



운송

비중확대 (유지)

1Q24 Preview: 혼돈 속에 피어난 실적

 **신한투자증권**
기업분석부

명지운 선임연구원
☎ 02-3772-2661
✉ jiunmyoung@shinhan.com



신한 리서치
투자정보

1Q24 Preview

중동 갈등의 장기화

수에즈 운하 통행량 감소
→ 운임 높은 수준 유지

이스라엘-하마스 전쟁이 장기화됐다. 예멘의 후티 반군은 하마스를 지지하기 위해 홍해를 통과하는 선박을 공격하고 있다. 홍해는 수에즈 운하로 가는 길목이다. 많은 선박이 피해를 입자 해운사는 홍해를 지나지 않고 수에즈 운하를 우회하여 아프리카 항로를 이용하기 시작했다.

1분기 평균 수에즈 운하 통행량은 컨테이너선 19.1만TEU(YoY -83%, 이하 YoY), 벌크선 770만DWT(-26%)를 기록했다. 수에즈 항로보다 아프리카 항로가 약 10일이 더 걸린다. 선박 공급이 타이트해지면서 운임 지수도 반등했다. 1분기 평균 SCFI는 2,010p(+107%), BDI 1,815p(+80%)로 상승하며 해운사 실적에 대한 기대감을 만들었다.

이스라엘-이란까지 충돌하며 중동은 불안한 정세를 이어나갈 전망이다. 살짝 조정을 거치는 중이지만 해운 운임은 4월에도 높은 수준을 유지하고 있다. 컨테이너선의 미국 노선 1년 계약 갱신은 5월 경이다. 높은 운임 덕분에 유리한 환경에서 운임 협상을 할 수 있다. 공급이 제한적인 가운데 벌크선의 성수기가 다가오면서 업황 반등에 대한 가능성이 높아진다.

고유가, 고회율 데자뷰

낮은 환율 민감도, 유가는
운임으로 전가
→해운주 선호

1분기 평균 원/달러 환율은 1,330원(YoY +4%), WTI는 77달러/배럴(YoY +1%)이다. 작년 4분기의 하락세를 되돌렸다. 유가, 환율이 높은 환경에서 해운주를 선호한다. 환율 민감도가 운송 섹터 내에서 상대적으로 낮다. 또한 유가 상승은 시차를 두고 운임으로 전가할 수 있다.

실적으로 우려 일부 해소

최선호주: 팬오션

팬오션이 최선호주다. 통상 1분기는 벌크 운송의 비수기임에도 불구하고 BDI 상승이 가팔랐다. 업황 개선에 대한 희망이 보인다. 중국 및 신흥국의 벌크 물동량 증가로 수요가 늘어난다. 반면 낮은 수주잔고 및 신조선 인도로 공급이 수요 증가를 따라가지 못한다.

하지만 BDI 상승에도 동사의 주가는 오름세를 보이지 못했다. 두 가지 우려 때문이다. 작년 하반기에는 BDI가 더 높았지만 좋은 실적을 내지 못한 점, HMM 인수를 위해 쌓아뒀던 현금을 어디에 쓸 지에 대한 걱정이다.

적어도 실적에 대한 우려는 1분기 호실적으로 해소할 수 있다. 동사는 올해 업황 상승을 예상하며 선대를 적극적으로 확대하고 있다. 이제 BDI 상승은 그대로 동사의 실적 향상으로 이어진다. 작년 하반기와는 다르다.

