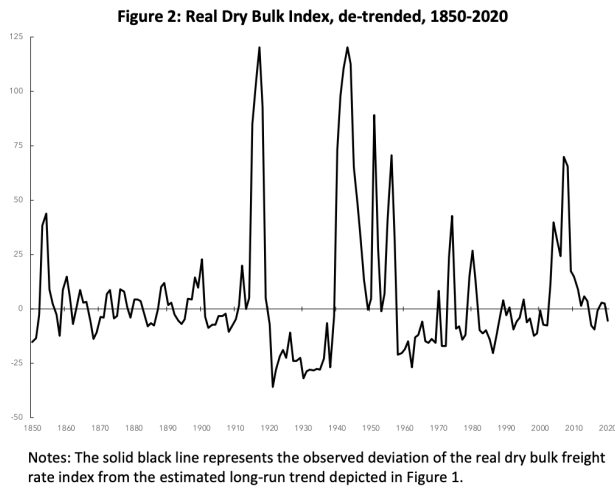
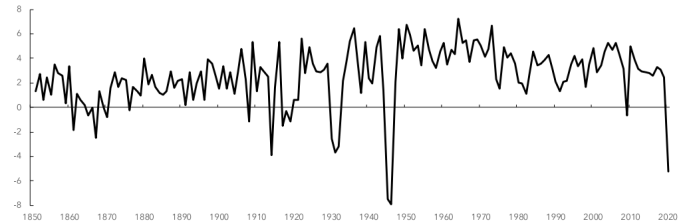


# 최근 해운임의 변화, 자원주도권, 미국의 투자중심 성장 전략 및 기업 해석

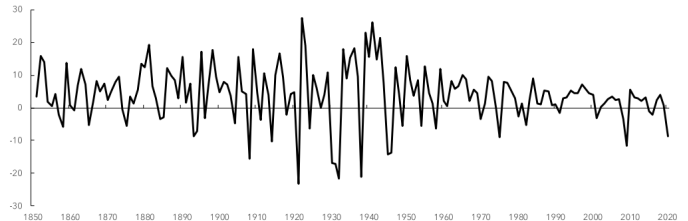
최근에 HMM와 KSS해운의 밸류에이션 및 한국 증권사들의 리포트들을 읽어보고 좀 황당해서 해운업에 대해서 써 보려한다. 원래 해운업은 경기에 따라 움직이고, 물동량 역시 그것에 맞춰 해운업이 미리 주가가 오르거나 떨어진다는게 정설로 여겨져 왔다. 근데 이 말에는 함정이 있다.



**Figure 3: Changes in Global Economic Activity (in percent)**  
**Panel A: Real World GDP, 1850-2020**

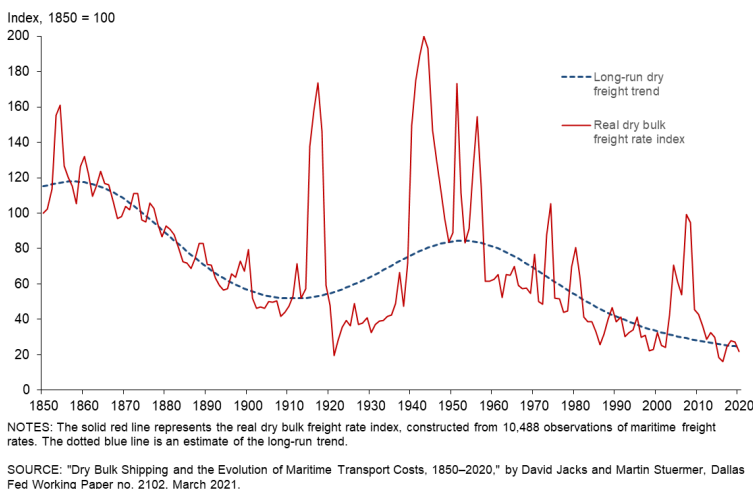


**Panel B: US Industrial Production, 1850-2020**



왼쪽 차트는 벌크선 (석탄, 철광석 및 곡물 운송하는 선박) 운임의 장기 추세선을 뺀 변동성을 보여주고, 오른쪽은 미국 산업 생산량의 변동성과 세계 경제 성장률이다. 실제로 Fed Reserve Bank of Dallas의 리포트를 보면 세계 경제 성장률과 벌크선 운임은 크게 correlation이 없었다는 결론을 내렸고, 미국 산업 생산량 변동보다 전체 OECD 국가들을 합친 산업 생산량 변동성에 움직인다는 내용이 있었다. 즉, 경기 변동성에 모든 종류의 해운 운임이 같이 움직이지 않는다는 것이다. 그렇다고 경기 불황이 좋게 작용하지는 못한다는걸 알수있다.

**Chart 1**  
**Real Dry Bulk Freight Rate Index and Its Trend, 1850-2020**



추세선을 추가해서 같이 보면, 실질적으로 1850년에서부터 2020년까지 점진적으로 운임 비용은 내려왔고, 전에도 봤듯이 중간 중간에 크게 움직이는 구간들이 있었다.

