2025년 11월 19일 | 산업분석

운송

VLCC 운임 급등의 배경

Neutral

관심종목

*CP 2025년 11월 18일

팬오션(028670)

BUY I TP 4,800원 I CP 3,700원

HMM(011200)

Neutral I TP 21,000원 I CP 18,750원

그림자 선대 제재 강화로 VLCC 운임 급등

VLCC 스팟 운임이 최근 $10만/day 이상을 기록하며 연초 대비 3배 이상 상승했다. 이러한 운인 상승의 배경에는 그림자 선단(Shadow Fleet)이 있다. 그림자 선단은 러시아/이란 등 국제 제재국의 원유/석유제품 수송을 위해 사용되는 선박을 지칭한다. 2024년 12월 이후 EU와 미국 등 주요 국가는 그림자 선단을 제재 대상으로 지정하였으며, 항만 출입을 금하고 있다. 10월 23일부로 EU가 그림자 선단 재제 리스트에 117척을 추가하며 총 557척에 대한 제재를 예고했고, 현재 VLCC 중 16%가 글로벌 제재 대상에 포함되어 있는 상황이다. 한편 러시아 원유 수출의 70% 이상이 그림자 선단을 통해 이루어지고 있는 것으로 파악되기 때문에, 선단 제재는 일반 VLCC의 수요 증가를 야기하고 있다. VLCC 운임은 당분간 높은 수준에서 유지 될 예정이다.

글로벌 VLCC 플레이어: Frontline, DHT Holdings, International Seaways

글로벌 해운 기업 중 가장 VLCC 선대 규모 비중이 큰 회사는 Frontline(FRO.US), DHT Holdings(DHT. US)로 각각 41척, 23척의 VLCC 선대를 보유하고 있고, 원유 수송을 전문으로 하고 있다. International Seaways(INSW.US)도 VLCC를 13척 보유 중인 원유/제품선 기업이다. 이들이 보유한 VLCC는 대부분 스팟 시장에 노출되어 있고, 시황 변동에 따라 이익 변동성이 나타난다. VLCC 운임 상승기에는 기업 실적 상향 속도가 가팔라질 것으로 예상하기 때문에 주목해 볼 필요가 있다. 또한 FRO/DHT/INSW의 2024년 배당성향은 88%/89%/68%로 수익의 대부분을 배당에 사용하기 때문에, 고수익 구간에서의 배당 증가도 덩달아 기대할 수 있다.

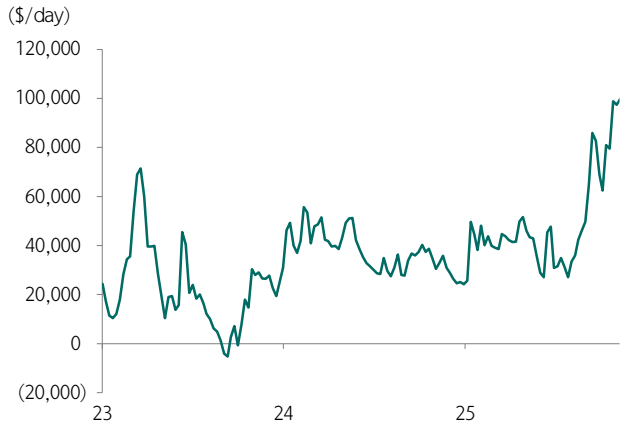
국내 선사도 VLCC 보유 중이나, 스팟 운임 상승 수혜는 제한적

2024년 들어 VLCC 발주가 증가하고 있는데, 이는 노후화된 선박을 대체하기 위한 수요로 파악되어 향후 VLCC 시장의 공급 증가 우려는 크지 않다. VLCC는 특성상 타 선종 대비 선령이 짧은데, 이미 평균 선령이 12.8년까지 상승했다. 국내에서는 HMM과 팬오션도 VLCC를 각각 9척/2척 보유 중이고, 2027년 2척/2척 추가 인도 받을 예정이다. 국내 선사가 현재 운용하는 VLCC는 대부분 장기계약 형식으로 운영되고 있어, 스팟 운임 상승에 따른 수혜는 제한적일 것으로 예상된다.

