



| 해운 |

TORM plc. (TRMD)

MR.TORM, Stay Clean !

2026 Preview: 2026E 매출액 26.2억달러(YoY +96%), 영업이익 11.5억 달러(YoY +224%)의 폭발적인 수혜를 전망한다. 동사는 4Q25 매출액 3.53억 달러(YoY +15.5%), 영업이익 1.07억 달러(YoY +12.4%)를 기록하며 운임 회복 사이클 진입을 가시화했다. 글로벌 정유 능력 재편과 호르무즈 해협 봉쇄에 따른 톤마일 수요 폭증, LR2의 원유선 시장 50척 순이동으로 인한 Clean 탱커 공급 압박이 이 운임 상승을 가속화할 것이다.

[지정학 INTRO] 피크아웃 우려는 기우

5/14 회담 이후 제품선 업종은 피크아웃 우려에도 톤마일 확장에 따른 고운임이 지속될 것으로 전망한다. 전쟁이 장기화되며 주요 산업 전반의 미스프라이싱은 이미 상당 부분 축소되었으나, 이번 회담을 기점으로 호르무즈 해협이 부분 개방될 경우 시장은 해운주를 단기 투매할 가능성이 높다. 본 리서치팀은 이를 실질적인 이익 훼손이 부재한 과매도로 판단, **투자 의견 BUY**를 제시한다.

[투자포인트 1] 싸고(C) 많은(Q) MR

동사의 2026E MR 스크러버 프리미엄을 3,623만 달러로 전망한다. 지정학적 리스크에 따른 MR의 수혜 속에서 동사의 선박은 peer 대비 21%p 높은 67%의 MR 포트폴리오를 보유하고 있다. 80%의 스크러버 장착률(시장 평균 대비 +61.7%)로 MR선대에서 26%의 연료비 우위는 USGC 수혜에서 모멘텀을 가속화할 전망이다.

[투자포인트 2] 바다를 먼저 읽는 One TORM System

동사는 One TORM System을 통해 2026E 14.91%의 TCE 프리미엄을 달성할 전망이다. 자체 AI의 영업, 정비 데이터 통합 처리를 통해 고운임 지역 선박 선제 배치 및 업타임 96.2%를 달성, 가용수익일수를 극대화한다. 또한, 호르무즈 해협 차단으로 도래한 운임상승 국면에서 **동사만의 4기능 수직계열화는 영업 레버리지로 작용할 전망이다.**

[밸류에이션] EV/EBITDA Valuation

동사의 가치평가 방식으로 EV/EBITDA 방식을 채택했다. 호르무즈 봉쇄가 홍해 사태와 질적으로 다른 심각성을 동반한다는 점에서 Forward Peer EV/EBITDA 5.5x 적용 여지가 있으나, 반년을 초과한 운임 강세 지속을 가정하는 것은 비약이라고 판단한다. 이에 홍해 사태 당시 초입 멀티플 4.0x를 적용, **목표주가 \$46.59, 매수가격 \$25.61, 상승여력 81.9% 제시한다.**

Investment Fundamentals

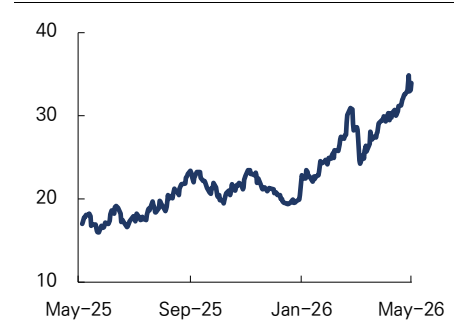
	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E
FYE Dec					
매출액	1443.4	1520.5	1559.3	1339.5	2623.5
영업이익	601.2	698.8	658.9	356.6	1153.8
당기순이익	562.4	648	611.6	286.2	1101.4
EPS	6.92	6.39	6.03	2.82	11.2
PER	4.21	3.92	2.98	6.74	3.03
PBR	1.7	1.56	0.91	0.9	1.33
OPM	41.7%	46%	42.3%	26.6%	43.9%
ROE	44%	40.9%	32.7%	13.4%	32.5%

투자 의견	BUY
목표주가	\$46.59
매수가	\$25.61
상승여력	81.9%

Stock Data

NASDAQ(05/12)	26,283.01
시가총액	35억 달러
발행주식(주)	1억 2123만 339 주
52주 최고/최저(USD)	34.87 USD / 15.79 USD
배당수익률(%)	6.25%
주요주주(%)	Oaktree Capital Management L.P. 23.34%
	Hafnia Ltd 13.86%
주가상승률(%)	1개월 14.1% 6개월 58.65% 12개월 105.7%

