급받게 되는데, 해당 증서를 2회 이상 제출하지 못할 경우 EU로의 입항이 금지된다. 더불어, EU는 컨테이너선과 여객선에 대해서는 2030년부터, EU 내에 2시간 이상 정박할 경우 육상 전력공급장치(On-shore power supply) 혹은 재생에너지 사용을 통한 오염물질 배출 제한(Zero-emission)을 강제할 예정이다. 그리고 정박 중 오염물질 배출 제한 규정을 충족하지 못하는 선박 역시 벌금을 납부(선내 설치 출력 x 정박시간 x 250유로)해야 한다.

표10. EEXI, CII, ETS 및 FuelEU Maritime

규제주체	IMO		EU	
규제명	EEDI/EEXI	CII	ETS	FuelEU maritime
규제대상	신조선+현존선		EU 입출항 선박(5천GT 이상)	
규제물질	CO_2	CO_2	CO_2, CH_4, N_2O, HFCS, PFCS, SF_6 6개 물질을 CO_2 등가물로 환산	CO_2, CH_4, N2O를 CO_2등가물로 환산
적용시점	EEDI는 현 적용 중, EEXI: 2023.01.01	2023	2022.01.01 (해운은 2024년)	2025.01.01
규제단위	설계상 단위 중량, 거리 당 CO_2배출량	실 운항 시 CO_2 배출량	운항 중 사용 연료의 배출량을 CO_2 등가물로 환산	
패널티	불만족 시 운항 불가	등급별 차등 적용	CO_2 1톤당 100유로, 항만 추방 및 기국 통보	2년 연속 불만족 시 EU입항 금지

자료: 한국조선해양 자료 인용

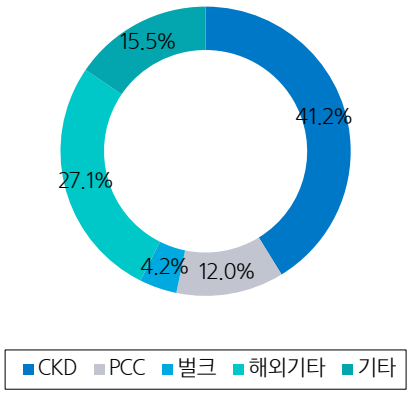
업황 개선에도 선택의 폭이 넓지 않은 국내 선사

차선책이 최선책이 될 수 있는 상황: 앞서 기술한 바와 같이 양대 운하 통행 차질 장기화와 환경 규제 강화로 구조적인 공급 조정이 기대된다. 이에 따라, 운임 상승으로 해운 업황이 개선될 것으로 전망된다. 이러한 호재에도 국내 해운업은 업계 내 대형 M&A가 진행 중에 있어 투자처 선택의 폭이 넓지 않은 상황이다. 이에, 현대글로비스와 대한해운이 차선책이 될 수 있다고 판단된다. 특히, 해상 운임 상승 시 해운 부문 및 포워딩 부문 실적 개선이 자명함에도 불구하고, 2024E 글로벌 peer 평균 P/E multiple 대비 40% 이상 디스카운트 거래되고 있는 현대글로비스에 주목할 필요가 있다. 한편 대한해운은 장기 운송계약을 바탕으로 한 정기선 사업이 주력이긴 하나, 해운 매출의 25%가 부정기선 영업(Spot 영업)에서 발생하고 있기 때문에 BDI 상승에 따른 수혜가 기대된다.

현대글로비스 (086280KS/ BUY/ TP: 290,000원): 나는 운송주다!

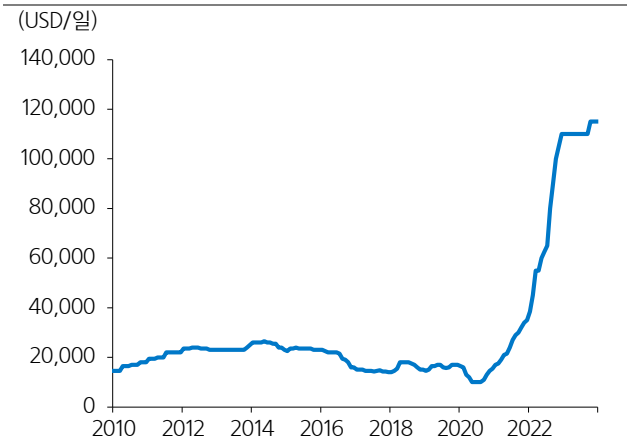
완성차해상운송 호황 지속 전망: 현대글로비스의 해운 부문 매출액은 전체 매출액의 약 16.2%를 차지하는데, 이 중 약 75%가 완성차(PCC) 해상운송 사업에서 창출되고 있다. PCC 업황은 2022년부터 앤데믹 기조 확산과 전기차 생산 증가 등에 기인한 견조한 수요로 호황이 이어지고 있다. 6,500CEU급(1CEU=차량 1대 적재 가능 공간) PCC의 일일 용선료가 2022년 하반기 $55,000/일을 돌파 후 사상 최고치 경신이 이어지고 있는 가운데, 최근 발생한 양대 운하 통행 차질의 영향으로 역사상 최대 호황이 이어질 것으로 전망된다. 2022년 기준 파나마 운하를 통과한 완성차가 전체 물동량의 14.5%를 차지했으며, 2019년 수에즈 운하 자료에 따르면 수에즈 운하를 통과한 물동량은 전체의 약 18%에 달했다. 전 세계 약 1/3의 완성차 교역량이 양대 운하를 통과해왔기에, 운하 통행 제한에 따른 톤마일 증가가 이미 선복 부족에 빠져 있는 PCC 운임의 고공행진을 지탱할 것으로 기대된다.

그림55. 현대글로비스 2023E 부문별 매출 비중



자료: 현대글로비스, 삼성증권 추정

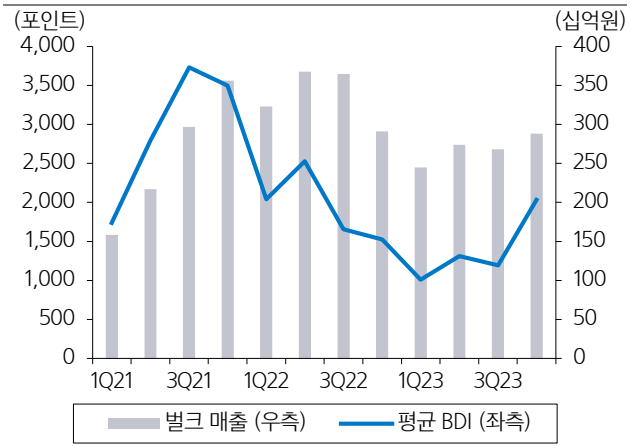
그림56. 6500CEU PCC선 일일용선료 추이



자료: Clarksons, 삼성증권

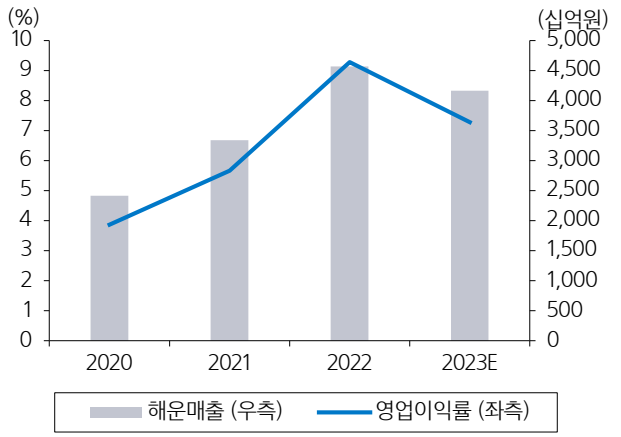
벌크 부문 수익성 개선 및 포워딩 부문 회복 전망: 동사는 사선 13척과 용선 6척을 통해 벌크선 사업을 영위하고 있는데, spot 매출 비중이 40% 수준으로 BDI 반등 시 매출 증가 및 수익성 개선이 기대된다. 평균 BDI가 각각 2,829포인트, 1,934포인트로 높았던 2021년과 2022년에 동사의 벌크 부문 매출은 전년대비 45%, 39% 급증세를 보였다. 그러나 2023년 평균 BDI가 1,378포인트로 내려 앉으면서 매출은 전년 대비 20% 감소한 1.1조원을 기록했고, 해운 부문 영업이익도 8.8% 감소한 4,167억원을 기록했다. 동기간 PCC 부분 매출은 4% 감소 수준에 그쳤는데, PCC에서 사상 최대 호황이 이어지고 있는 점을 감안하면 이익 감소의 대부분이 벌크 부문 때문으로 판단된다. BDI 반등에 따른 spot 매출 증가가 예상되며, 이에 따라 전체 해운 부문 수익성 개선이 기대된다.

그림57. 벌크 부문 매출 및 BDI 추이



자료: 현대글로비스, 블룸버그, 삼성증권 추정

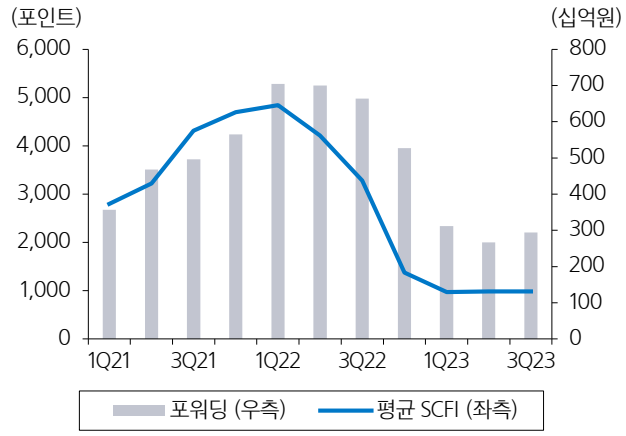
그림58. 해운 부문 매출 및 이익률 추이



자료: 현대글로비스, 삼성증권 추정

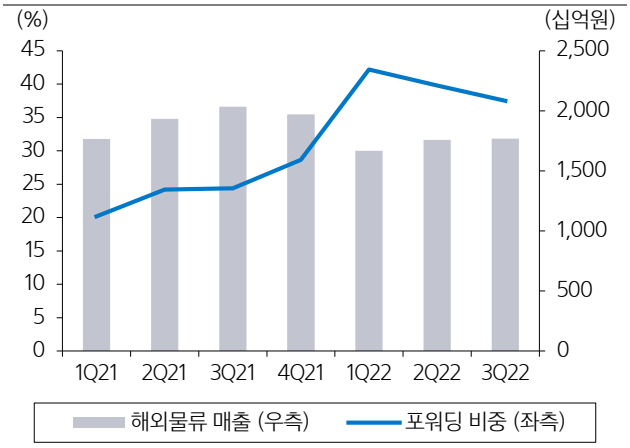
한편, 포워딩 매출 또한 회복될 것으로 예상되는데, 12월 29일 SCFI가 한 주 만에 40% 급등하며 1,760 포인트를 기록했기 때문이다. 동사는 연간 계약을 통해 컨테이너 slot을 확보한 후, 제3자 물류 서비스를 제공하기 때문에 컨테이너 스팟 운임이 상승할 시 수혜를 받는다. SCFI가 사상 최고치를 기록했던 2022년에 포워딩 매출이 약 2.6조원까지 늘어났으나, 이후 급격한 운임 하락으로 '23년 3분기 누적 기준 매출액이 약 8,700억 수준으로 전년 동기 대비 약 58% 급감했다. 최근 컨테이너 운임이 가파른 상승세를 보이고 운하 통행 차질이 단기간에 해소되기 어려울 것으로 판단되기에, 수혜가 예상된다.