Analyst 안도현 dohyunahn@hanafn.com

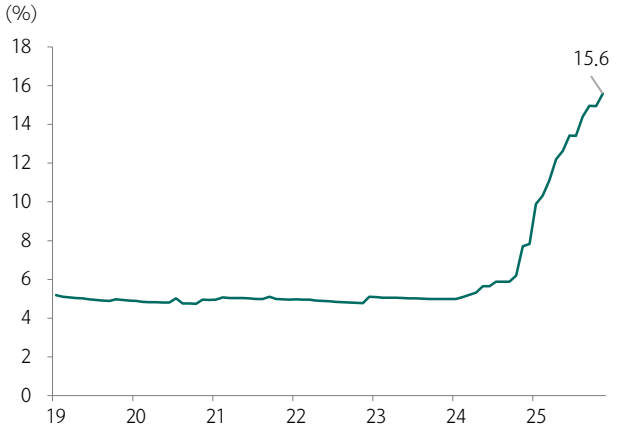
하나증권 리서치센터

도표 1. VLCC 스팟 운임 추이



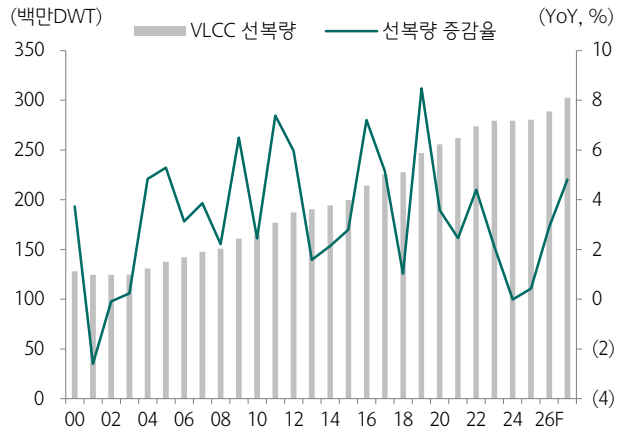
자료: Clarkson, 하나증권

도표 2. VLCC 중 제재 대상 선박 비중



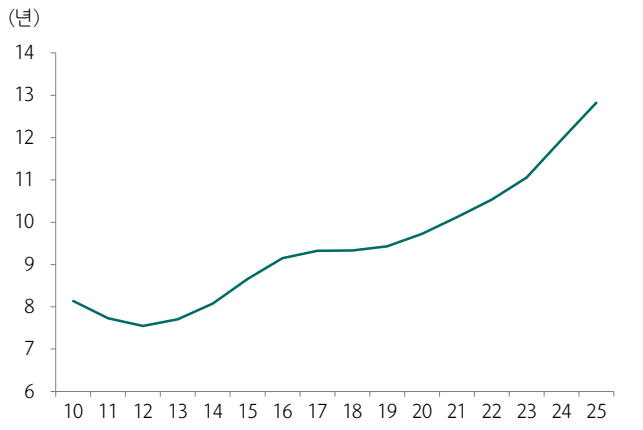
자료: Clarkson, 하나증권

도표 3. VLCC 선복량 추이 및 전망



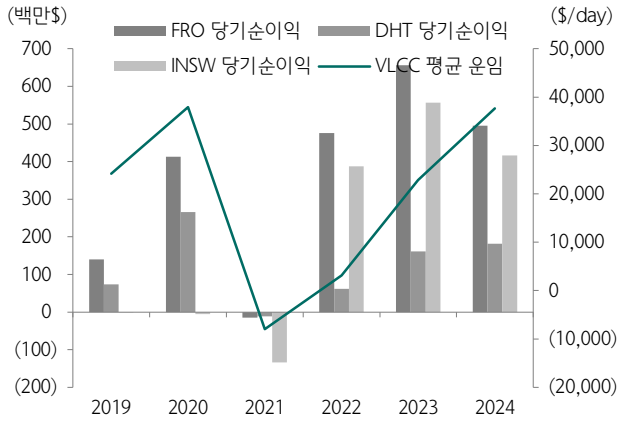
자료: Clarkson, 하나증권

도표 4. VLCC 평균 선령 추이



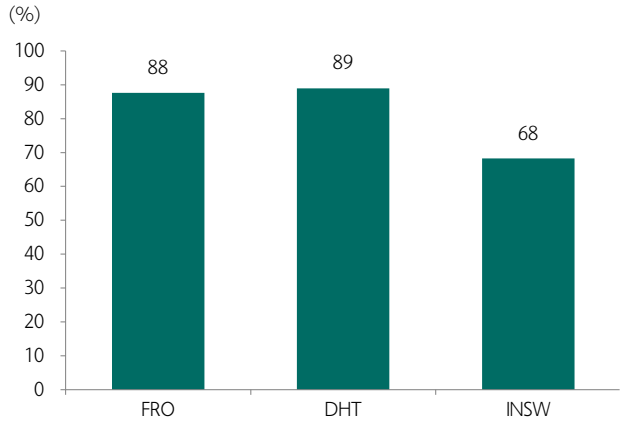
자료: Clarkson, 하나증권

도표 5. 주요 기업 순이익과 평균 운임 비교



자료: 각 사, Clarkson, 하나증권

도표 6. 주요 기업 2024년 배당성향



자료: 각 사, 하나증권

도표 7. Frontline 매출액/수익성 추이

(단위: 백만달러, %)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	957	1,221	749	1,430	1,802	2,050
YoY(%)		28	(39)	91	26	14
영업이익	240	508	8	446	747	782
(영업이익률 %)	25.0	41.6	1.1	31.2	41.4	38.1
당기순이익	140	413	(15)	476	656	496
VLCC 평균 운임	24,199	37,902	(7,977)	3,149	22,827	37,679

자료: Bloomberg, 하나증권

도표 8. DHT Holdings 매출액/수익성 추이

(단위: 백만달러, %)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	535	691	300	454	561	572
YoY(%)		29	(57)	51	23	2
영업이익	139	314	0	74	193	211
(영업이익률 %)	26.0	45.4	0.1	16.3	34.4	36.8
당기순이익	74	266	(12)	62	161	181
VLCC 평균 운임	24,199	37,902	(7,977)	3,149	22,827	37,679

자료: Bloomberg, 하나증권

도표 9. International Seaways 매출액/수익성 추이

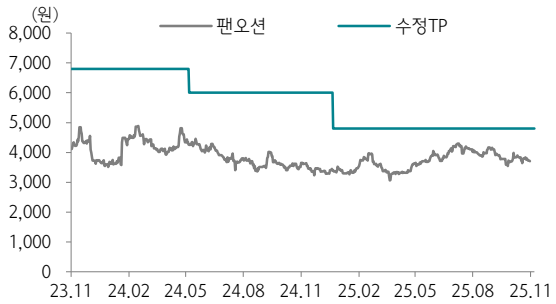
(단위: 백만달러, %)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	366	422	273	865	1,072	952