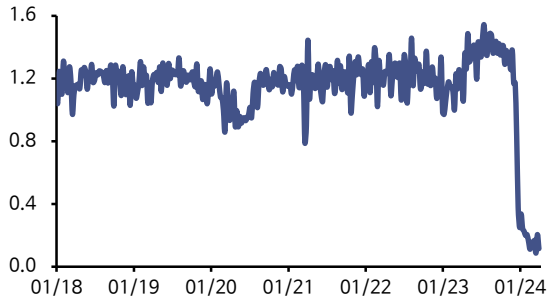
커버리지 운송 3사 실적 추이 및 전망

(십억원, %)		1Q24F	4Q23	QoQ	1Q23	YoY	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F
팬오션 (028670)	매출액	1,077.4	1,028.2	4.8	996.4	8.1	1,077.4	1,184.2	1,184.2	1,250.6	4,361.0	4,650.9
	영업이익	124.6	68.7	81.6	112.6	10.7	124.6	118.4	112.9	123.3	385.8	470.4
	세전이익	112.4	18.1	520.9	113.4	(0.8)	112.4	85.2	62.0	44.3	248.5	265.3
	순이익	112.1	15.5	625.6	113.2	(0.9)	112.1	85.1	61.5	37.7	245.0	263.1
	영업이익률	11.6	6.7	-	11.3	-	11.6	10.0	9.5	9.9	8.8	10.1
HMM (011200)	매출액	2,715.2	2,062.8	31.6	2,081.6	30.4	2,715.2	2,669.7	2,440.1	2,319.1	8,401.0	10,144.1
	영업이익	632.4	42.3	1,395.1	306.4	106.4	632.4	498.2	226.3	122.1	584.7	1,479.0
	세전이익	728.2	280.4	159.7	299.7	142.9	728.2	571.7	235.2	73.8	1,054.3	1,608.9
	순이익	654.0	263.0	148.7	285.4	129.1	654.0	505.7	205.7	66.3	968.6	1,431.8
	영업이익률	23.3	2.1	-	14.7	-	23.3	18.7	9.3	5.3	7.0	14.6
C대한통운 (000120)	매출액	2,877.1	3,060.6	(6.0)	2,807.8	2.5	2,877.1	3,059.1	3,031.3	3,155.0	11,767.9	12,122.4
	영업이익	115.4	144.0	(19.8)	99.0	16.6	115.4	136.2	150.8	142.0	480.2	544.5
	세전이익	96.4	99.6	(3.1)	65.9	46.4	96.4	118.2	148.8	20.6	325.0	384.0
	순이익	65.3	74.2	(11.9)	44.6	46.4	65.3	80.1	100.8	14.0	224.8	260.2
	영업이익률	4.0	4.7	-	3.5	-	4.0	4.5	5.0	4.5	4.1	4.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

컨테이너선 수에즈 운하 통행량

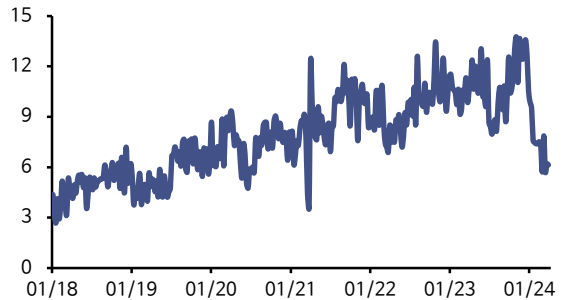
(백만TEU)



자료: Clarksons, 신한투자증권

벌크선 수에즈 운하 통행량

(백만DWT)



자료: Clarksons, 신한투자증권

팬오션(투자 의견: 매수/목표주가: 7,000원)

올해는 다르다

1Q24 매출 1조 774억원(YoY +8%, 이하 YoY), 영업이익 1,246억원(+11%)을 예상한다. 1Q24 BDI는 1,815p로 전년 대비 80% 증가했다. 동사는 BDI 상승에 발맞춰 선대 규모를 키웠다. 작년 말 약 230척에서 올 1분기에는 270척 이상으로 늘렸다. 아직은 1년 이하 용선으로 선대를 키우고 있지만 업황을 지켜보며 점차 1년 이상 용선도 늘릴 것으로 기대한다.

목표주가는 7,000원으로 하향(-5%), 투자 의견 '매수'를 유지한다. 환경 규제 CII에 대한 기대감이 낮아지면서 실적 눈높이를 소폭 낮췄다. 다만 업황 회복에 대한 가능성은 높아진다. 벌크선 수급이 해운사에게 유리한 국면이다. 중국 및 신흥국의 벌크 물동량 증가로 수요가 늘어난다. 반면 낮은 수주잔고 및 신조선 인도로 공급이 수요 증가를 따라가지 못한다.