그림59. 포워딩 매출 및 평균 SCFI 추이



자료: 현대글로비스, 상해거래소, 삼성증권

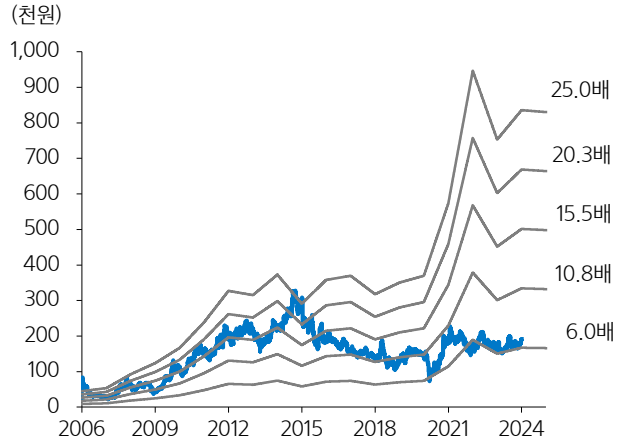
그림60. 포워딩 부문 매출 비중 추이



자료: 현대글로비스, 삼성증권

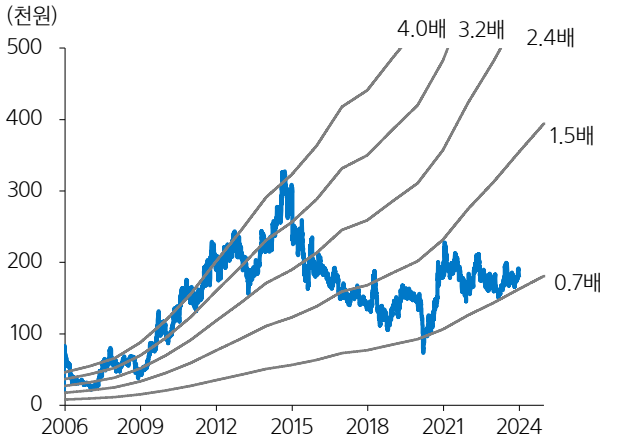
해상 운임 상승에 따른 multiple 재고 전망: 현재 동사의 주가는 2024E P/E 5.4배 수준에 거래되고 있는데, 글로벌 물류 peer 평균 14.3배는 물론 해운 peer 평균인 9.1배 대비로도 큰 폭의 디스카운트를 받고 있다. 물론, 사업의 영역의 대부분이 자동차 부품 운송, 완성차 해상 및 육상 운송에 집중되어 있다 보니 국내 완성차 제조업체 및 부품주의 밸류에이션에서 자유로울 수는 없다. 그러나 해운 및 포워딩 부문 매출이 전체 매출의 21% 수준을 차지하고, 매출의 41%를 차지하는 CKD 부문 또한 컨테이너 해상 운송을 통해 이루어지는 점을 감안하면, 역사적 저점 수준의 현재 밸류에이션은 과도하다고 판단된다. 환경규제 강화와 글로벌 해상 네트워크 병목 현상으로 인해 본격적인 운임 상승세가 나타나는 구간에서 선사로서의 매력이 부각될 것으로 기대되기에, 목표주가 29만원과 BUY 투자의견을 유지한다.

그림61. Forward P/E



자료: Quantiwise, 삼성증권 추정

그림62. Forward P/B



자료: Quantiwise, 삼성증권 추정

표11. Valuation summary

12월 31일 기준	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)*	증가율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)	순부채 (십억원)
2021	21,780	1,126	985	783	22,950	55.2	7.4	1.1	14.4	4.2	344
2022	26,982	1,799	1,597	1,193	37,878	65.0	4.8	1.0	18.8	3.1	1,019
2023E	25,748	1,627	1,517	1,133	30,127	-20.5	6.0	0.9	15.4	3.2	76
2024E	26,082	1,643	1,683	1,257	33,436	11.0	5.4	0.8	15.1	2.7	-830
2025E	26,779	1,680	1,672	1,249	33,213	-0.7	5.5	0.7	13.4	2.3	-1,654

참고: *일회성 항목 제외, 완전 희석됨
자료: 현대글로비스, 삼성증권 추정

표12. SOTP Valuation

(백만원)	2024 매출액	2024 영업이익	2024 순이익	P/E (배)	적정가치
사업가치					**10,928,632**
물류	8,936,703	770,631	585,523	9.1	5,328,261
해운	4,335,020	311,226	242,482	5.8	1,403,864
유통	12,810,585	561,014	429,000	9.8	4,196,507
주식 수 (천주)					37,500
적정 주가 (원)					**290,000**
현재 주가 (원)					181,900
상승 여력 (%)					59.4

자료: 삼성증권 추정

표13. 현대글로비스 실적 전망

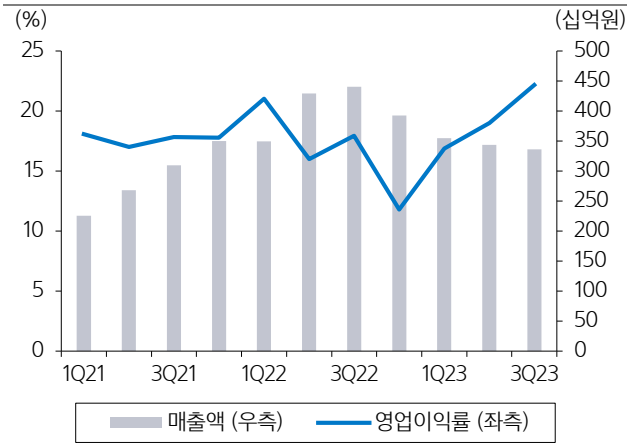
	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2022	2023E	2024E	2025E
환율												
원/달러 (기말)	1,215	1,299	1,431	1,266	1,302	1,300	1,290	1,270	1,266	1,270	1,170	1,150
(전년 대비, %)	7.7	14.9	20.9	6.5	7.1	0.1	-9.9	0.4	6.4	0.4	-7.9	-1.7
원/달러 (평균)	1,205	1,261	1,340	1,357	1,277	1,325	1,300	1,280	1,292	1,293	1,210	1,160
(전년 대비, %)	8.2	12.5	15.7	14.7	5.9	5.1	-3.0	-5.7	13.0	0.1	-6.4	-4.1
현대·기아차 판매 가정 (천대)												
내수	274	323	295	338	333	348	319	345	1,230	1,345	1,340	1,330
(전년대비, %)	-13.2	-7.4	5.6	6.4	21.7	7.7	7.9	2.1	-2.5	9.4	-0.4	-0.7
수출	466	492	514	561	591	566	494	591	1,942	2,230	2,300	2,400
(전년대비, %)	-6.3	0.7	12.0	11.7	26.9	15.1	-3.9	5.4	7.9	14.8	3.1	4.3
해외	849	868	928	873	915	934	942	958	3,518	3,749	4,115	4,518
(전년대비, %)	-4.8	2.0	21.9	3.7	7.8	7.6	1.5	9.8	5.2	6.6	9.8	9.8
실적전망 (십억원)												
총매출	6,293	6,863	7,015	6,813	6,301	6,534	6,330	6,583	26,985	25,748	26,082	26,779
물류	2,172	2,370	2,473	2,464	2,145	2,258	2,244	2,291	9,480	8,938	8,937	9,128
국내물류	407	437	438	491	476	500	476	509	1,774	1,961	1,977	1,988
해외물류	1,765	1,933	2,036	1,972	1,669	1,758	1,768	1,782	7,706	6,977	6,960	7,140
해운	1,055	1,114	1,245	1,158	1,009	1,053	1,036	1,069	4,571	4,167	4,335	4,390
자동차 운반선	732	746	880	867	764	779	768	781	3,225	3,092	3,225	3,233
벌크선	323	368	365	291	245	274	268	288	1,346	1,075	1,110	1,157
유통	3,066	3,379	3,297	3,192	3,147	3,224	3,050	3,223	12,934	12,644	12,811	13,261
CKD	2,466	2,662	2,662	2,667	2,650	2,690	2,572	2,704	10,457	10,616	10,722	11,109
중고차경매	191	212	206	190	171	180	182	187	799	719	740	762
기타 (상사 등)	409	505	430	335	327	354	296	333	1,679	1,309	1,349	1,389
영업이익	426	448	478	446	407	413	384	423	1,799	1,627	1,643	1,680
세전이익	371	428	346	452	357	391	349	420	1,597	1,517	1,683	1,672
순이익	292	305	236	360	284	291	246	312	1,193	1,133	1,257	1,249
(전년대비, %)												
총매출	24.3	25.5	29.8	16.6	0.1	-4.8	-9.8	-3.4	23.9	-4.6	1.3	2.7
물류	32.0	30.6	41.2	27.0	-1.3	-4.7	-9.3	-7.0	32.6	-5.7	-0.0	2.1
국내물류	1.3	1.9	14.8	18.4	16.9	14.4	8.8	3.6	9.0	10.6	0.8	0.6
해외물류	42.0	39.5	48.5	29.4	-5.4	-9.0	-13.2	-9.7	39.5	-9.5	-0.2	2.6
해운	66.1	46.0	36.4	12.2	-4.4	-5.5	-16.7	-7.7	36.8	-8.8	4.0	1.3
자동차 운반선	53.7	36.7	43.0	28.2	4.3	4.4	-12.7	-9.9	39.4	-4.1	4.3	0.3
벌크선	103.5	69.6	22.9	-18.3	-24.1	-25.5	-26.4	-1.0	30.9	-20.1	3.2	4.2
유통	10.1	16.9	20.3	11.1	2.6	-4.6	-7.5	1.0	14.6	-2.2	1.3	3.5
CKD	7.3	15.6	25.1	20.6	7.5	1.0	-3.4	1.4	17.0	1.5	1.0	3.6
중고차경매	14.5	17.0	15.3	-8.2	-10.8	-15.2	-11.6	-1.7	8.9	-10.0	3.0	3.0
기타 (상사 등)	27.8	24.5	-0.9	-26.2	-20.2	-29.9	-31.1	-0.7	4.0	-22.0	3.0	3.0
영업이익	103.7	62.0	51.8	37.1	-4.6	-8.0	-19.6	-5.0	59.7	-9.5	1.0	2.2
세전이익	120.6	58.5	34.9	55.7	-3.7	-8.8	0.9	-7.2	62.1	-5.0	11.0	-0.7
순이익	125.3	42.3	29.1	40.4	-2.8	-4.7	4.1	-13.2	52.3	-5.0	11.0	-0.7
(총매출 대비 비중, %)												
총매출	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
물류	34.5	34.5	35.3	36.2	34.0	34.6	35.5	34.8	35.1	34.7	34.3	34.1
국내물류	6.5	6.4	6.2	7.2	7.6	7.7	7.5	7.7	6.6	7.6	7.6	7.4
해외물류	28.0	28.2	29.0	29.0	26.5	26.9	27.9	27.1	28.6	27.1	26.7	26.7
해운	16.8	16.2	17.7	17.0	16.0	16.1	16.4	16.2	16.9	16.2	16.6	16.4
자동차 운반선	11.6	10.9	12.5	12.7	12.1	11.9	12.1	11.9	12.0	12.0	12.4	12.1
벌크선	5.1	5.4	5.2	4.3	3.9	4.2	4.2	4.4	5.0	4.2	4.3	4.3
유통	48.7	49.2	47.0	46.8	49.9	49.3	48.2	49.0	47.9	49.1	49.1	49.5
CKD	39.2	38.8	37.9	39.1	42.1	41.2	40.6	41.1	38.8	41.2	41.1	41.5
중고차경매	3.0	3.1	2.9	2.8	2.7	2.8	2.9	2.8	3.0	2.8	2.8	2.8
기타 (상사 등)	6.5	7.4	6.1	4.9	5.2	5.4	4.7	5.1	6.2	5.1	5.2	5.2
영업이익	6.8	6.5	6.8	6.5	6.5	6.3	6.1	6.4	6.7	6.3	6.3	6.3
세전이익	5.9	6.2	4.9	6.6	5.7	6.0	5.5	6.4	5.9	5.9	6.5	6.2
순이익	4.6	4.4	3.4	5.3	4.5	4.4	3.9	4.7	4.4	4.4	4.8	4.7