YoY(%)		15	(35)	217	24	(11)
영업이익	55	40	(112)	443	615	455
(영업이익률 %)	15.1	9.5	(41.1)	51.2	57.4	47.8
당기순이익	(1)	(6)	(133)	388	556	417
VLCC 평균 운임	24,199	37,902	(7,977)	3,149	22,827	37,679

자료: Bloomberg, 하나증권

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

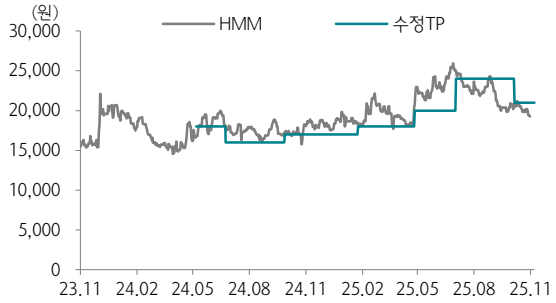
팬오션



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.1.8	BUY	4,800		
24.5.24	BUY	6,000	-38.07%	-25.67%
24.5.22	담당자 변경		-	-
23.10.19	BUY	6,800	-38.25%	-28.09%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

HMM



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.10.23	Neutral	21,000		
25.7.20	Neutral	24,000	-6.72%	-17.21%
25.5.14	Neutral	20,000	15.98%	6.50%
25.2.11	Neutral	18,000	8.69%	-1.72%
24.10.15	Neutral	17,000	6.34%	-7.35%
24.7.11	Neutral	16,000	8.74%	1.69%
24.5.24	Neutral	18,000	3.50%	10.94%
24.1.12	Not Rated	-	-	-

Compliance Notice

- 당사는 2025년 11월 19일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(안도현)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(안도현)는 2025년 11월 19일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**
  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능
- **산업의 분류**
  Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
  Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	95.83%	4.17%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 11월 15일