이 구간들은 크게보면 대략 10년 정도인데 정리해보자면:

1910 ~ 1920 (제 1차 세계대전 유보트 작전과 곡물 수요 상승)

1940 ~ 1960 (제 2차 세계대전, 전후복구, 한국전쟁, 수에즈 위기)

1970 ~ 1980 (오일쇼크 및 석탄 수요 증가, 중동 전쟁)

2000 ~ 2010 (중국의 부흥과 자원 가격의 상승)

다만 아래의 내용에도 보이듯이, 실질적으로 경기 변동의 기간이 상당히 다양해 실제 큰 그림만을 보고 투자하기에는 난이도가 상당하다는걸 알수있다.

〈표 1〉 벌크선(건화물)의 경기변동, 1947~2012

| 경기 고점 | 경기 저점 | 기간(년) | 경기변동 |
|-------|-------|-------|------|
| 1947  | 1947  | 1     | 상승   |
| 1948  | 1951  | 4     | 하강   |
| 1952  | 1953  | 2     | 상승   |
| 1954  | 1955  | 2     | 하강   |
| 1956  | 1957  | 2     | 상승   |
| 1958  | 1969  | 12    | 하강   |
| 1970  | 1970  | 1     | 상승   |
| 1971  | 1972  | 2     | 하강   |
| 1973  | 1974  | 2     | 상승   |
| 1975  | 1978  | 4     | 하강   |
| 1979  | 1981  | 3     | 상승   |
| 1982  | 1987  | 6     | 하강   |
| 1988  | 1997  | 10    | 상승   |
| 1998  | 2002  | 5     | 하강   |
| 2003  | 2007  | 5     | 상승   |
| 2008  | 2012  | 5     | 하강   |

출처: Stopford(2009).

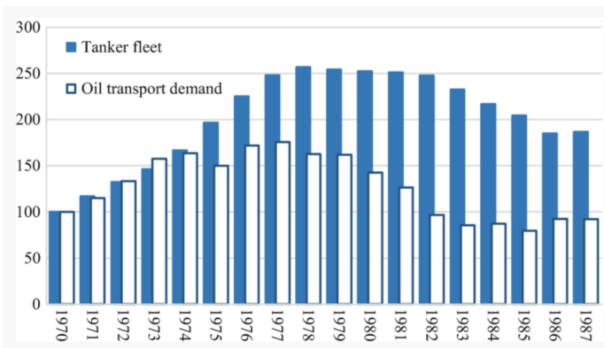
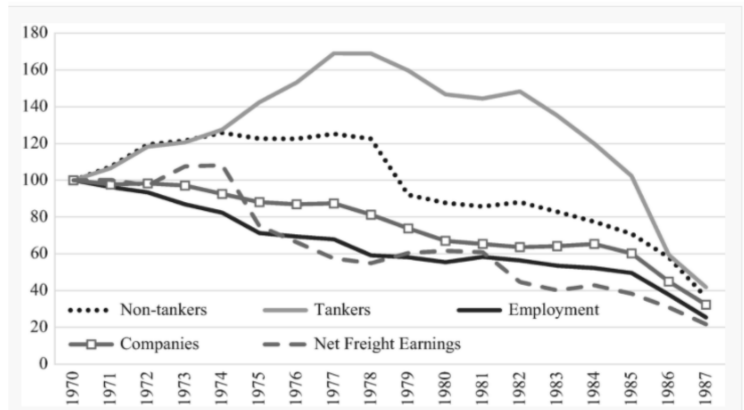


Fig. 7.3  
Supply and demand in the tanker market (1970 = 100), 1970~1987. (Source: Authors' calculations based on Fearnley & Eger's Review; confer footnote)



전체적인 그림과 별개로 왼쪽의 탱커선 선복량과 실제 원유 물동량과 오른쪽 노르웨이 탱커선 규모를 보면 하강의 속도가 엄청나다라는것도 알수있고, 개별 제품에 영향이 운임지수에 연동되어있는 해운업쪽 기업들은 더욱 그 품목의 수요와 공급에 대한 이해도가 필요할걸 볼수있다. 아래는 우리가 집중할 기업 HMM과 KSS해운의 주요 운송 화물이다.

| 선사    | 주력 선종·사업                | 주요 운송 화물                                                                                                                      |
|-------|-------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| HMM   | 컨테이너선, 벌크선              | 컨테이너 화물, 벌크 화물                                                                                                                |
| KSS해운 | LPG선, LNG선, 암모니아선, 케미컬선 | 1. LPG, AMMONIA, PROPYLENE, BUTADIENE, VCM 등 GAS 화물운송<br>2. CPP, METHANOL 등 화물 운송<br>3. B.OIL, METHANOL, BTX 등 CHEMICAL 화물 운송 |

다만 기업에 대해서 더 이야기하기전에, 기본적으로 해운업은 컨테이너선, 벌크선, 탱크선, 그리고 LNG선으로 나누어져 있다고 생각하면된다. 즉, 각 해운업 별로 싸이클이 하나하나 다르고, 그 배에 실어지는 물건의 수요 및 생산에 따라 크게 변화한다는 점을 알면 일단 시작점을 잡을수 있다고 생각된다. 앞으로 볼 KSS해운의 경우 상대적으로 덜알려져있는 LPG선, 암모니아선에 집중되어있다. 그걸 감안해서 선박 유형 및 운임 인덱스들을 정리해보자면:

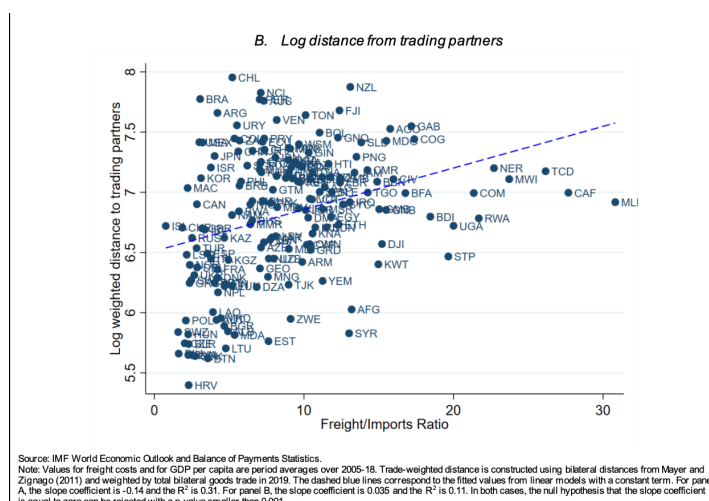
| 구분     | 선박 유형                                                                           | 운임 인덱스                                                                                                                                      |
|--------|---------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 유조선    | 유조선                                                                             | BDTI (Baltic Dirty Tanker Index), BCTI (Baltic Clean Tanker Index)                                                                          |
| 벌크선    | 벌크선, 경용선                                                                        | BDI (Baltic Dry Index), BCI (Baltic Capesize Index), BPI (Baltic Panamax Index), BSI (Baltic Supramax Index), BHSI (Baltic Handysize Index) |
| 일반 화물선 | 다목적선 및 프로젝트 화물선, 롤온·롤오프(Ro-Ro) 화물선, 일반 화물선                                      | 별도 대표 종합지수 없음                                                                                                                               |
| 컨테이너선  | 완전 셀룰러형 컨테이너선                                                                   | <b>SCFI (Shanghai Containerized Freight Index)</b>                                                                                          |
| 기타 선박  | LPG 운반선, LNG 운반선, 소형 화학제품 운반선, 특수 유조선, 냉동선, 해양지원선, 예인선, 준설선, 크루즈선, 페리선, 기타 비화물선 | Baltic LPG Freight Assessments, LNG Spot/Charter Assessments                                                                                |
| 전체 선박  | 위에 언급된 모든 선박 유형 포함                                                              |                                                                                                                                             |

선박의 수요 및 운임은 기본적으로, ‘물동량 x 거리’이다.  
 물동량은 ‘실제운송컨테이너수 x 컨테이너한산계수’ 혹은 ‘선적화물량 + 환적화물량 + 기타운송화물량’이다. 즉 화물을 올리고, 중간에 내리면서 올리는 전체 화물량이다. 기존의 해운업은 보는 방식에서는 이 물동량에 집중했다. 경기가 좋으면 물동량이 많아 선박이 부족했고, 안좋을땐 물동량이 부족해 선박이 남았다. 그래서 경기와 같이보는 부분은 순선복증가율이었다 (신조선인도율 - 폐선율). 선박과 물동량이 밸런스가 맞는지가 중요했다.

이걸 실질적으로 운송하는 기준으로 표현해보자  
 운송물동량 = 운항횟수 x 1회평균적재량 x 적재율

이걸 운항횟수에 거리를 포함해서 운송수요를 계산해보면:  
 운송수요 (단위: TEU-mile 혹은 톤마일) = 운송물동량 x 운송거리  
 운송거리가 늘어나면 화물량이 같아도 운송수요가 증가한다.  
 내가 차를 타고 물건을 배달한다면 15분 걸릴때 2 박스를 배달한다면 30분 걸리게되면 4박스를 배달해야 숫자가 똑같아지는것과 마찬가지로이다.

그런데 한번 생각해보자. 물동량의 변화는 품목마다 다를수 있지만, 전체적인 그림에서 거리만 늘어나면 어떻게 될까? 운송비가 오르고, 운임을 더 받게된다. 이건 그저 스토리가 아니라 통계적 자료가 있다.



옆의 IMF 자료를 감안했을때, 실질적으로 무역 파트너와의 거리가 멀어질수록 수입액 대비 무역 비용 (해상운임)가 증가한다는 직관적인 관계 설명해준다. 다만 통계적 유의성은 있었지만 그 관계성이 2005~2018년 기준 slope coefficient가 0.035로, 약하지 않지만, causation이 아닌 부분과 산포도가 높다는 부분을 본다면 이것만으로 100% 설명하기에 애매하다고 생각되는 부분도 분명있지만 그림에도 영향이 있다는건 부정하기 어렵다.