자료: 현대글로비스, 삼성증권 추정

대한해운 (005880KS/ BUY/ TP: 3,000원): 혼자 남겨질 일은 없다

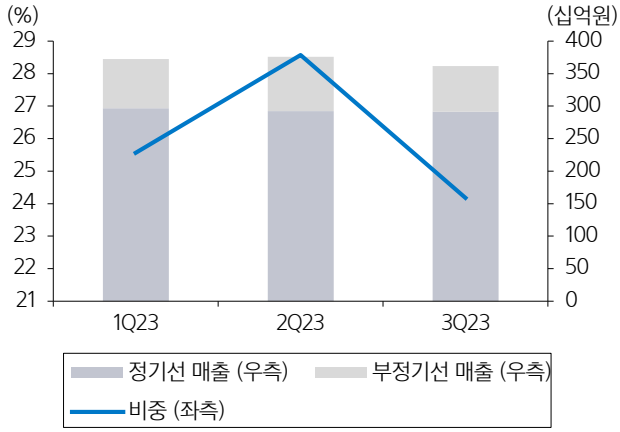
현 시점 벌크 선사 중 최선책: 동사는 정기선 중심의 사업구조로 인해 BDI 상승에 따른 수혜가 비교적 제한적이었다. 다만, 연결 종속 법인인 대한상선과 창명해운이 부정기선 영업에 집중하면서 spot 매출 비중이 전체 해운 매출의 25%까지 상승했다. 대한해운의 건화물선 5척(31만 DWT)과, 탱커선 3척(15만 DWT), 대한상선의 건화물선 8척(94만 DWT), 그리고 창명해운의 건화물선 7척(60만 DWT)과 탱커선 1척(31만 DWT), 총 드라이벌크 20척과 탱커선 4척이 spot 운임에 노출되어 있다. 향후 BDI 및 탱커선 시황 개선에 따라 부정기선 매출 비중이 더욱 증가할 것으로 기대된다. 또한 작년에 인도받은 17.4만 CBM급 LNG 캐리어 2척의 정기선 매출이 올해에 온기로 반영되면서 실적 개선세가 이어질 것으로 전망된다. 현재 동사 주가는 2024E P/B 0.38배 수준에 거래되고 있어 글로벌 peer 평균 0.88배 대비 50% 이상 디스카운트 거래되고 있다. 국내 peer 대비 BDI 상승에 따른 수혜가 작은 것은 사실이지만, 선대 확대에 따른 실적 개선이 이어지고 있고 벌크 운임 개선이 기대되는 시점에서 해당 디스카운트는 과도하다고 판단된다. 업계 내 대형 M&A가 진행되고 있어 국내 벌크선사 중 차선책인 동사에 대한 관심이 높아질 것으로 기대되기에 목표주가 3,000원과 BUY 투자의견을 유지한다.

그림61. 대한해운 매출액 및 영업이익률 추이



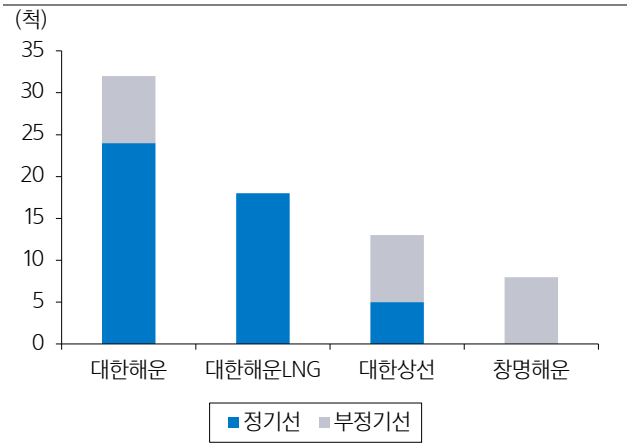
자료: 대한해운, 삼성증권

그림62. 해운 매출 대비 부정기선 매출 비중



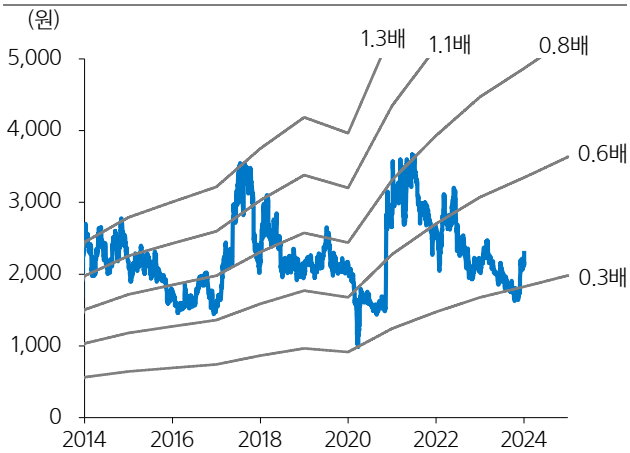
자료: 대한해운, 삼성증권

그림63. 선사별 선대 구성



자료: 대한해운, 삼성증권

그림64. Forward P/B



자료: Quantiwise, 삼성증권 추정

표14. 대한해운 실적 추이 및 전망

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2022	2023E	2024E	2025E
Assumption												
평균 BDI	2,041.1	2,529.7	1,654.8	1,522.9	1,010.7	1,312.8	1,193.8	2,033.1	1,937.1	1,387.6	2,349.0	2,664.5
(전년 대비, %)	17.4	-9.4	-55.7	-56.5	-50.5	-48.1	-27.9	33.5	-34.1	-28.4	69.3	13.4
(전분기 대비, %)	-41.6	23.9	-34.6	-8.0	-33.6	29.9	-9.1	70.3				
평균 원달러 환율	1,205.3	1,261.1	1,340.4	1,357.3	1,276.8	1,315.2	1,311.7	1,321.8	1,291.0	1,306.4	1,260.0	1,181.3
(전년 대비, %)	8.4	12.5	15.7	14.7	5.9	4.3	-2.1	-2.6	12.9	1.2	-3.6	-6.3
벙커 C유 (달러/톤)	565.8	683.8	479.2	407.5	426.1	464.2	539.7	475.2	534.1	476.3	503.5	495.2
(전년 대비, %)	50.5	71.8	7.6	-13.1	-24.7	-32.1	12.6	16.6	26.5	-10.8	5.7	-1.6
선대	58.0	58.0	59.0	59.0	68.0	69.0	71.0	71.0	59.0	63.0	63.0	63.0
벌크	28.0	28.0	28.0	28.0	25.0	25.0	25.0	25.0	26.0	23.0	23.0	23.0
비벌크	30.0	30.0	31.0	31.0	43.0	44.0	46.0	46.0	33.0	40.0	40.0	40.0
(십억원)												
매출	349.8	429.1	440.4	392.7	354.7	343.6	336.3	352.2	1,612.0	1,386.7	1,520.8	1,511.6
(전년 대비, %)	55.1	59.9	42.2	12.1	1.4	-19.9	-23.6	-10.3	39.7	-14.0	9.7	-0.6
벌크	188.6	234.3	239.1	186.8	151.6	151.1	148.5	153.3	848.8	604.4	705.4	726.1
(전년 대비, %)	84.4	76.9	34.0	-8.3	-19.6	-35.5	-37.9	-17.9	37.6	-28.8	16.7	2.9
LNG	64.3	70.7	94.2	97.7	91.5	83.4	83.7	95.4	326.9	354.0	387.9	357.8
(전년 대비, %)	61.1	100.9	120.1	68.2	42.3	18.0	-11.1	-2.3	85.7	8.3	9.6	-7.8
탱커	31.6	34.5	34.2	33.2	31.3	33.9	34.6	31.7	133.5	131.6	122.9	115.2
(전년 대비, %)	35.8	30.8	34.1	20.8	-0.7	-1.8	1.3	-4.7	30.1	-1.5	-6.6	-6.3
기타	65.4	89.5	72.8	75.1	80.3	75.2	69.5	71.8	302.8	296.7	304.5	312.5
영업이익	73.6	68.7	79.1	46.3	59.9	65.3	74.5	73.3	267.7	273.0	319.8	334.9
(전년 대비, %)	80.6	50.4	43.1	-25.6	-18.6	-5.0	-5.7	58.2	31.3	2.0	17.2	4.7
(영업이익률, %)	21.0	16.0	18.0	11.8	16.9	19.0	22.2	20.8	16.6	19.7	21.0	22.2

자료: 대한해운, 삼성증권 추정

표15. Valuation summary

12월 31일 기준	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	P/E (배)	순부채 (십억원)	EV/EBITDA (배)	P/B (배)	ROE (%)
2021	1,154	204	324	307	846	2,424.1	3.1	1,647	8.8	0.6	23.9
2022	1,612	268	185	172	494	-41.6	4.4	1,970	7.4	0.4	11.2
2023E	1,387	273	143	130	398	-19.5	5.8	1,870	7.7	0.4	7.8
2024E	1,521	320	169	154	482	21.3	4.8	1,769	6.3	0.38	8.5
2025E	1,512	335	179	162	509	5.6	4.5	2,122	5.6	0.3	8.2

참고: * 일회성 항목 제외, 완전 희석됨
자료: 대한해운, 삼성증권 추정

해운업에 국적은 없다

필요한 것은 업황에 대한 믿음뿐: 해운업에 국적은 없다. 운송은 지역 간 수급 불균형에서 꽃을 피우는 산업이다. 태생적으로 운송업은 물리적 거리가 먼 지역 간에 상품의 수요와 공급 간 불균형이 발생하면서 니즈가 생겨난 산업이다. 즉 운송에서 중요한 지역은 상품 수요가 높은 시장, 그 시장에 상품을 공급하는 원산지, 그리고 원자재를 공급하는 수출국이고 '선사'의 국적은 의미가 없다. 국내 최대 선사인 HMM도 Clarksons 기준 전체 66척의 선박 중 34척(51%)만이 한국에 등록되어 있으며, 나머지 선박은 마샬군도, 파나마, 라이베리아 등에 등록되어 있다. 게다가 선박은 등록된 국가 및 지역에서만 운항해야 하는 것도 아니다. 선박은 수요와 공급에 따라, 정해진 노선과 항차에 따라 운항할 뿐이다. 따라서 해운 업황의 개선은 전 세계 해운사가 보편적으로 누릴 수 있는 혜택이다. 2024년 환경 규제 강화와 양대 운하 통행 제한에 따른 강력한 운임 개선이 기대되는 만큼, 주식 투자도 국적 제한을 두지 않고 전 세계 선사에 두루 관심을 가질 필요가 있다. 이에 본 고에서는 해외 유수 해운 업체를 소개한다.