팬오션 2024년 1분기 영업실적 추정

	1Q24F	4Q23	QoQ(%)	1Q23	YoY(%)	컨센서스
매출액(십억원)	1,077.4	1,028.2	4.8	996.4	8.1	1,074.3
영업이익	124.6	68.7	81.6	112.6	10.7	88.1
세전이익	112.4	18.1	520.9	113.4	(0.8)	81.4
순이익	112.1	15.5	625.6	113.2	(0.9)	76.4
영업이익률 (%)	11.6	6.7	-	11.3	-	8.2
세전이익률	10.4	1.8	-	11.4	-	7.6
순이익률	10.4	1.5	-	11.4	-	7.1

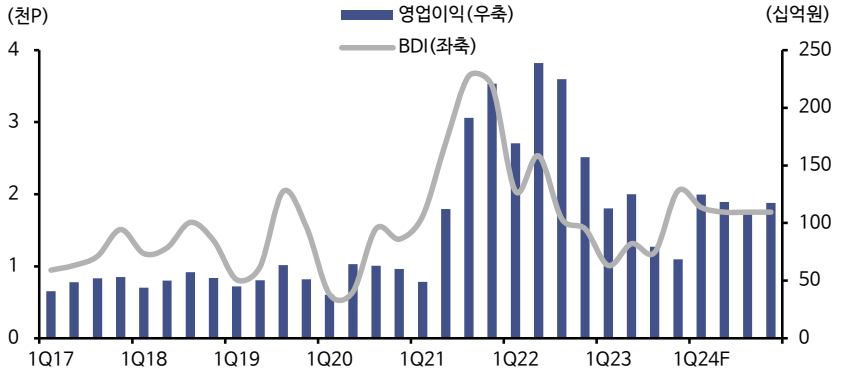
자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

팬오션 영업실적 추이 및 전망

		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2021	2022	2023	2024F	2025F
(십억원, %)														
BDI (p)		1,011	1,313	1,194	2,045	1,815	1,750	1,812	1,848	3,017	1,949	1,379	1,806	1,900
HSFO 380cst BC (3.5%) (달러/톤)		419	457	536	466	429	442	433	424	416	479	470	432	404
매출액(십억원)		996	1,225	1,112	1,028	1,077	1,184	1,184	1,251	4,616	6,420	4,361	4,696	5,124
영업이익		113	125	79	69	125	118	113	123	573	790	386	479	568
세전이익		113	92	25	18	112	85	62	44	550	688	248	304	259
순이익		113	92	25	15	112	85	62	38	549	677	245	296	265
영업이익률(%)		11.3	10.2	7.1	6.7	10.4	7.2	5.2	3.5	12.4	12.3	8.8	10.2	11.1
세전이익률		11.4	7.5	2.2	1.8	10.4	7.2	5.2	3.0	11.9	10.7	5.7	6.5	5.0
순이익률		11.4	7.5	2.2	1.5	8.1	(3.3)	6.5	21.6	11.9	10.5	5.6	5.3	5.2
매출액 증가율	YoY	(30.8)	(28.9)	(39.5)	(27.6)	4.8	9.9	0.0	5.6	84.9	39.1	(32.1)	6.5	10.2
	QoQ	(29.9)	22.9	(9.2)	(7.5)	10.7	(5.3)	42.1	79.6	-	-	-	-	-
영업이익 증가율	YoY	(33.4)	(47.6)	(64.6)	(56.3)	81.6	(5.0)	(4.6)	9.2	154.4	37.8	(51.1)	24.2	20.7
	QoQ	(28.4)	11.0	(36.4)	(13.6)	10.4	7.2	5.2	3.5	-	-	-	-	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

BDI(분기 평균), 팬오션 영업이익 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

팬오션 PBR Valuation - 목표주가 7,000원

목표주가 (원)	7,000	글로벌 Peer 평균 PBR 0.83을 10% 할인; 글로벌 Peer 대비 상대적으로 작은 선대 규모 반영
Target PBR (배)	0.75	
현재주가 (원)	4,125	2024-25년 평균 BPS 적용
상승여력 (%)	69.7	
선행 BPS (원)	9,521	