그럼 실제로 거리가 늘어날까? 실제로 얼마나 영향을 줄까?

**Table 1. Volume of crude oil and petroleum liquids transported through world chokepoints and the Cape of Good Hope, 2020-1H25**

| million barrels per day              |             |             |              |              |              |              |
|--------------------------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Location                             | 2020        | 2021        | 2022         | 2023         | 2024         | 1H25         |
| Strait of Malacca                    | 22.8        | 22.1        | 23.0         | 24.0         | 22.5         | 23.2         |
| <b>Strait of Hormuz</b>              | <b>19.2</b> | <b>19.7</b> | <b>21.9</b>  | <b>21.8</b>  | <b>20.7</b>  | <b>20.9</b>  |
| <b>Suez Canal and SUMED Pipeline</b> | <b>5.4</b>  | <b>5.2</b>  | <b>7.3</b>   | <b>8.8</b>   | <b>4.8</b>   | <b>4.9</b>   |
| <b>Bab el-Mandeb</b>                 | <b>5.7</b>  | <b>6.0</b>  | <b>8.0</b>   | <b>9.3</b>   | <b>4.1</b>   | <b>4.2</b>   |
| Danish Straits <sup>a</sup>          | 3.1         | 3.1         | 4.2          | 5.0          | 4.9          | 4.9          |
| Turkish Straits (Dardanelles)        | 3.2         | 3.3         | 3.2          | 3.5          | 3.6          | 3.7          |
| <b>Panama Canal<sup>b</sup></b>      | <b>1.7</b>  | <b>1.8</b>  | <b>2.2</b>   | <b>2.2</b>   | <b>2.0</b>   | <b>2.3</b>   |
| <b>Cape of Good Hope</b>             | <b>7.9</b>  | <b>7.2</b>  | <b>6.1</b>   | <b>6.2</b>   | <b>9.3</b>   | <b>9.1</b>   |
| <b>World maritime oil trade</b>      | <b>74.1</b> | <b>75.9</b> | <b>78.6</b>  | <b>80.2</b>  | <b>79.7</b>  | <b>79.8</b>  |
| <b>World total oil supply</b>        | <b>94.1</b> | <b>95.8</b> | <b>100.6</b> | <b>102.6</b> | <b>103.3</b> | <b>104.4</b> |

Data source: U.S. Energy Information Administration (EIA), *Short-Term Energy Outlook*, February 2026, and EIA analysis based on Vortexa tanker tracking and Panama Canal Authority data, using EIA conversion factors and calculations

Note: World maritime oil trade excludes intra-country volumes except those volumes that transit global chokepoints and the Cape of Good Hope. 1H25=first half of 2025

<sup>a</sup> The Danish Straits do not include flows through the Kiel Canal.

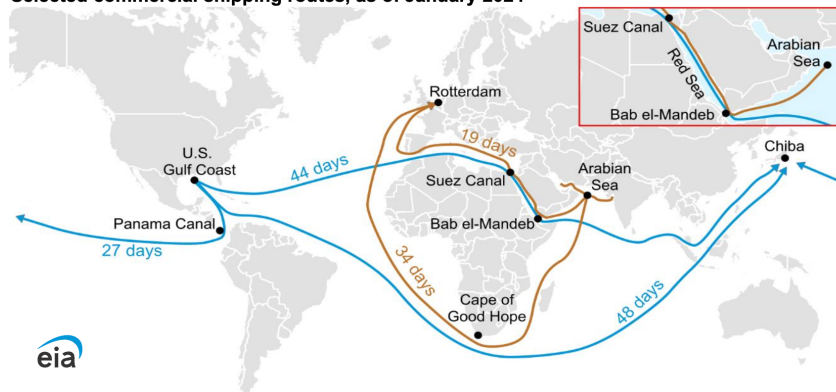
<sup>b</sup> Data for the Panama Canal are by fiscal year (October 1 to September 30).

위를 보면 원유가 중요한 해협들을 지나가는 양을 보여주는데, 이걸 2020~2021, 2022~2023, 그리고 2024~1H2025로 나누어 보면 흥미로운 부분들을 볼수있다. 먼저 2020~2021은 정상적인 원유의 움직임이고, 2022~2023은 러시아 우크라이나 전쟁으로 인해 원유가 중동에서 수에즈 운하를 통해 유럽으로 더 움직인걸 볼 수있다. 바브엘 만데브 해협을 통해 원유가 아시아로도 더 간게 보이는데, 이걸 호르무즈 해협에서 원유가 더 움직인것과 일치하는 내용이다. 미국 원유가 아시아로 더 간게 파나마 운하의 물량이 늘어난걸 통해 볼수도 있다. 근데 후티 반군이 당시에 바브엘 만데브 해협에 있는 선박들을 공격하면서 자연스럽게 홍해쪽 물류가 2023년 말서부터 반토막 났고, 이걸 자연스럽게 선박들이 아프리카 대륙을 돌아 남아프리카쪽 희망봉쪽으로 가게 만들었다.

