



Neutral

#### Top Picks 및 관심종목

\*CP 2025년 12월 1일

팬오션(028670)

BUY | TP 4,800원 | CP 3,940원



Analyst 안도현 dohyunahn@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2025년 12월 2일 | 산업분석

## 운송

### 벌크선 운임 연내 최고점 경신

#### BDI 2,560pt, Capesize가 견인

최근 BDI가 2,560pt를 기록하며 연중 최고점을 경신했다. 이는 대부분 Capesize 운임 상승에서 기인했는데, Capesize 운임지수는 연초 대비 236% 상승하며 BDI(연초 대비 +149%) 기타 선형 운임 상승률을 압도했다. Panamax/Supramax/Handy 선형의 운임지수는 연초 대비 각각 96%/60%/49% 상승에 그쳤다. 대형선 위주의 운임 상승이 나타나는 주요 이유는 중국 철광석 수입량이 하반기 YoY 상승 반전하며 Capesize 선형의 수요가 증가했기 때문이다. 반면 석탄의 해상 물동량은 감소하고 있다. 석탄의 주요 수입국인 중국/인도의 석탄 수입량은 연중 각각 15%/3% (YoY) 감소했다. 친환경 에너지 전환이 석탄 물동량 감소로 이어지고 있고, 따라서 중형선 미만 선형의 운임 상승률은 제한적인 수준에 머물렀다.

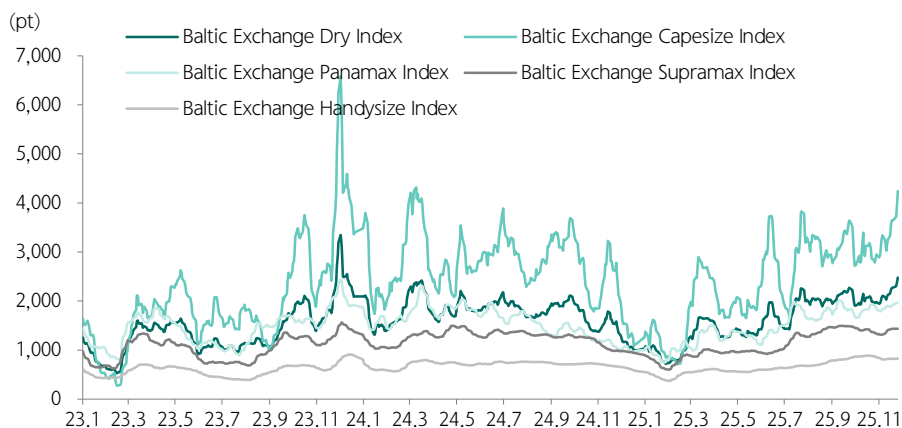
#### 내년 벌크선 시장도 대형선 위주 맑음

2026년도 선형별 운임 편차가 유지될 전망이다. 철광석은 볼룸보다는 톤마일 증가세가 더 강하게 유지될 것으로 예상된다. 아프리카 시만두 광산 개발로 아프리카의 철광석 수출량이 2026년 26% (YoY) 증가할 전망이고, 기존 철광석 수출 루트(호주-중국) 대비 항차기간이 늘어날 것이기 때문에 내년 연중으로도 Capesize 강세가 유지될 가능성이 높다는 판단이다. 반면 석탄 최대 수입국인 중국의 석탄 수요가 2026년 이후로도 부진할 것으로 예상되기 때문에 Panamax 미만 선형의 운임 상승여력은 제한적일 것으로 전망한다. 2026년 벌크 물동량(톤마일) 증가율은 +2% (YoY)이고, 대형선 위주의 시장이 형성될 것으로 예상된다.

#### 벌크선사도 주주환원 확대 흐름에 올라탈 필요 있다

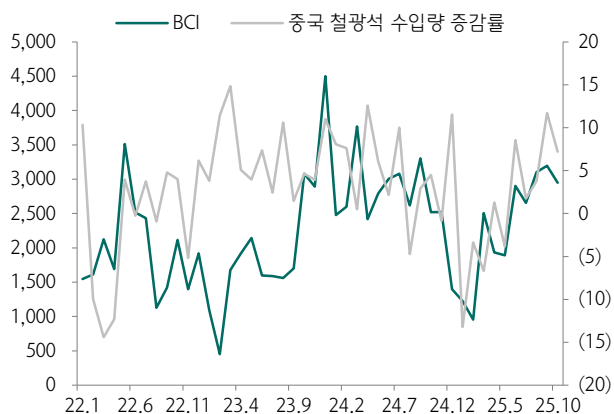
하반기 이후 BDI 상승에도 불구하고 국내 벌크선사의 주가는 반응하지 않았는데, 축적된 현금성 자산과 높아진 실적 안정성에도 불구하고 주주환원 확대 흐름이 명확하지 않았기 때문이다. 국내 대표 벌크선사인 팬오션/대한해운 모두 코로나19 이후 BDI 상승에 따른 실적 개선과 벌크선 발주 감소가 맞물리면서 사내 유보 현금이 큰 폭 증가했다. 반면 주주환원에는 다소 소극적인 모습이다. 팬오션은 당기순이익의 15~25%를 배당 중인데, 2024년 배당성향(일회성 비경상손익 제외)은 21%였다. 팬오션의 영업활동 현금흐름(연간 7,000억원 이상 전망)을 감안하면 추가 주주환원 확대는 충분히 가능하다. 대한해운은 기간 배당을 지급하지 않았었는데, 2025년 3분기 누적 영업이익은 1,563억원, 현금성자산은 3,700억원으로 배당을 시행할 충분한 이익체력과 재무구조가 갖춰졌기 때문에 저평가를 타개하기 위해서라도 배당에 대해 진지하게 고려해 볼 필요가 있다는 판단이다.