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

팬오션 장기화물운송계약(CVC) 수행 현황

화주	선박 (척)	잔여기간 (년)	IMO Sox 규제 대응	비고
Vale	16	14.9	Scrubber 설치	400K8척, 325K6척, 208K2척
Suzano	10	12.5	VLSFO	57K5척, 62K5척
발전자회사	6	6.1	2척 Scrubber 설치 & 4척 VLSFO	남부 3척, 남동/중부/동서 각 1척
포스코	4	5.2	2척 Scrubber 설치 & 2척 VLSFO	
현대제철	2	8.4	VLSFO	
합계	38			

자료: 회사 자료, 신한투자증권 / 주: 2023년말 기준

팬오션 도입 예정 LNG선 현황

크기	척	인도 예정 시점	비고
174K CBM	4	2024. 8, 8, 10, 11	Shell 대선 계약 7년 (옵선 3+3)
	2	2024. 12 & 2025. 11	KGL 대선 계약 12년 (옵선 4+4)
	3	2024. 11 & 2025. 3, 5	KGL 대선 계약 15년 (옵선 5+5)
합계	9		

자료: 회사 자료, 신한투자증권 / 주: 2023년말 기준

HMM(투자 의견: Trading Buy/목표주가: 17,500원)

수에즈 운하 우회 수혜

1Q24 매출 2조 7,152억원(YoY +32%, 이하 YoY), 영업이익 6,324억원(+107%)을 예상한다. 중동의 지정학적 갈등으로 수에즈 운하를 우회하며 컨테이너선 공급이 타이트해졌다. 1분기 평균 SCFI는 2,010p로 전년 대비 2배 이상 증가했다. 조금씩 하락하는 그래프이지만 여전히 운임 지수가 높은 위치에 있다. 5월 경 미국 노선에 대한 장기 계약(1년)이 갱신된다. 운임 협상에 유리한 상황이다.

목표주가 17,500원, 투자 의견 'Trading buy'를 유지한다. 제194회 전환사채가 주식으로 전환되는 것을 가정했다. SCFI가 2,000p를 넘어서며 2024년 실적은 밝아졌지만 그 뒤에 대한 불안함은 여전하다. 올해 선복량의 10%에 달하는 신조선이 인도되며 공급 과잉이 우려된다. 또한 2025년 하팍로이드의 얼라이언스 탈퇴에 대한 대응 방안도 지켜봐야한다.

HMM 2024년 1분기 영업실적 추정

	1Q24F	4Q23	QoQ(%)	1Q23	YoY(%)
매출액(십억원)	2,715.2	2,062.8	31.6	2,081.6	30.4
영업이익	632.4	42.3	1,395.1	306.4	106.4
세전이익	728.2	280.4	159.7	299.7	142.9
순이익	654.0	263.0	148.7	285.4	129.1
영업이익률 (%)	23.3	2.1	-	14.7	-
세전이익률	26.8	13.6	-	14.4	-
순이익률	24.1	12.7	-	13.7	-

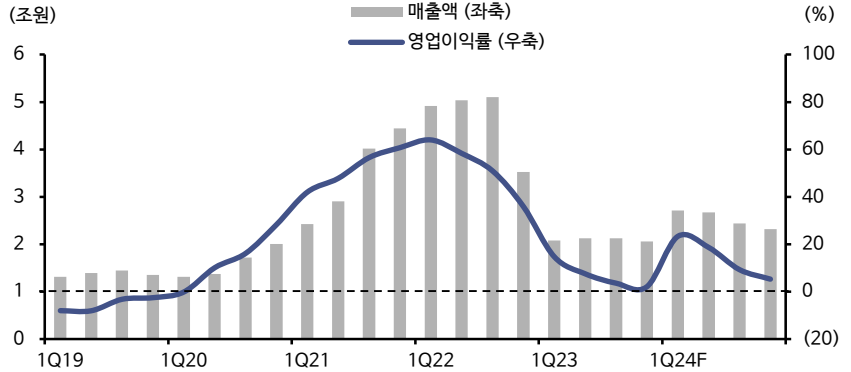
자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