A.P. Moller-Maersk (MAERSKA/B DC, DP4A/B DR): 상장사 중 대장주

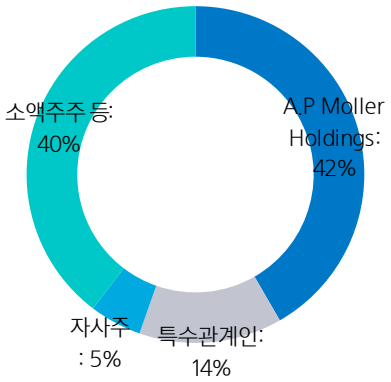
주식 투자가 가능한, 즉 상장사 중 최대 규모의 컨테이너선사는 A.P. Moller-Maersk이다. Maersk(이하 머스크)는 1904년 A.P. Moller가 아버지 Peter Moller Maersk의 도움을 받아 형제들과 함께 덴마크 코펜하겐에 설립한 회사이다. 2023년 12월 초 기준 컨테이너선 680척(4백만 TEU; 사선 46%, 용선 54%)을 운용 중인 전 세계 2위의 컨테이너선사로, 현재 덴마크, 독일, 스위스 등 유럽 주식시장에 상장되어 있다. 전체 주식 수의 약 60%는 지주사와 특수관계인(창업자 가족 등), 자사주로 구성되어 있으며, 자산운용사의 ETF 물량을 포함한 free float이 약 40%를 차지한다.

회사는 컨테이너 해상 운송 사업을 주축으로, 육상/항공 포워딩, 항만 및 터미널 운영, 예선(towage) 서비스까지 컨테이너 운반의 전 가치사슬에 걸쳐 서비스를 제공한다. 그러나 해운을 제외한 타 사업부들은 사실상 주력인 해운업을 보조하기 위해 존재한다. 2022년 연간 기준으로, 해운이 전체 매출의 76%, 전체 영업이익의 95%를 차지했다.

다른 컨테이너선사들과 마찬가지로, 회사의 실적은 전 세계 컨테이너선 해상운임에 의해 좌우된다. 2022년 3분기 이후 이어진 컨테이너선 운임 악화에 따라 회사의 매출과 영업이익이 지속적으로 감소했고, 특히 지난 3분기에는 해운 부문이 적자 전환했다. 전 항로에서 물동량은 전년 동기 대비(+5.0%), 연초 대비(1분기 대비 +16.2%) 모두 증가했으나, 운임이 크게 하락(-58.5% y-y) 하면서 실적이 악화된 것이다. 항로별로 살펴보면 특히 남-북 방향의 항로(미주, 아프리카, 아시아, 유럽 등)에서 운임 감소세가 두드러졌다(-65.2% y-y).

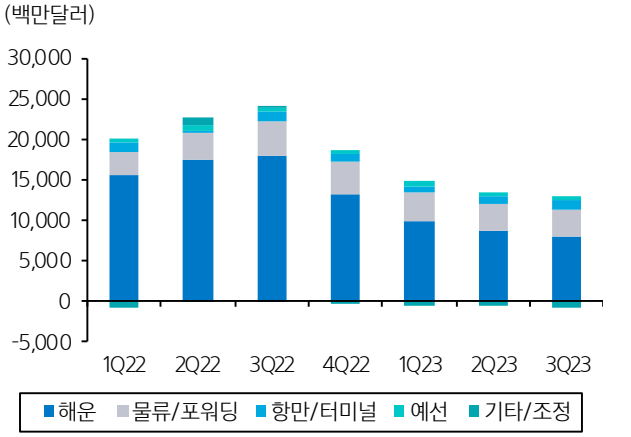
3분기 실적발표 당시만 하더라도, 회사는 향후 컨테이너선 공급 증가에 따른 시황 악화 추세가 지속될 것이라고 예측했다. 이에 당시 회사는 향후 실적 개선을 위해 1) capex 투자 감축 계획을 발표하고, 2) 영업이익률 가이던스를 당시(LTM 기준) 실제치인 20% 대비 크게 하향한 6%로 제시했다. 그러나 지정학적 분쟁과 가뭄 지속에 따른 컨테이너선 운임 상승 개선이 지속된다면, 회사의 실적과 더불어 capex 투자 등 영업 전략 전반에 변화가 생길 것으로 판단한다. 특히 1월 3일 회사가 홍해 및 아덴만을 통과하는 항로의 운항을 "별도의 안내가 있기 전까지(until further notice)" 전면 중단하기로 결정한 만큼, 공급 제약 상황과 운임 상승은 당분간 지속될 것으로 예상된다.