도표 1. 벌크선 선형별 운임지수 추이



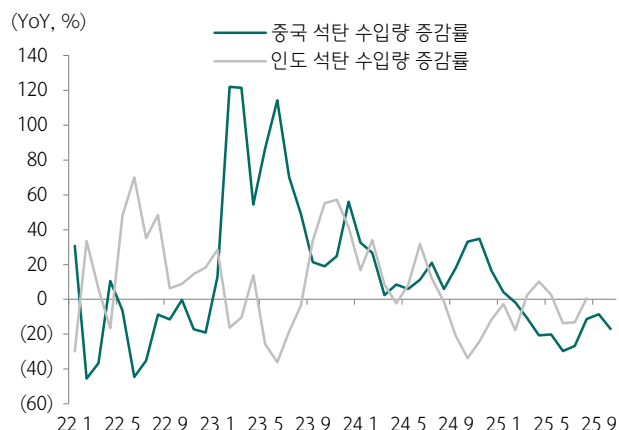
자료: Clarkson, 하나증권

도표 2. BCI(Baltic Capesize Index)와 중국 철광석 수입량 비교



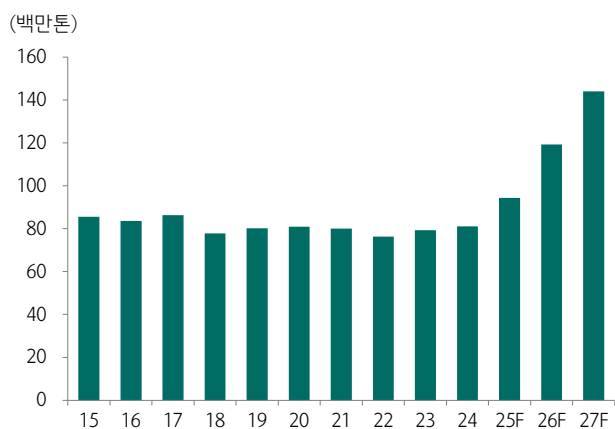
자료: Clarkson, CEIC, 하나증권

도표 3. 중국/인도 석탄 수입량 증감률 추이



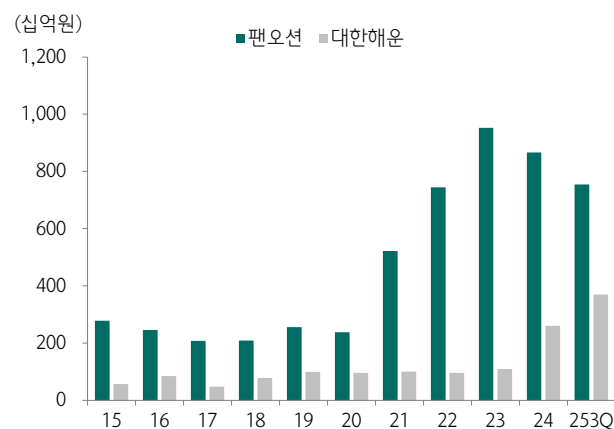
자료: Clarkson, 하나증권

도표 4. 아프리카 철광석 수출량 추이 및 전망



자료: Clarkson, 하나증권

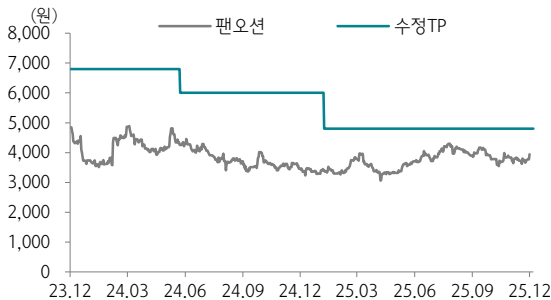
도표 5. 팬오션/대한해운 현금성자산 추이



자료: 각 사, 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% |

Compliance Notice

- 당사는 2025년 12월 2일 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 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(안도현)는 2025년 12월 2일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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 연주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(비중축소)\_목표주가가 연주가 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 | 95.73%  | 4.27%       | 0.00%      | 100% |

\* 기준일: 2025년 11월 28일