HMM 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2021	2022	2023	2024F	2025F
SCFI (p)	969	984	986	1,089	2,010	1,496	1,100	1,000	3,755	3,429	1,007	1,402	1,000
HSFO (달러/톤)	419	457	536	466	429	442	433	424	416	479	470	432	404
매출액(십억원)	2,082	2,130	2,127	2,063	2,715	2,670	2,440	2,319	13,794	18,583	8,401	10,144	8,954
영업이익	306	160	76	42	632	498	226	122	7,378	9,952	585	1,479	126
세전이익	300	351	123	280	728	572	235	74	5,327	10,215	1,054	1,609	151
순이익	285	325	95	263	654	506	206	66	5,337	10,117	969	1,432	134
영업이익률(%)	14.7	7.5	3.6	2.1	23.3	18.7	9.3	5.3	53.5	53.6	7.0	14.6	1.4
세전이익률	14.4	16.5	5.8	13.6	26.8	21.4	9.6	3.2	38.6	55.0	12.5	15.9	1.7
순이익률	13.7	15.3	4.5	12.7	24.1	18.9	8.4	2.9	38.7	54.4	11.5	14.1	1.5
매출액 증가율	YoY (57.7)	(57.7)	(58.4)	(41.5)	30.4	25.3	14.7	12.4	115.1	34.7	(54.8)	20.7	(11.7)
	QoQ (40.9)	2.3	(0.2)	(3.0)	31.6	(1.7)	(8.6)	(5.0)	-	-	-	-	-
영업이익 증가율	YoY (90.3)	(94.5)	(97.1)	(96.7)	106.4	210.9	198.5	188.7	652.2	34.9	(94.1)	152.9	(91.5)
	QoQ (75.8)	(47.7)	(52.7)	(44.2)	1,395	(21.2)	(54.6)	(46.0)	-	-	-	-	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

HMM 영업실적 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

HMM PBR Valuation - 목표주가 17,500원

목표주가 (원)	17,500	글로벌 Peer PBR 0.7배 적용
Target PBR (배)	0.7	
현재주가 (원)	16,120	2024-25년 BPS 평균 적용
상승여력 (%)	8.3	
선행 BPS (원)	24,951	

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

HMM 전환, 신주인수권부사채 발행 내역

종류/구분	발행일(m/yy)	전환청구가능기간		총액(십억원)	전환/행사가액(원)	주식수(백만주)
제194회 전환사채	05/19	05/20	04/49	100	5,000	20
제195회 전환사채	06/19	06/20	05/49	200	5,000	40
제196회 전환사채	10/19	10/20	09/49	660	5,000	132
제197회 전환사채	04/20	10/20	09/49	720	5,000	144
합계				2,680		336
유통 주식수						689.0
희석률						48.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

CJ대한통운(투자 의견: 매수/목표주가: 175,000원)

계속되는 증익

1Q24 매출 2조 8,771억원(YoY +3%, 이하 YoY), 영업이익 1,154억원(+17%)을 예상한다. 올해 판가를 동결하며 P 단의 성장은 기대할 수 없지만, Q 단의 성장은 확인할 수 있다. 중국 이커머스의 성장세가 가파르게 이어진다. 작년 동기 대비 올해 1분기 중국 이커머스 물량은 약 70% 이상 증가했을 것으로 예상된다.

목표주가를 175,000원으로 하향(-3%), 투자 의견 '매수'를 유지한다. 올해도 주가가 중국 이커머스 동향에 민감하게 움직인다. 알리 익스프레스와의 계약 만료가 6월이다. 5월 내에 재계약에 대한 소식이 들려올 것으로 기대한다. 알리 익스프레스를 견제하며 아마존이 한국 마케팅에 다시 힘을 쏟는다. 아마존 또한 동사의 수혜로 이어진다.