그림65. 머스크: 지배구조도



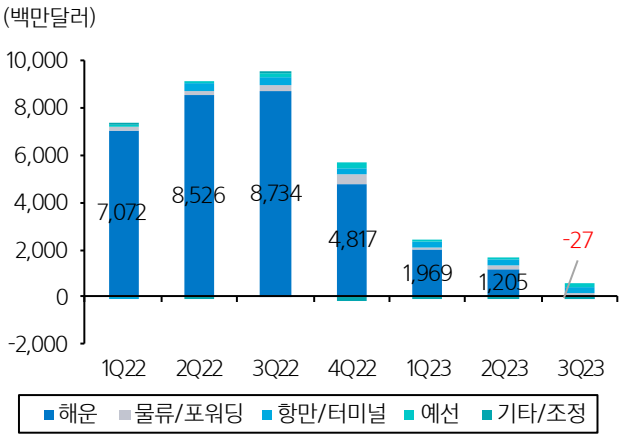
자료: A.P Moller-Maersk

그림66. 머스크: 부문별 매출 추이



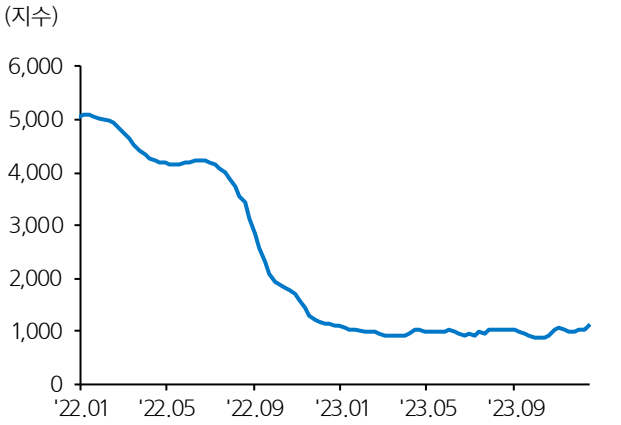
자료: A.P Moller-Maersk

그림67. 머스크: 부문별 영업이익 추이



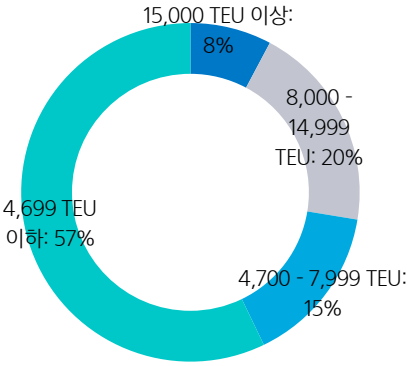
자료: A.P Moller-Maersk

그림68. SCFI 추이



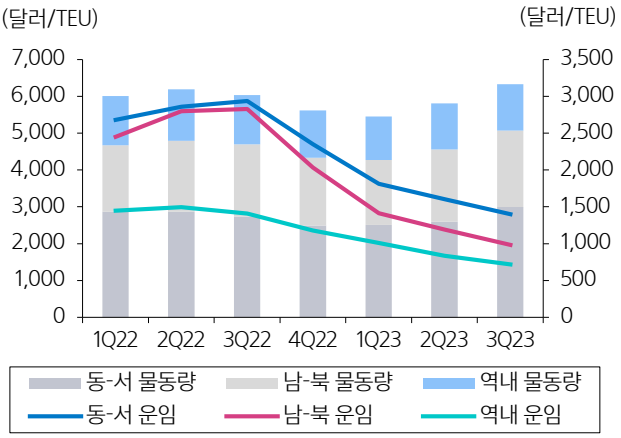
자료: Clarksons

그림69. 머스크: 선대 구성



자료: A.P Moller-Maersk

그림70. 머스크: 항로별 운임 및 물동량 추이

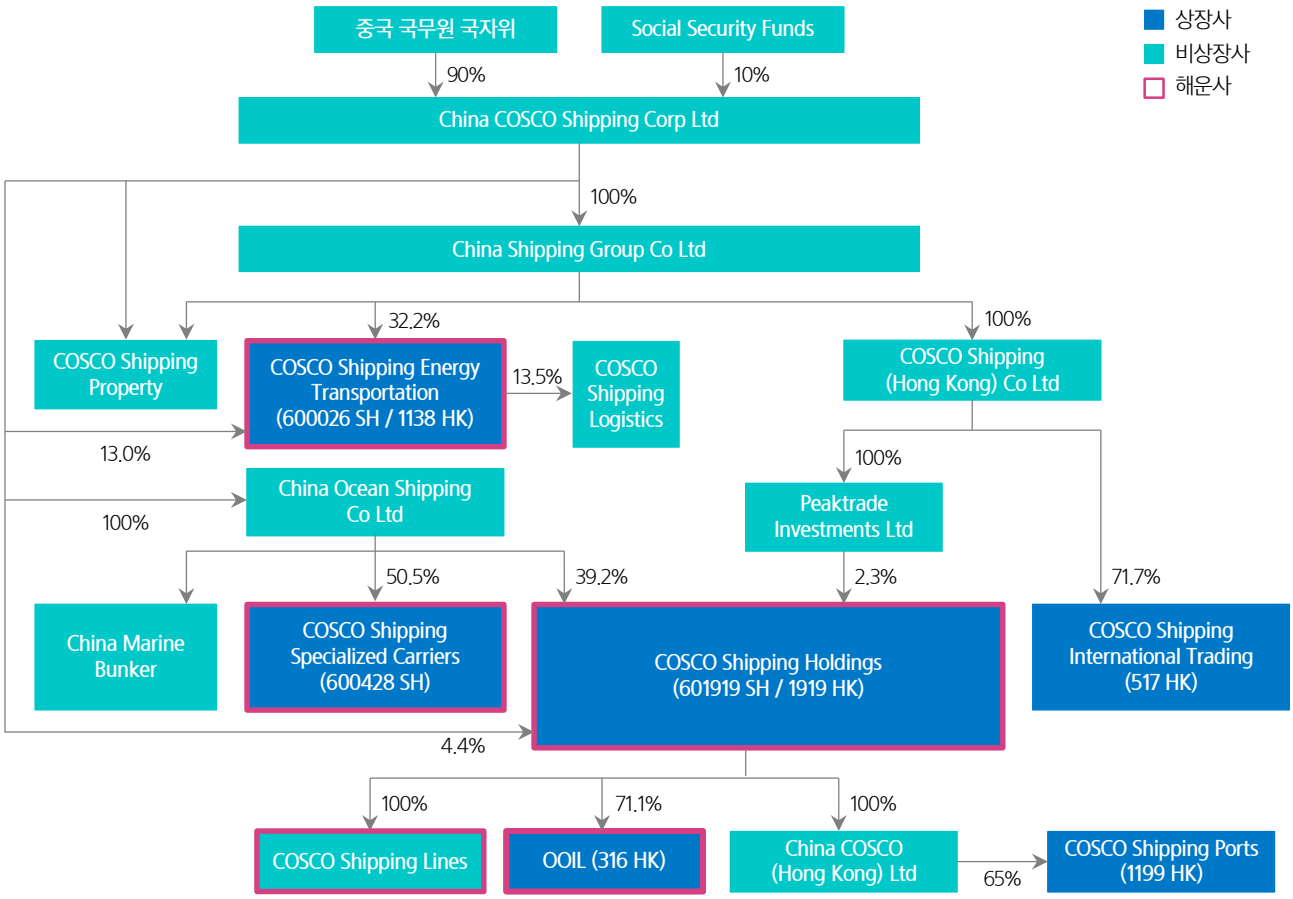


자료: A.P Moller-Maersk

COSCO Shipping Holdings (601919 SH / 1919 HK): 중국의 완성품 교역에 두루 투자하고 싶다면

China COSCO Shipping 그룹은 중국 정부의 국무원 국자위(国务院国资委) 및 사회보장기금이 출자한 국영 기업집단으로, 해운, 조선, 무역, 선박금융, 연구소 등 다양한 사업을 영위한다. 그룹 내 해운사 중 상장사는 **COSCO Shipping Holdings** (1919 HK), **COSCO Shipping Energy Transportation** (1138 HK), **COSCO Shipping Specialized Carriers** (600428 SH), **OOIL** (316 HK; Oriental Overseas International Limited)의 4개사로, 각각 지주사, 유조선・LNG선사, 벌크・ro-ro선사, 컨테이너선사이다. 이 중 OOIL과 더불어, 그룹의 주력 컨테이너선사인 비상장사 COSCO Shipping Lines(그룹 전체 3Q23 컨테이너선 매출의 69% 차지)도 상장 지주사인 COSCO Shipping Holdings의 자회사이다. 즉, 그룹의 컨테이너선 사업 전반에 투자하고 싶다면 COSCO Shipping Holdings(이하 COSCO해운)가 적절한 종목이다.

그림71. China COSCO 그룹의 해운 사업 지배구조도



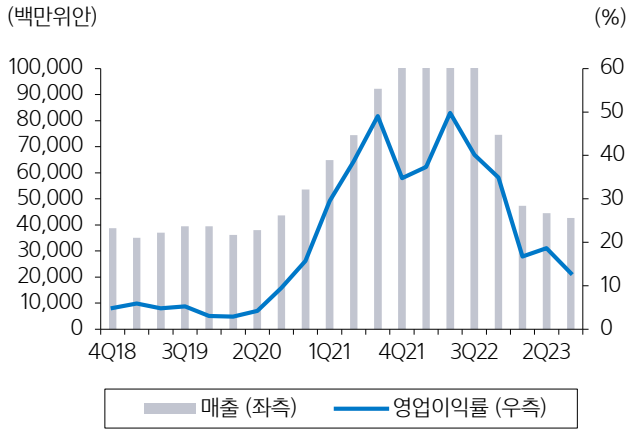
참고: A shares와 H shares를 모두 포함하여 계산된 지분율
자료: 홍콩증권거래소, 각 사, 삼성증권 추정

COSCO해운 매출의 약 96%(2023년 1-3Q 누계 기준)은 컨테이너 해운 사업이 차지하며, 나머지 4%는 주력 사업을 지원하기 위한 항만/터미널 등 사업에서 나온다. 항로별로 컨테이너선 매출을 나누어보면, 아시아 역내 항로 28%, 태평양 횡단 항로 26%, 아시아-유럽 항로 22%, 대서양 횡단 항로 및 기타 해외 항로가 17%를 차지한다. 다른 대형 글로벌 해운사와 달리, 중국 역내 운송 매출이 7%를 차지하는

것이 특징이다. 다만, 중국 역내 항로의 운임은 해외 항로의 35%(2023년 1-3Q 누계 기준)밖에 되지 않을 정도로 낮은 편이다.

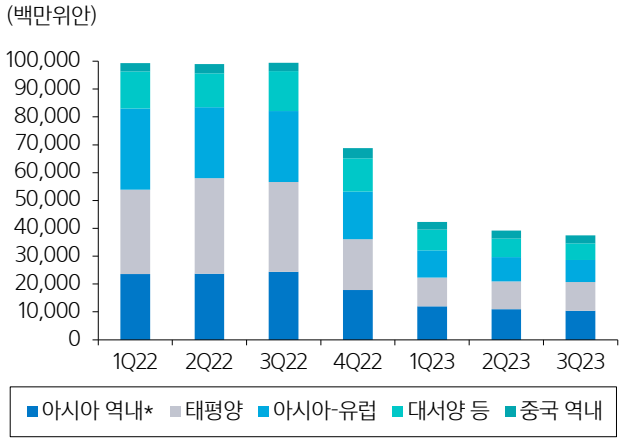
COSCO해운의 매출과 영업이익은 2022년 3분기 이후 급격히 감소했다. 물동량은 작년 3분기의 수준을 유지하거나, 항로에 따라 되려 2022년 3분기 대비 증가한 경우도 있었다. 그러나 다른 컨테이너선사들과 마찬가지로, 글로벌 컨테이너선 해상운임 하락에 따라 실적이 악화된 것이다. 회사의 전체 항로 평균 3Q23 운임은 전년 동기 대비 62% 하락했다. 운임 하락세는 특히 태평양 횡단 항로와 아시아-유럽 항로에서 두드러지게 나타났는데, 두 항로의 3Q23 평균 운임은 전년 동기 대비 68% 감소했고, 합산 매출은 전년 동기 대비 무려 69% 감소했다. 다만, 유럽 선사 대비 태평양 노선에서 강정을 가지고 있어 수에즈 우회에 따른 수혜는 물론 파나마 통행 제한에 따른 수혜가 기대되는 부분이다.

그림72. COSCO해운: 매출 및 영업이익률 추이



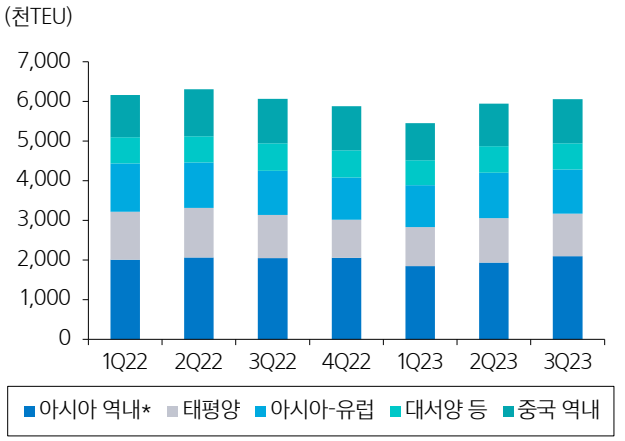
자료: COSCO Shipping Holdings

그림73. COSCO해운: 컨테이너선 항로별 매출 추이



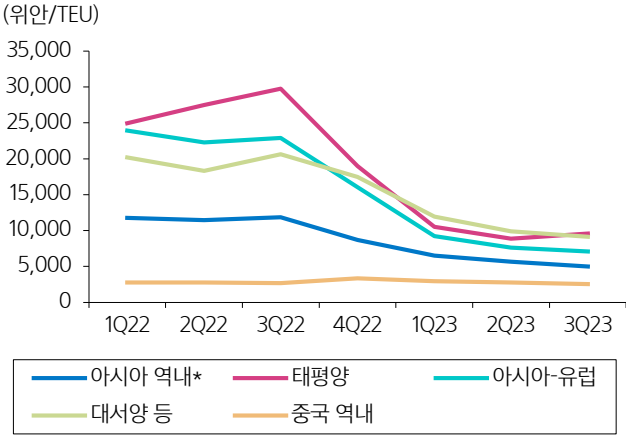
참고: * 중국 역내 물량 제외
자료: COSCO Shipping Holdings

그림74. COSCO해운: 컨테이너선 항로별 물동량 추이



참고: * 중국 역내 물량 제외
자료: COSCO Shipping Holdings

그림75. COSCO해운: 컨테이너선 항로별 운임 추이



참고: * 중국 역내 물량 제외
자료: COSCO Shipping Holdings, 삼성증권

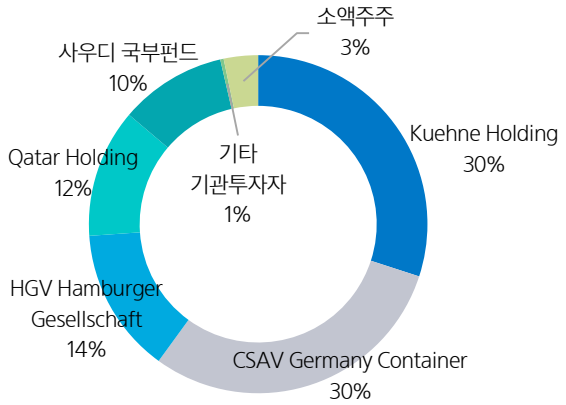
Hapag-Lloyd (HLAG DE): 중남미 컨테이너 운송의 1인자

Hapag-Lloyd(이하 하파그로이드)는 1847년에 독일 함부르크에 세워진 컨테이너선사로, 화물과 승객을 독일에서 미국 뉴욕까지 운송해주면서 사업이 시작되었다. 5대 주주들이 전체 주식의 96%를 보유하고 있으며, 기관 투자자 물량을 포함한 free float 물량은 4%밖에 되지 않는다. 1대 주주는 독일의 물류 사업가 Klaus-Michael Kuehne와 그가 대주주로 있는 Kuehne Holding으로, 2008년부터 장기 투자 목적으로 하파그로이드의 지분을 매입 후 보유 중이다. 2대 주주는 칠레의 해운사 CSAV(Compania Sud Americana de Vapores SA; VAPORES CI Equity)으로, 2014년에 CSAV의 컨테이너선 부문과 하파그로이드가 합병을 하면서 주주가 되었다. 3~5대 주주는 순서대로 함부르크시(市), 카타르 국부펀드, 사우디 국부펀드이다. 참고로 2017년 하파그로이드가 범 아랍 공영 해운사 UASC(United Arab Shipping Company)와 합병하면서, UASC의 기존 주주인 카타르 및 사우디 국부펀드가 하파그로이드의 지분을 보유하게 되었다.