FEBRUARY 1, 2024

## Red Sea attacks increase shipping times and freight rates

Selected commercial shipping routes, as of January 2024



Data source: U.S. Energy Information Administration using calculations from Vortexa  
Note: Voyage time is calculated for laden Suezmax tankers traveling at 14 knots without extended chokepoint delays.

원유 물동량을 보면 원체 늘어난것도 흥미롭지만, 거리가 19일 걸리게 남아프리카쪽 희망봉쪽으로 가면서 34일로 늘어났다.

같은 자료를 보면 대체로 50%에서 60% 정도 운임비가 원유 제품 기준으로 올랐는데

여기서 기억해야하는건 전에 이야기한 2000~2010년을 제외한 1910 ~ 1920 (당시의 제 1차 세계대전 유보트 작전과 곡물 수요 상승), 1940 ~ 1960 (제 2차 세계대전, 전후복구, 한국전쟁, 수에즈 위기), 1970 ~ 1980 (오일쇼크 및 석탄 수요 증가, 중동 전쟁) 시기들은 전부 전쟁과 공급망에 문제가 생긴 시기이다.

다만 이런 과정 속에서 무조건 모든 해운 기업들이 사이클을 똑같이 타지 않는다. 단기 계약 중심의 기업이나 장기 계약 중심의 기업이나에 따라 다르다. 그리고 개별 기업에 따라 현금 보유량이 어마어마한 경우가 있는데, 그게 HMM과 KSS해운이다. HMM은 원래 단기 계약 위주의 사업을 영위하고 있는데, 사이클에 정말 민감한 기업이다. 정부의 지분 참여도가 높는데, 지분 매각을 원하지만 쉽지않다는게 특징이다. 그럼에도 주목하는 이유와 과거 포스코 그룹 민영화와 KT&G 민영화 케이스들과 재무구조를 같이 보면 미래에 어떤식으로 작업할지가 맥점이다. 반면 KSS해운의 경우 최근 최대주주였던 창업주 2세가 작고하면서 자연스럽게 승계가 사복기금을 통해서 진행됐고, 2대주주가 지분을 모으고 있다. 이 기업의 벨류에이션은 상당히 낮아보이지만 FCF가 마이너스이고 상당히 공격적으로 투자하는데, 다루는 품목의 미래와 함께 같이보자.

정리하자면, 기업에 투자할때 먼저 봐야하는 부분들은:

- 1.기업이 다루는 품목의 물동량
- 2.그 카고가 가야하는 거리의 추이
- 3.계약 구조의 형태 및 재무 구조

## KSS해운



상대적으로 작은 회사이기에 먼저 보자면, 2021년서부터 지금까지 주가가 오르지 않았는데, 이 기업의 벨류에이션을 보자:

시총: 2,280억원

현금 및 현금성자산: 1650억

PER(외환손익, 기타손익 제거후): 13.64

EV/EBITDA (2025): 6.29

영업이익률: 17.8%

순이익률(외환손익, 기타손익 제거후): 5.5%



출처: KSS해운 연결재무제표

\*2026년 2분기 IR 자료, 당기순이익에 다른 일회성 이익이 많다는걸 명시하지 않은게 좀 걸리지만 실적은 준수했다.

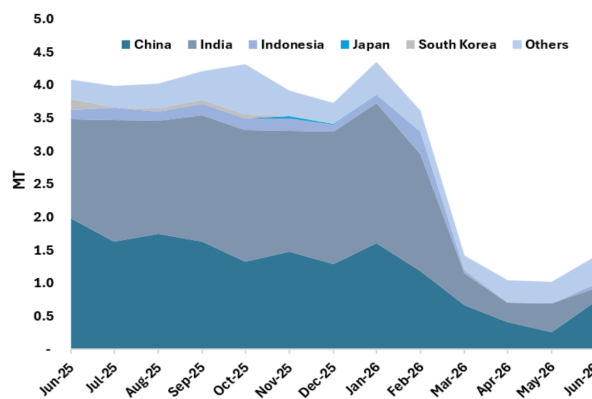
LPG의 용도는 기본적으로 요리, 난방용이고, 한국, 터키, 일부 유럽에서는 택시 및 버스, 곡물을 말리거나 PDH나 나프타 생산에 들어간다. LPG는 원래 원유 정제, 천연가스 processing에서 나온다. 그래서 중국, 러시아, 사우디에서 생산이 많이 됐다.

#### Providing Marine Transport to Growing Global LPG Market

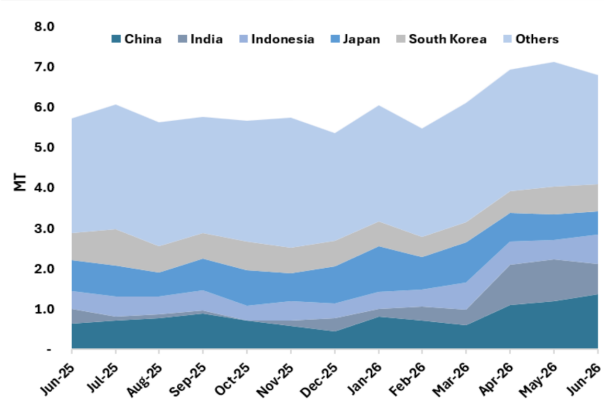
- Global LPG demand has enjoyed long-term steady growth driven by its price, relative ease of transport and storage, and versatility (residential / commercial and petrochemical demand comprise ~80% of global consumption)
- U.S. is the world's leading exporter with China and India being the #1 and #2 import nations, thereby supporting long-haul trade
- VLGCs dominate the long-haul trade