Stock Price



Research Team 1

팀장	김민석	kmss2036@cau.ac.kr
팀원	동진희	djh7299@cau.ac.kr
	박연주	genuinep@cau.ac.kr
	강요한	Joh1392@cau.ac.kr
	김세정	sjflower@cau.ac.kr
	김수진	tnwls3914@cau.ac.kr

CONTENTS

I . 서론	1
II . 매매전략	3
III . 산업분석	4
IV . 기업분석	10
V . 투자포인트	12
1. 싸고(C) 많은(Q) MR	12
2. 바다를 먼저 읽는 One TORM System	14
VI . 밸류에이션	16
VII . 추정논리	17

I. 서론

5월 14일 회담, 결렬은 없다

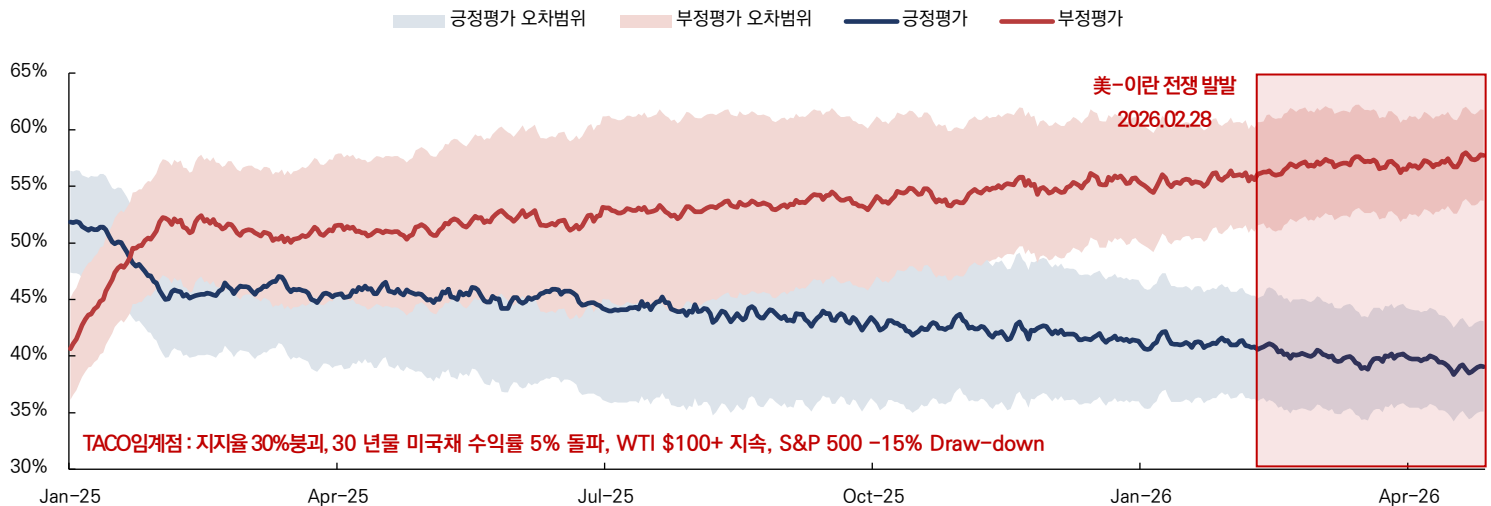
미국의 유가 부담과 이란의 수출 필요성, 중국의 협력으로 5월 14일 회담이 MOU 체결과 호르무즈 통항 정상화로 귀결될 것으로 전망한다.

미국의 추가 확전 여력은 제한적이다. WTI \$105·브렌트유 \$126, 미국 휘발유 가격은 두 달 만에 \$3.00→\$4.30으로 43% 급등했다. 더불어 디젤 가격의 47% 상승으로 식료품·건자재의 연쇄적인 인플레이션이 예상된다. 11월 중간선거까지 6개월 남은 상황에서, 휘발유 가격 상승은 트럼프에게 가장 직접적인 부담이다. Pew 지지율 34%, AP/NORC 30%, 경제 관련 순지지율도 -41.5% 하락한 지금, 당내 기류를 감안하면 미국의 선택지는 호르무즈 정상화에 가까울 것으로 판단한다.