CJ대한통운 2024년 1분기 영업실적 추정

	1Q24F	4Q23	QoQ(%)	1Q23	YoY(%)	컨센서스
매출액(십억원)	2,877.1	3,060.6	(6.0)	2,807.8	2.5	2,926.4
영업이익	115.4	144.0	(19.8)	99.0	16.6	118.0
세전이익	96.4	99.6	(3.1)	65.9	46.4	90.3
순이익	65.3	74.2	(11.9)	44.6	46.4	58.8
영업이익률 (%)	4.0	4.7	-	3.5	-	4.0
세전이익률	3.4	3.3	-	2.3	-	3.1
순이익률	2.3	2.4	-	1.6	-	2.0

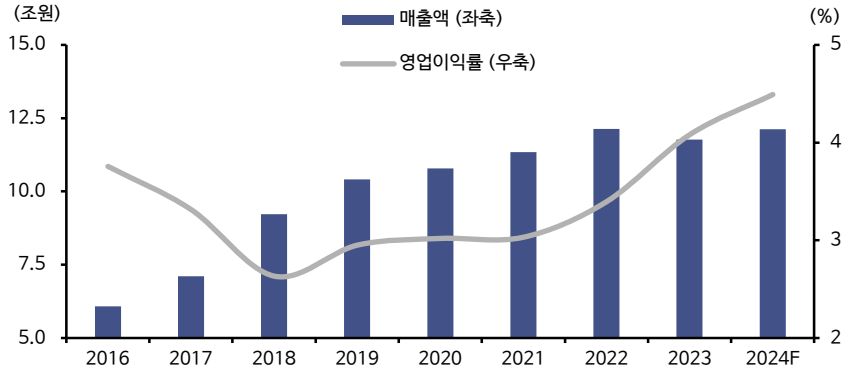
자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

CJ대한통운 영업실적 추이 및 전망

		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2021	2022	2023	2024F	2025F
P(원/상자)		2,320	2,326	2,361	2,326	2,339	2,345	2,380	2,345	2,033	2,210	2,333	2,352	2,399
Q(백만상자)		393	396	382	425	410	416	403	446	1,755	1,650	1,596	1,676	1,750
매출액(십억원)		2,808	2,962	2,937	3,061	2,877	3,059	3,031	3,155	11,344	12,131	11,768	12,122	12,538
영업이익		99	112	125	144	115	136	151	142	344	412	480	544	583
세전이익		66	77	82	100	96	118	149	21	239	285	325	384	459
순이익		45	54	52	74	65	80	101	14	55	182	225	260	311
영업이익률(%)		3.5	3.8	4.2	4.7	4.0	4.5	5.0	4.5	3.0	3.4	4.1	4.5	4.6
세전이익률		2.3	2.6	2.8	3.3	3.4	3.9	4.9	0.7	2.1	2.4	2.8	3.2	3.7
순이익률		1.6	1.8	1.8	2.4	2.3	2.6	3.3	0.4	0.5	1.5	1.9	2.1	2.5
매출액 증가율	YoY	(1.7)	(5.6)	(5.7)	1.2	2.5	3.3	3.2	3.1	5.2	6.9	(3.0)	3.0	3.4
	QoQ	(7.1)	5.5	(0.9)	4.2	(6.0)	6.3	(0.9)	4.1	-	-	-	-	-
영업이익 증가율	YoY	30.8	(3.2)	15.9	28.2	16.6	21.2	20.8	(1.4)	5.7	19.8	16.6	13.4	7.0
	QoQ	(11.8)	13.5	11.0	15.4	(19.8)	18.0	10.7	(5.8)	-	-	-	-	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

CJ대한통운 영업실적 추이 및 전망



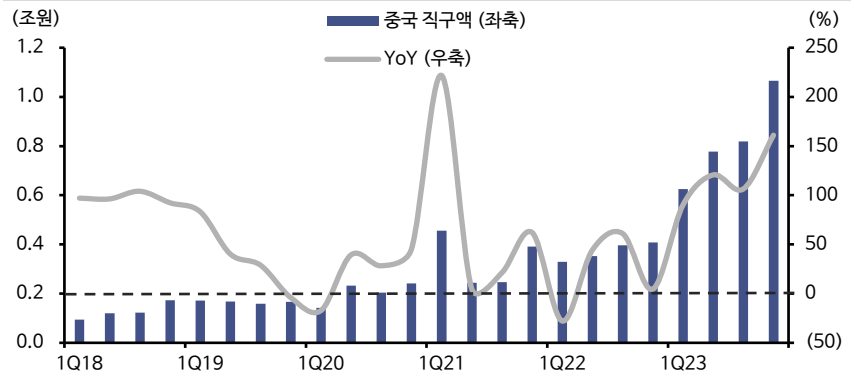
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