세일석유 미국이 생산하게되면서 정제하는 양이 늘어나 LPG 생산 역시 그 과정속에서 나오기에 생산량이 빠르게 늘어났는데 (이건 fracking의 특수함도 한몫했다 <https://www.congress.gov/crs-product/R45398>), 수출량도 그로인해 빠르게 늘어났다. 아시아로 주로 수출됐는데, 중국에서는 프로판으로 propane dehydrogenation plant를 통해 중국에서 폴리프로필렌을 생산했는데, 이는 나프타보다 훨씬 수월했고, 그로인해 아시아의 petchem cracker들이 나프타를 쓰는지 프로필렌을 쓰는지를 propane-naptha spread로 알수있다. 그래서 미국에서 중국으로 LPG 수출을 해왔고, 거리가 멀어 운임이 좋았다. 이로인해 Dorian LPG같은 기업들이 수혜를 봤다.

#### Middle East Exports Volumes Fell Sharply



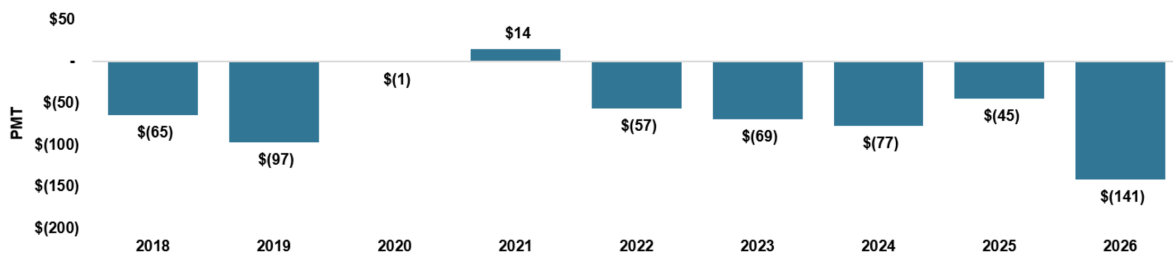
#### While US LPG Exports Increased



Source: Platts, data through June 30, 2026.  
Platts (Middle East NGL Short-Term Outlook, June 30, 2026); S&P Global Energy (Freight Signal Monitor – LPG, July 16, 2026)  
Note: Charts based on export loading date.

27

#### FE Propane / Naphtha Spread<sup>1</sup>



Source: NGLS; Bloomberg  
1. As of July 28, 2026

Note: Negative spread denotes LPG is cheaper than naphtha

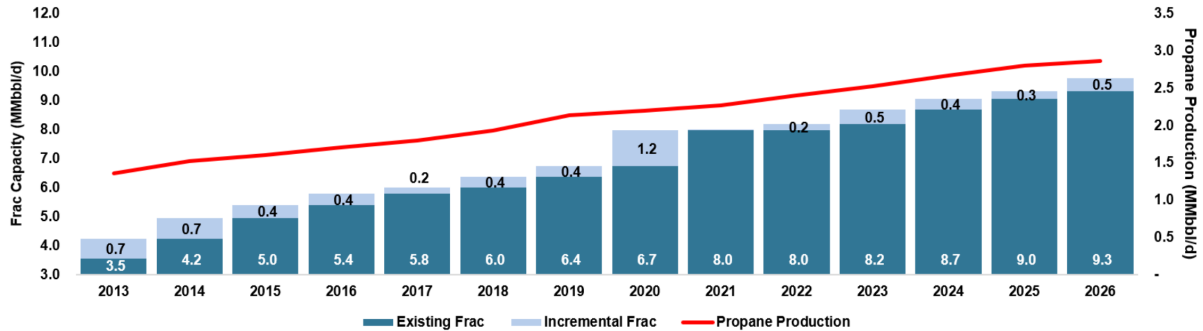
23

블룸버그 및 플랫 데이터를 Dorian LPG에서 보여주는데, 기본적으로 LPG의 생산은 미국이 워낙 크게 담당하고, 현재 미국 refinery의 run rate가 계속 95%를 넘겨서 계속 프로판/프로필렌 생산이 늘다보니 프로판의 가격이 나프타 대비 많이 낮게 잡혀져있고, 그로인해 미국의 LPG 수출량이 늘었다. 나프타의 대체제 역할을 함으로써 수출이 되는데, 전세계의 refinery들이 계속 높은 run rate를 유지하면 프로판의 공급의 긍정적인 영향을 줄 예정이다. 다만 미국의 경우 천연가스 processing에서 생산되는 LPG의 양이 미국의 경우 훨씬 큰데, 아래의 내용을 보면 천연가스 processing은 앞으로도 많아질 예정이고, 그로인해 LPG 생산도 늘어날 예정이다.