회사의 매출을 항로별로 살펴보면, 중남미 역내(25%)가 가장 많고, 대서양 횡단 항로(21%), 태평양 횡단 항로(16%), 극동 항로(15%), 중동(7%) 등으로 구성되어 있다(2023년 1-3분기 누계 기준). 앞서 소개한 해운사들과 마찬가지로 3Q22 이후 운임 하락에 따라 매출 및 영업이익이 크게 감소했는데, 2023년 3분기의 전 항로 평균 운임은 전년 동기 대비 무려 60% 감소했다. 운임 감소세는 특히 아시아 역내 항로(3Q23 기준 전년 동기 대비 -70%), 태평양 항로(전년 동기 대비 -67%), 극동 항로(전년 동기 대비 -67%)에서 두드러졌다. 그 결과, 2022년 1분기 한때 53%에 달하던 영업이익률은 2023년 3분기 기준 5%로 급락했다.

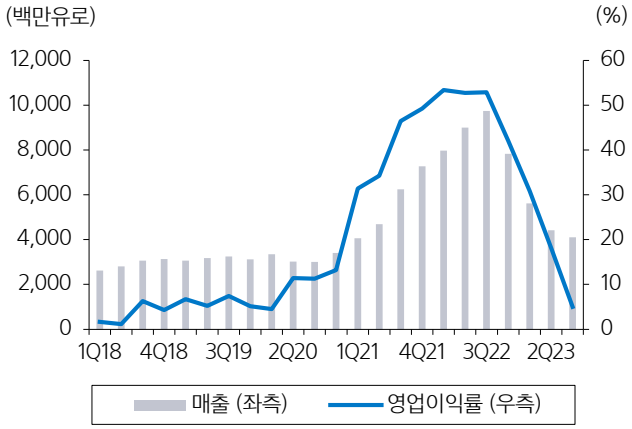
지난 8월에 하파그로이드는 주력 시장인 중남미 시장에서의 지위를 강화하고자 CSAV의 자회사였던 물류회사 Sociedad Matriz SAAM(SMSAAM CI Equity)의 터미널 부문을 인수했다. 그 결과 회사는 미국 플로리다, 칠레, 멕시코, 콜롬비아, 에콰도르 및 코스타리카에 터미널을 보유하게 되었다. 아직 회사의 매출 구성은 컨테이너선 해운 99%, 터미널 1%이지만, 중남미 사업 확대를 염두에 두고 터미널 사업 부문을 인수한 만큼 향후 터미널 매출 비중이 확대될 것으로 기대된다. 터미널 부문은 영업이익률이 20% 정도로 높고 영업이익의 변동성도 작은 사업이기에, 향후 회사의 실적에 긍정적으로 작용할 전망이다.

그림76. 하파그로이드: 주주 구성



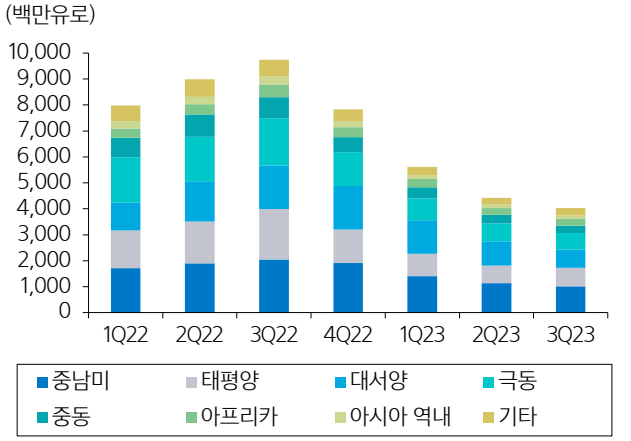
자료: Hapag-Lloyd

그림77. 하파그로이드: 매출 및 영업이익률 추이



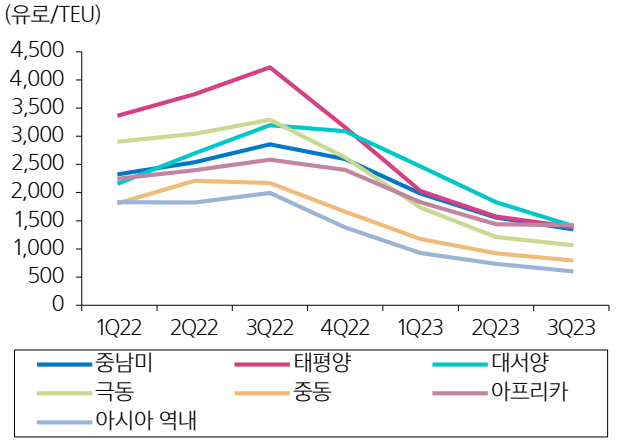
자료: Hapag-Lloyd

그림78. 하파그로이드: 항로별 매출 추이



자료: Hapag-Lloyd

그림79. 하파그로이드: 항로별 운임 추이



자료: Hapag-Lloyd, 삼성증권

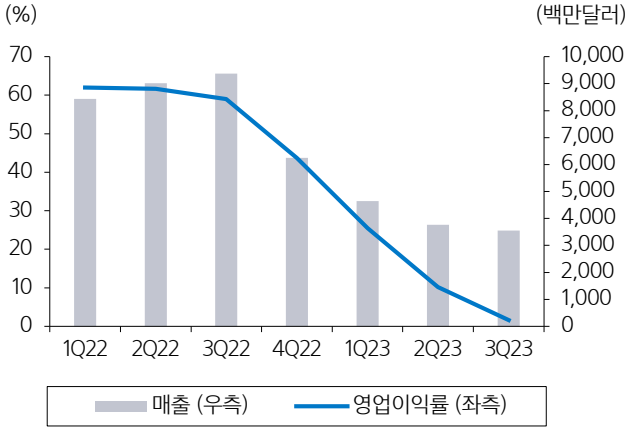
일본 해운 3사와 컨테이너선 합작사 ONE

전 세계 컨테이너선 선대 6위를 차지하는 해운사 **ONE**(Ocean Network Express)는 2017년, 일본 소재 해운 3사인 Mitsui OSK, NYK Line, K Line의 **컨테이너선** 부문이 합병하여 탄생한 조인트벤처(JV)이다. 2017년 4월에 해운 3사가 THE Alliance에 가입하면서, 국가 차원에서 컨테이너선 사업 경쟁력 강화를 위해 그 해 7월 설립했다. 지분은 NYK Line이 38%, Mitsui OSK와 K Line이 각 31%씩 보유하고 있다. 3사는 컨테이너선 외에도 벌크선, 유조선, 자동차 운반선 등 다양한 사업을 각자 영위하지만, 컨테이너선 부문은 ONE으로 통합되어 운영되고 있는 것이다.

ONE은 앞서 소개한 유럽, 중국 해운사들과 달리 아시아-유럽 혹은 아시아-북미, 즉 아시아를 거치는 항로만을 운항한다. 매출과 영업이익은 컨테이너선 운임에 따라 좌우되며, 운임 강세이던 한 때 62.0%에 육박하던 경상이익률은 지난 3분기 기준 1.6%으로 급격히 하락했다. 다만 같은 시기 물동량 자체는 오히려 전년 동기 대비 +9%, 그리고 연초 대비 +23% 증가했다. (*참고로, 일본 회사들의 회계 연도는 한국과 다르나, 본 고에 기술된 모든 회계 연도는 독자 편의를 위해 한국 기준으로 조정되었다.*)

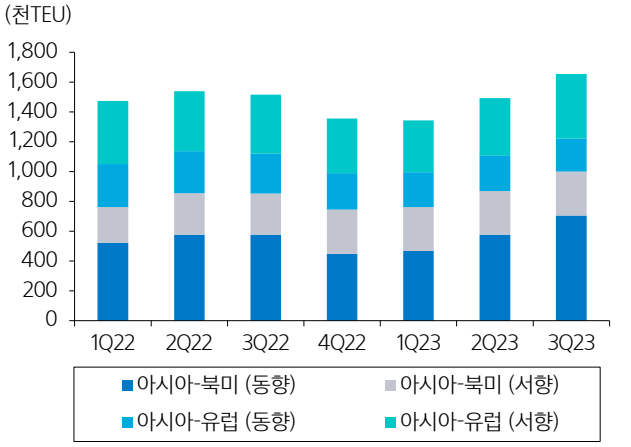
지난 3분기 실적 발표 당시 회사는 향후 2024년 1분기까지 운임 약세가 지속될 것으로 예상했다. 이에 따라 4Q23 및 1Q24 합산 기준(회사의 회계 연도 기준으로는 2H23)으로 영업적자를 시현할 것이라는 부정적인 가이던스를 제시했다. 수요는 인플레이션과 고금리 영향으로 회복이 더딘 반면, 공급은 컨테이너선 대량 인도로 과잉이 당분간 지속될 것이라는 예측이 그 근거였다. 따라서 수요에 새로운 모멘텀이 부재하더라도, 수에즈・파나마 운하 이슈로 인한 운임 상승 덕에 ONE의 향후 실적은 회사가 제시한 가이던스 대비 양호할 것으로 기대된다.

그림80. ONE: 매출 및 경상이익 추이



자료: ONE

그림81. ONE: 항로별 물동량 구성



자료: ONE

NYK Line (9101 JP): 일본 해운 3형제의 큰 형님

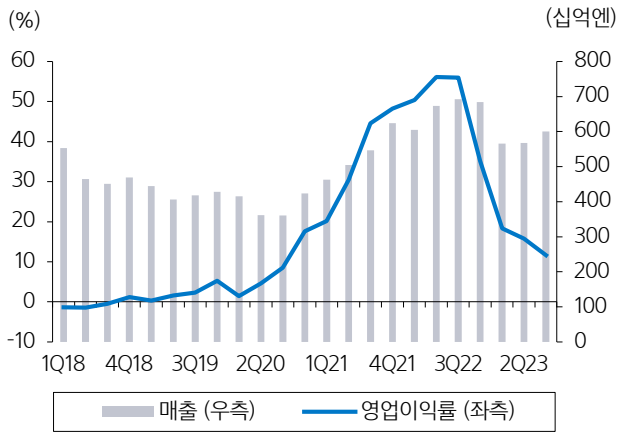
ONE의 최대 주주인 **NYK Line**(9101 JP; Nippon Yusen Kabushiki Kaisha)은 1885년 설립되어, 58척의 선대로 사업을 시작했다. 최초의 항로는 일본 나가사키-중국 톈진 간 정기 항로였고, 1896년에 영국에 지점을 오픈하면서 유럽, 미주 및 오세아니아 항로의 운항이 시작되었다.

NYK Line의 주력 선종은 벌크선으로, 선대의 50%를 차지한다. 회사가 공개하는 벌크선 '부문'은 2023년 1-3분기 누계 기준으로 매출의 51%, 경상이익의 51%를 창출했는데, 해당 부문에는 순수 벌크선 뿐만 아니라 자동차선, 유조선, 가스선, 해양설비까지 포함되어 있다. 이들 선종까지 포함 시 벌크선 부문 전체에서 운용되는 선대는 전체의 92%를 차지한다.