CJ대한통운 PBR Valuation - 목표주가 175,000원

목표주가 (원)	175,000	2022년 PBR 1.1을 10% 할인
Target PBR (배)	1.0	
현재주가 (원)	123,500	2024~25년 BPS 평균 적용
상승여력 (%)	41.7	
선행 BPS (원)	175,064	

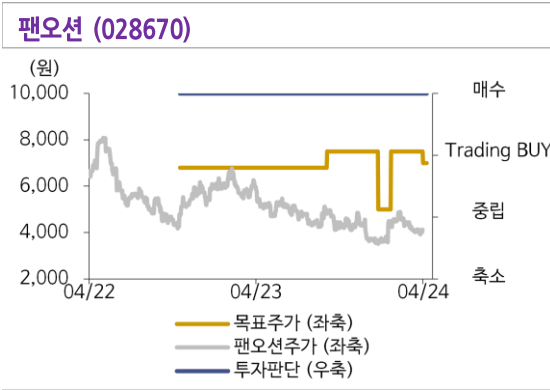
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

온라인 쇼핑 중국 직구액



자료: 통계청, 신한투자증권

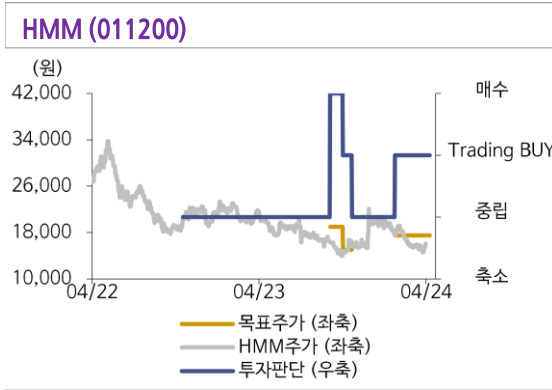
투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 04월 18일		커버리지제외	-	-
2022년 11월 08일	매수	6,800	(15.3)	(0.6)
2023년 05월 09일		6개월경과	(28.5)	(19.6)
2023년 09월 26일	매수	7,500	(43.5)	(33.9)
2024년 01월 16일	매수	5,000	(25.0)	(10.2)
2024년 02월 13일	매수	7,500	(42.2)	(34.8)
2024년 04월 23일	매수	7,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

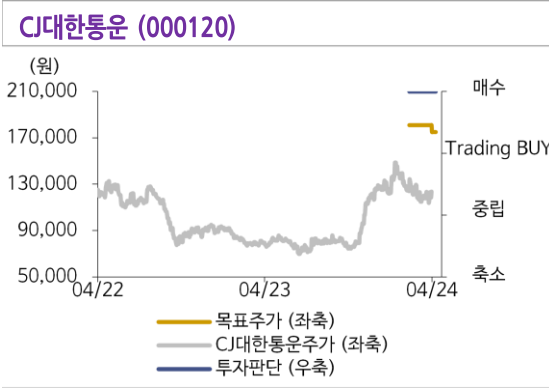
투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 04월 18일		커버리지제외	-	-
2022년 11월 08일	중립	-	-	-
2023년 05월 09일		6개월경과	-	-
2023년 09월 26일	매수	19,000	(21.2)	(14.4)
2023년 10월 24일	Trading BUY	15,000	2.6	11.7
2023년 11월 13일	중립	-	-	-
2024년 02월 15일	Trading BUY	17,500	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 04월 18일		커버리지제외	-	-
2024년 03월 05일	매수	181,000	(32.9)	(26.7)
2024년 04월 23일	매수	175,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice



산업 용어 해설은 QR코드를 통해 확인하실 수 있습니다.



- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 명지운)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시장에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상	Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%	중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%	축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우	중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우	축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 4월 20일 기준)

매수 (매수)	92.44%	Trading BUY (중립)	5.46%	중립 (중립)	2.10%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------