## Gas Processing Growth of +3% Should Increase Supply of NGLs to Fractionators

| Current Operating Processing Capacity |                      |                                | 129,286          | Mmc/d               |                    |
|---------------------------------------|----------------------|--------------------------------|------------------|---------------------|--------------------|
| Company                               | Project / Asset Name | Location                       | Capacity (Mmc/d) | In-service date     | Status             |
| Enterprise Product Partners LP        | Two Projects         | Permian                        | 520              | 2H 2026             | Under Construction |
| Targa Resources Corp                  | Four Projects        | Permian                        | 1,100            | 2H 2026-2027        | Under Construction |
| Energy Transfer LP                    | Mustang Draw 2       | Permian                        | 275              | 2H 2026             | Under Construction |
| Momentum Midstream LLC                | Gillis Exp           | Gulf Coast Basin               | 600              | 2H 2026             | Under Construction |
| Marathon Petroleum Corp               | Three Projects       | Permian / Appalachian Foreland | 570              | 2H 2026             | Under Construction |
| Philips 66                            | Iron Mesa 1          | Permian                        | 300              | 1H 2027             | Under Construction |
| Others                                | Six Projects         | Permian / Powder River Basin   | 1,000            | 2H 2026-1H 2027     | Under Construction |
| Total Processing Additions            |                      |                                | 4,365            | +3% capacity growth |                    |

## An Additional 1.3 MMbbl/d of Frac. Capacity Planned to Come Online Between 2027 and 2029



다만 천연가스 processing과 원유 정제가 늘어나고 생산량이 늘어날때 같이 늘어난다는건 천연가스와 원유 제품 소비가 늘어나 같이 물량이 늘수있다는 점은 기억해야할 부분이다.

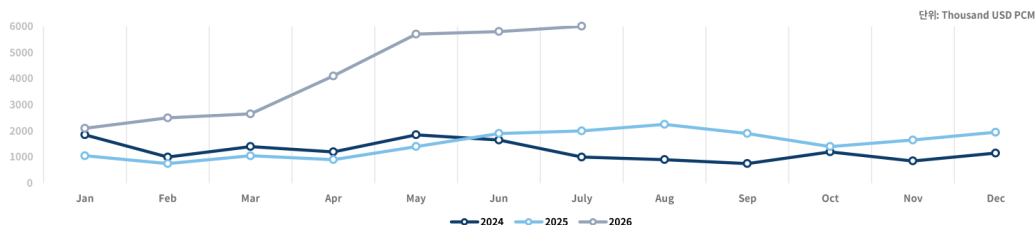
그럼에도 KSS해운의 IR자료에는 미국산 LPG로 공급이 넘어가면서 자연스럽게 VLGC 톤마일 운임이 많이 상승했지만 실질적으로 다운스트림에 부담을 주기에 수요 약화 우려는 그대로 있는 상황이다. 여기서 물동량이 주는데 운임이 유지되는지가 포인트이다.