그러나 실질적으로 회사의 이익과 이익률을 결정하는 것은 컨테이너선 사업이다. ONE으로 통합 운영되는 컨테이너선은 전체 선대의 7%, 매출의 9%(2023년 1-3분기 누계)에 불과하다. 하지만 4Q13부터 2Q23까지 40개 분기의 전체 경상이익에 대해, 컨테이너선의 경상이익은 무려 98.8%의 설명력(R^2)을 갖는다. 이에 비해 벌크선 부문의 경상이익은 68.3%의 설명력을 가질 뿐이다. 같은 기준으로 전체 영업이익률에 대해서도, 컨테이너선의 경상이익은 97.8%의 설명력을 갖지만 벌크선 부문은 64.4%를 설명할 뿐이다. 최근의 경상이익 중 비중을 보더라도, 2023년 1-3분기 누계로 컨테이너선은 전체 경상이익의 40%를 차지했다. 운임 초강세이던 2022년 연간 기준으로는 전체 경상이익의 73%를 차지했다. 참고로, 회사의 2022년 연간 경상이익률은 49%에 육박했다.

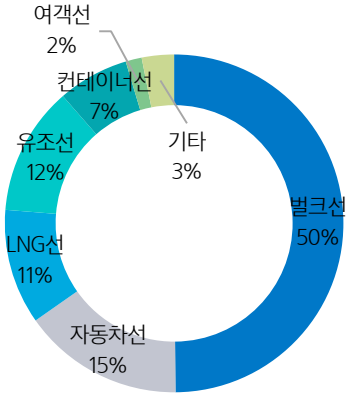
NYK Line은 다양한 선종을 운항하기 때문에, 주가가 특정 선종의 시황에 의해 전적으로 결정되지 않는다. 컨테이너선은 이익 설명력이 크고, 벌크선은 선대의 절반을 차지하지만, 정작 최근의 SCFI 및 BDI 하락 구간에 회사의 주가는 오히려 상승했다. 이 시기 회사의 주가는 자동차선 운임 상승세와 동행했다. NYK Line 투자 시 여러 선종의 시황을 두루 고려해야하는 이유이다.

그림82. NYK Line: 매출 및 경상이익률 추이



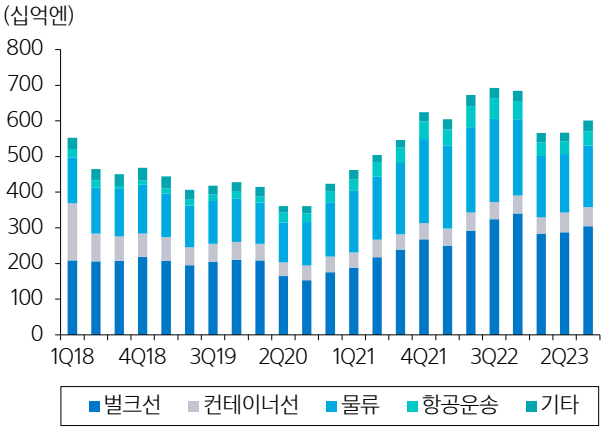
자료: NYK Line

그림83. NYK Line: 선대 구성



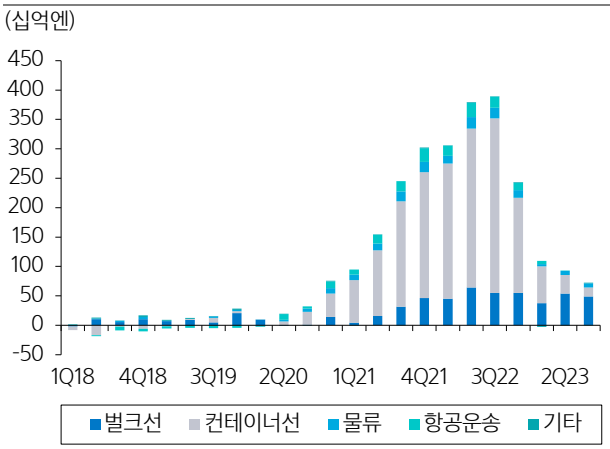
참고: 3Q23 말 기준, 척수 기준
자료: Mitsui OSK

그림84. NYK Line: 부문별 매출 추이



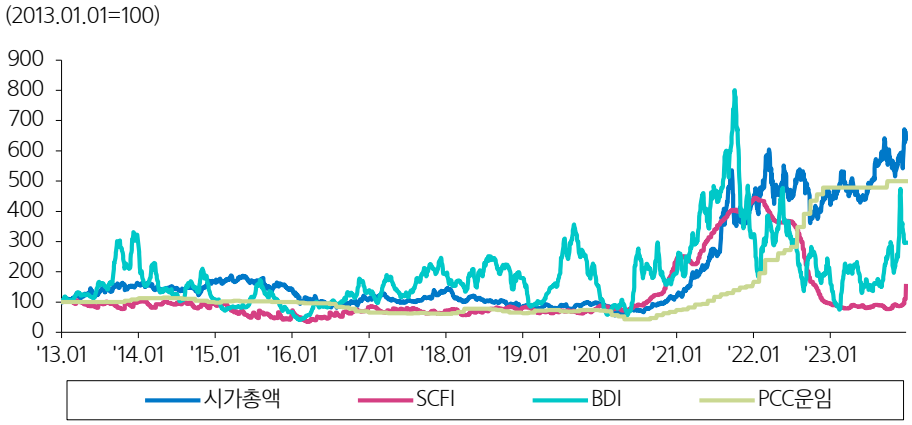
자료: NYK Line

그림85. NYK Line: 부문별 경상이익 추이



자료: NYK Line

그림86. NYK Line: 주가 vs 운임 추이



자료: NYK Line

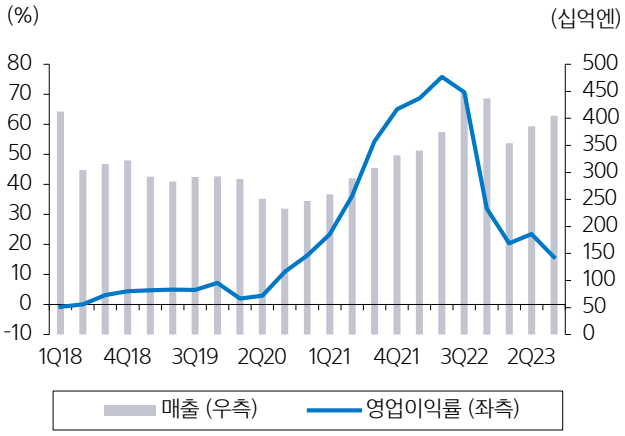
Mitsui OSK (9104 JP): 다분화된 사업 포트폴리오

ONE의 지분 31%를 보유한 **Mitsui OSK**(9104 JP; 이하 미쓰이OSK)는 1884년 설립된 OSK(Osaka Shosen Kaisha)와 1942년 설립된 Mitsui Line이 1964년에 합병되면서 탄생한 기업이다. 일본에서 중국 상하이로 석탄을 운반한 것이 사업의 시작이었고, 회사는 1980년대에 이미 벌크선, 여객선, 자동차 운반선, 가스 운반선 등 다분화된 사업 포트폴리오를 구축했다.

지난 3분기 기준, 미쓰이OSK의 매출은 자동차 운반선 및 터미널(34%), 유조선・가스선・해양설비(28%), 벌크선(23%) 등으로 구성되어 있다. 그러나 각 선종의 매출 및 경상이익 비중은 각 선종의 시황에 따라 운임에 따라 크게 달라진다. 1Q22 컨테이너 호황 당시 전체 경상이익 중 컨테이너선의 비중은 무려 93.7%에 육박했으나, 지난 3분기에는 14.9%에 불과할 정도로 크게 하락했다. 선종별 경상이익률 역시 시황에 따라 변동성이 큰 편인데, 그 중 유조선・가스선・해양설비 부문은 적자 시현 없이 꾸준히 이익을 내고 있는 알짜 사업부이다.

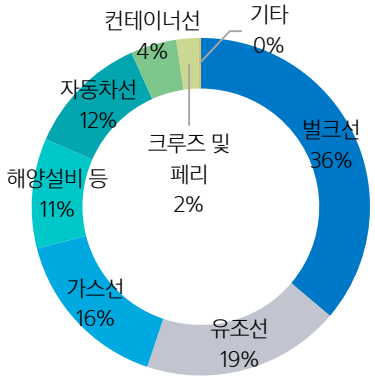
미쓰이OSK 지분 중 free float의 비중은 97.5%로, 주주 대부분이 기관 투자자 및 소액주주이다. 블랙록이 9%, 일본 공적연금이 8% 보유 중이며, 5대 주주의 합산 지분은 30% 정도이다.

그림87. 미쓰이OSK: 매출 및 경상이익 추이



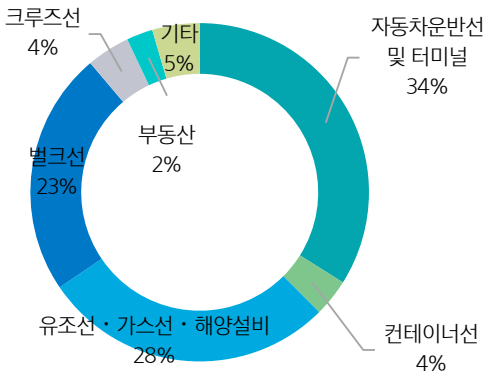
자료: Mitsui OSK

그림88. 미쓰이OSK: 선대 구성



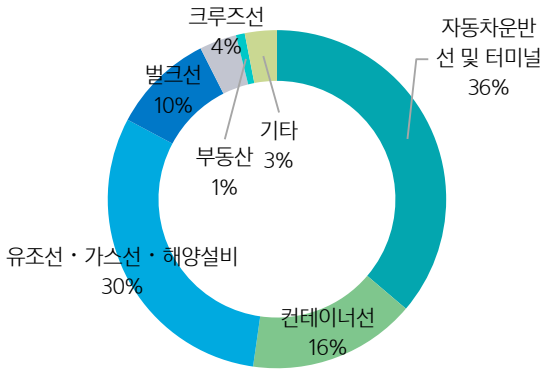
참고: 3Q23 말 기준, 척수 기준
자료: Mitsui OSK

그림89. 미쓰이OSK: 매출 구성



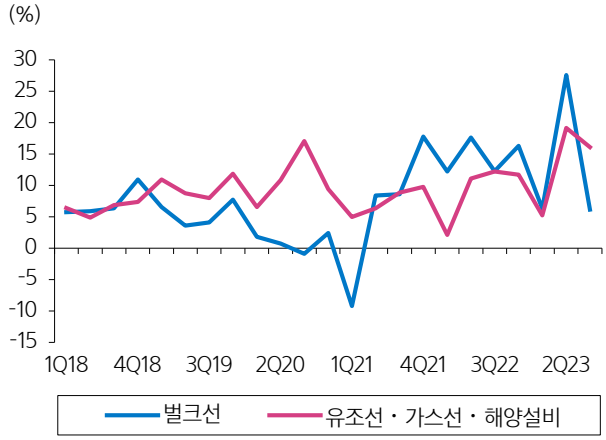
참고: 3Q23 기준, 자료: Mitsui OSK

그림90. 미쓰이OSK: 경상이익 구성



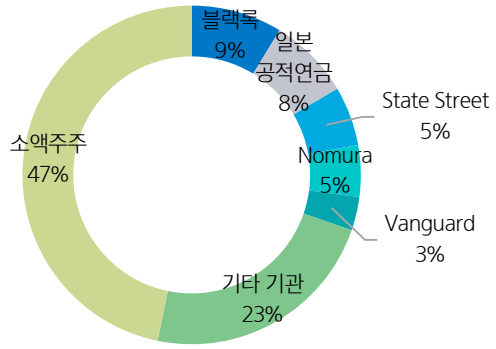
참고: 3Q23 기준, 자료: Mitsui OSK

그림91. 미쓰이OSK: 부문별 경상이익률 추이



자료: Mitsui OSK

그림92. 미쓰이OSK: 주주 구성



자료: Bloomberg

K Line (9107 JP): 현재도 미래도 자동차선!