## VLGC 운임 동향

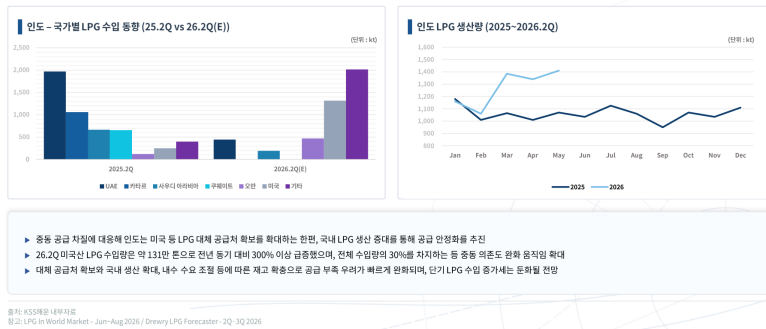
高운임 지속 / 수요 약화 우려

KSS

### VLGC SPOT TCE Rates(2024-2026.07)

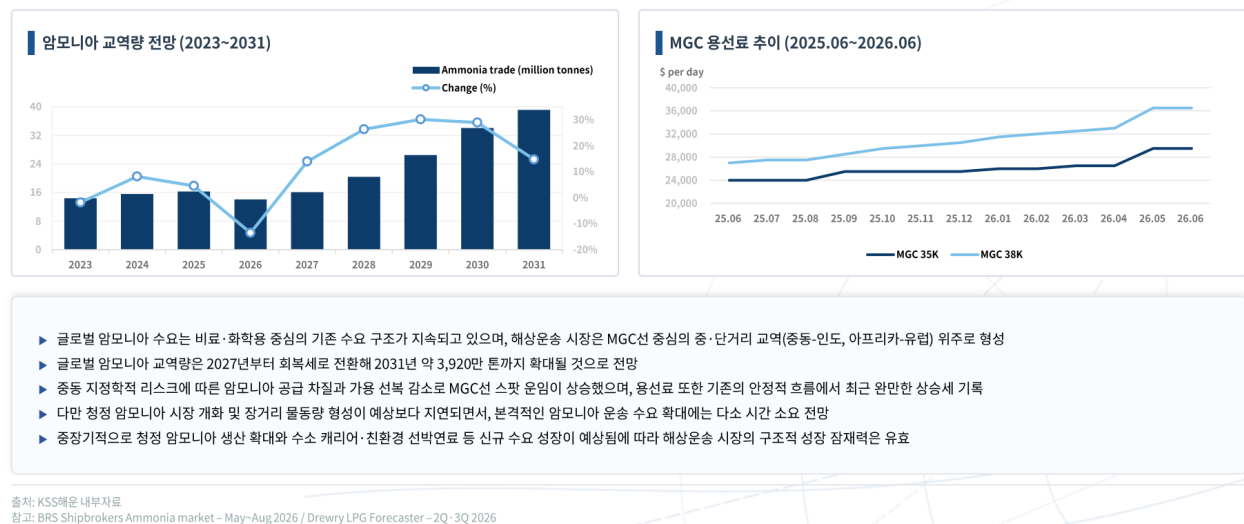


- ▶ 중동 분쟁에 따른 LPG 공급 차질 및 선박 확보 경쟁으로 VLGC SPOT TCE는 분쟁 이전 약 7.5만불/day에서 5월 중순 약 20만불/day까지 급등하며 고정 형성
- ▶ 아시아의 대체 공급처 확보 수요가 미국산 LPG로 이동하면서 파나마 운하 통항 수요 및 희망봉 우회 확대를 야기, 톤마일 수요 증가와 가용 선박 감소로 이어져 운임 강세 지지
- ▶ 다만 높은 해상운임과 파나마 운하 슬롯 경매비용은 다운스트림 마진 및 차익거래 여건을 악화시켜 스팟 수요 확대를 제한하는 요인으로 작용
- ▶ 향후 VLGC 신조선 인도에 따른 선박 공급 확대가 예상되는 가운데, 중동 LPG 수출 정상화 속도와 미국산 LPG 수출·수요 변화 등 높은 운임 변동성 지속 전망



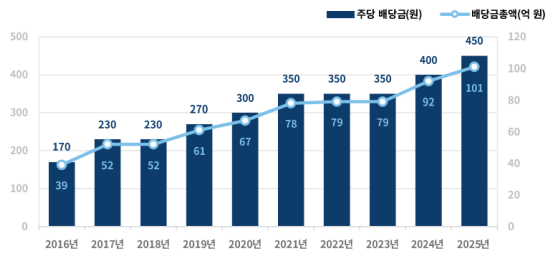
인도의 경우 LPG 생산량을 자체적으로 늘려 수입량을 줄이는 공급 안정화를 이미 추진하고 있어 중국과 아시아 중심으로 톤마일 기준으로 지속적으로 매출이 나올지가 관심이 크다.

## Ammonia 시장

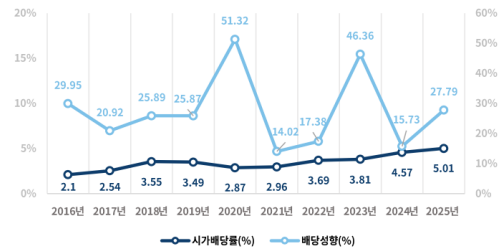


- ▶ 글로벌 암모니아 수요는 비료·화학용 중심의 기존 수요 구조가 지속되고 있으며, 해상운송 시장은 MGC선 중심의 중·단거리 교역(중동-인도, 아프리카-유럽) 위주로 형성
- ▶ 글로벌 암모니아 교역량은 2027년부터 회복세로 전환해 2031년 약 3,920만 톤까지 확대될 것으로 전망
- ▶ 중동 지정학적 리스크에 따른 암모니아 공급 차질과 가용 선박 감소로 MGC선 스팟 운임이 상승했으며, 용선료 또한 기존의 안정적 흐름에서 최근 완만한 상승세 기록
- ▶ 다만 청정 암모니아 시장 개화 및 장거리 물동량 형성이 예상보다 지연되면서, 본격적인 암모니아 운송 수요 확대에는 다소 시간 소요 전망
- ▶ 중장기적으로 청정 암모니아 생산 확대와 수소 캐리어·친환경 선박연료 등 신규 수요 성장이 예상됨에 따라 해상운송 시장의 구조적 성장 잠재력은 유효

주당 배당금



시가배당률 및 배당성향



- ▶ 2025년도 기준 주당 배당금(DPS) 450원 현금배당 실시, 26.2Q 종가 기준 시가배당률 약 4.9% 기록.
- ▶ 전년도 DPS인 400원 대비 배당금을 12.5% 상승시키며 우수한 배당성장 및 지속적인 주주환원 제고 이행.
- ▶ 현재 배당성향 25% 이상 & 전년 대비 배당 10% 이상 증가하여 배당소득 과세특례 적용 요건 충족, 고배당기업에 해당.
- ▶ 7월 말 이사회 결의를 통해 자기주식 508,355주(총 발행주식수의 2.2%) 전량 소각을 결정했으며, 8월 10일 소각 완료.