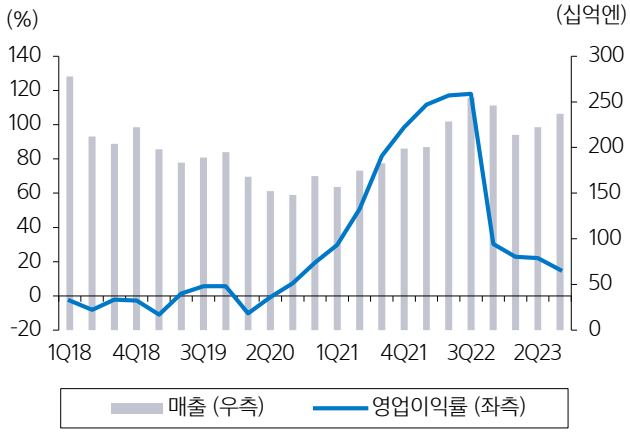
마지막으로, ONE의 지분을 31% 보유한 **K Line** (9107 JP; Kawasaki Kisen Kaisha, 이하 가와사키기선)은 1919년 가와사키조선소(現 Kawasaki Heavy Industries의 전신)의 회장에 의해 설립되었다. 제1차 세계대전 당시 급증하는 선박 수요에 대비하여 가와사키조선소에서는 수주에 앞서 규격화된 재고 선박(stock boat)를 미리 제조해두었다. 그러나 전쟁 종료 후 수요가 정상화되자, 쌓인 재고를 효율적으로 처리하기 위해 해당 선박을 이용한 해운 사업을 시작한 것이다. 이후 1960년대 일본 산업화 과정에서 원자재 수입을 위해 유조선과 드라이 벌크 사업을 본격화했고, '70년대에는 자동차가 일본의 대표 수출 산업이 되면서 자동차선 사업을 확장해 나갔다.

각 사업부문의 매출 비중을 살펴보면, 자동차선 및 물류 포워딩이 51.6%로 가장 높고, 뒤이어 벌크선이 30.0%, 유조선・가스선・해양설비 등 에너지 운송 부문이 11.1%, 컨테이너선이 6.1%를 차지했다(2023년 1-3분기 누계 기준). 그러나 운임 강세 덕에 경상이익에서의 비중은 컨테이너선이 58.9%로 가장 높았고, 자동차선 및 물류 포워딩이 41%로 그 뒤를 이었다. 벌크선은 경상이익률이 2023년 1-3분기 누계 기준으로 0.7%에 불과했기에, 매출과 선대에서의 비중은 높음에도 이익 기여도가 높지 않았다. 앞서 소개한 다른 두 일본 해운사와 마찬가지로, 컨테이너선 운임이 초강세이던 2022년에는 전체 경상이익 중 컨테이너선의 비중이 무려 89.2%에 달했다. 그 덕에 2022년 연간 기준으로 회사의 전체 경상이익률은 무려 93.2%에 육박했다.

가와사키기선은 중장기(2022-2026년) 경영전략에서 향후 성장 동력으로 자동차선, 석탄・철광석 운반선, LNG선을 제시했고, 드라이벌크와 터미널 사업부문은 수익성 개선을 최우선 과제로 수립했다. 이에 따라 중장기 capex 투자 예산(5년간 6,300억엔) 중 가장 많은 비중인 32%를 자동차선에, 25%는 LNG선에, 19%를 석탄・철광석 운반선에 배정했다.

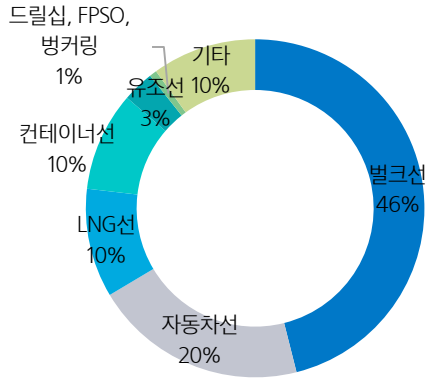
가와사키기선의 1대 주주는 지분 38%를 보유한 싱가포르 소재 행동주의 헤지펀드 Effissimo Capital Management로, 2015년부터 회사의 지분을 매입하여 보유 중이다. 메릴린치, JP모간, 씨티, 골드만삭스 등 외국계 금융기관도 5% 이상 지분을 보유하고 있으며, 일본 공적연금의 지분은 6% 정도이다.

그림93. 가와사키기선: 매출 및 경상이익 추이



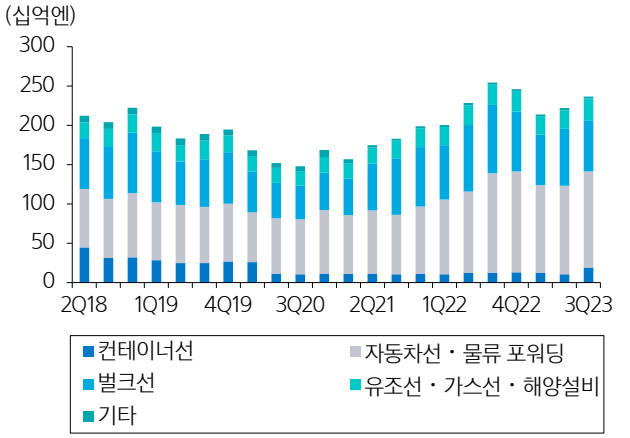
자료: K Line

그림94. 가와사키기선: 선대 구성



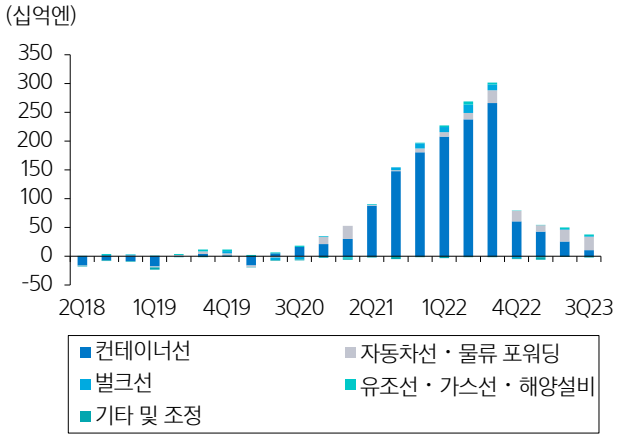
참고: 3Q23 기준, 척수 기준
자료: K Line

그림95. 가와사키기선: 부문별 매출 추이



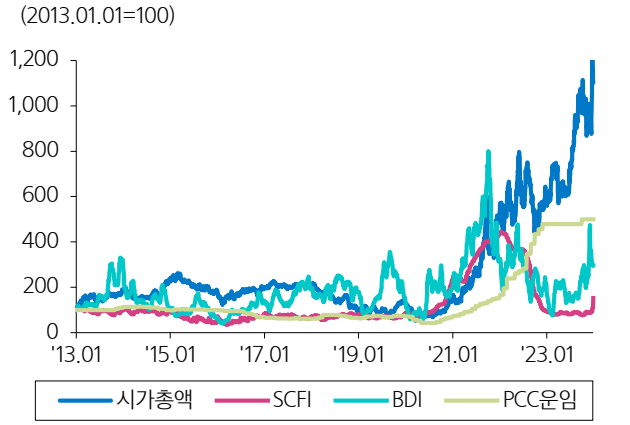
자료: K Line

그림96. 가와사키기선: 부문별 경상이익 추이



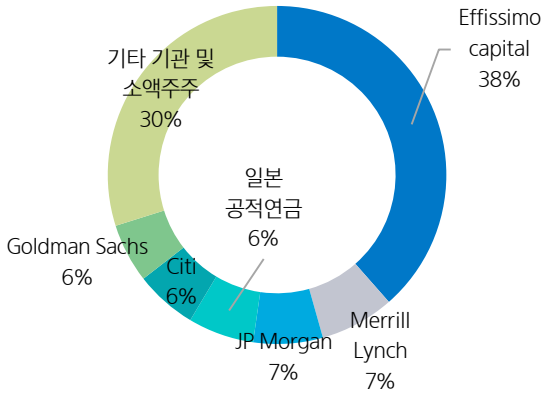
참고: 3Q23 기준, 척수 기준
자료: K Line

그림97. 가와사키기선: 주가 vs 운임 추이



자료: Clarksons, Bloomberg

그림98. 가와사키기선: 주주 구성



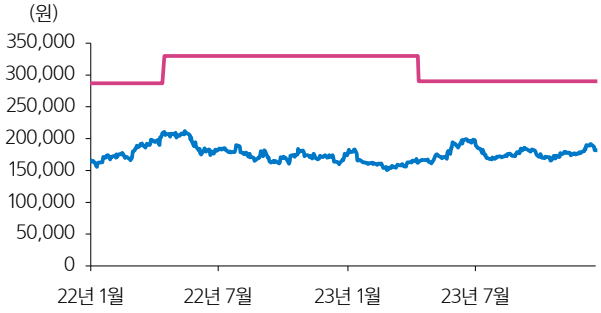
자료: Bloomberg

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2024년 1월 4일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2024년 1월 4일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이

현대글로비스



대한해운

최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

현대글로비스

일 자	2021/7/5	2022/5/2	2023/4/28
투자의견	BUY	BUY	BUY
TP (원)	287000	330000	290000
괴리율 (평균)	-38.06	-47.14	
괴리율 (최대or최소)	-26.48	-35.76	

대한해운

일 자	2021/10/21	2022/10/21	2023/6/22	12/28
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	4000	4000	3500	3000
괴리율 (평균)	-35.83	-46.79	-46.83	
괴리율 (최대or최소)	-19.88	-38.13	-36.71	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

* 2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
HOLD (중립)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT(비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
NEUTRAL(중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
UNDERWEIGHT(비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2023.12.31

매수(79.9%)·중립(20.1%)·매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

Member of
Dow Jones
Sustainability Indices
Powered by the S&P Global CSA