美 휘발유 두 달 만에 +43%
트럼프 지지율 최저치 34%(Pew)

[자료 1-1] 트럼프 지지율 추이

(단위: %)



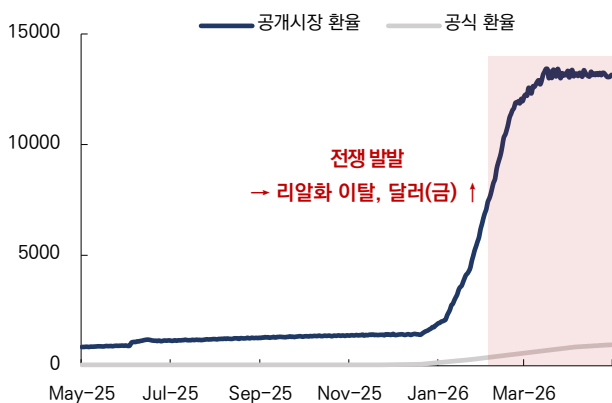
출처: Nate Silvers polls of polls, RFS Team 1

[자료 1-2] 이란 환율(IRR,USD) 추이

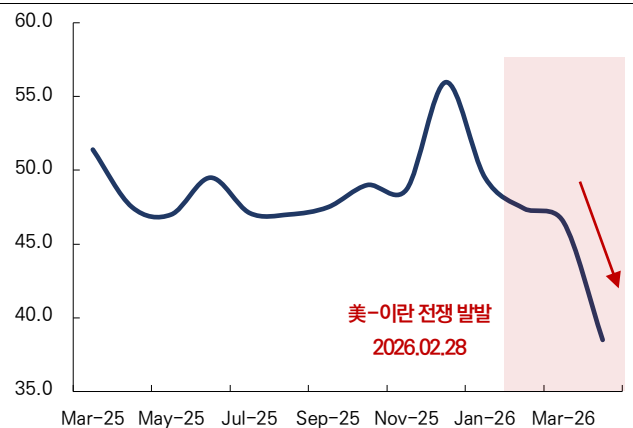
(단위: 리알)

[자료 1-3] 중국 원유수입량 추이

(단위: %)



출처: TradingEconomics, Bonbast, RFS Team 1



출처: GACC, Reuters, EIA, Statista, S&P Global, RFS Team 1

**이란: 15일이면 한계
리알 환율 +100%
인플레이 100%(+30%p)**

이란의 체력도 바닥을 드러내고 있다. BofA의 추정 결과 이란은 25만의 bpd를 배럴당 \$85에 판매하면서 중앙정부 임금과 군 보급만을 충당하고 있으나, 리알 병행시장의 환율은 달러당 181만 리알(전쟁 전 대비 2배)까지 하락했고 인플레이션은 100%(+30%) 구간으로 올라섰다. Kpler는 이란의 원유 저장공간이 15일 안에 한계에 닿을 것으로 예상했다. 핵 문제에서 바로 물러서기는 어렵지만, 원유 수출 재개를 위한 일부 완화는 필요한 상황이다.

**中: 이란산이 필요
4월 원유수입 -3.5M b/d**

중국도 협력할 전망이다. Vortexa에 따르면 4월 원유 수입이 일평균 8.2M b/d(-3.5M)로 감소했다. 제재 프리미엄을 누리던 이란산 할인 원유가 최대 공급 리스크로 역전된 지금, 지난 6일 왕이는 호르무즈 통항의 조속한 회복을 요구했다. 이란 원유의 최대 수요자이자 이란을 움직일 수 있는 유일한 외교 채널로서, 베센트가 중국의 역할 강화를 공개 요구한 것도 같은 맥락이다. 회담에서 이란 문제가 함께 논의될 예정인 만큼 중국의 협력이 기대된다.

위 논의를 종합, 본 리서치팀은 회담이 통항 정상화에 무게를 둘 것으로 판단한다. 완전한 핵합의는 이란 내부 정치로 인해 단기간 내 도출되기 어렵고, 추가 확전은 지속 가능성이 낮다. 따라서 5월 14일 회담은 결렬보다 MOU 체결, 호르무즈 통항 부분 완화, 30일 핵협상 개시 쪽으로 전개될 가능성이 높다.

II. 매매전략

5/14 회담 이후, 120EMA 부근의 단기 조정을 매수 기회로 활용할 것을 제시한다. 또한, 이에 따른 업사이드 81.9%가 기대된다. (목표가 \$46.59)

홍해 사태: 120EMA 지지 후 중복 반등
120EMA = TORM 하방 지지선

우선 동사 주가의 120EMA 지지 패턴이 반복 확인된다는 점에 주목해야 한다. 홍해 사태 당시, 24년 4월 중순과 6월 중순 두 차례 모두 주가가 120EMA 부근까지 조정받은 직후 재차 반등한 바 있다. 즉 전쟁 프리미엄 청산 구간에서 동사 주가의 하방은 120EMA 수준에서 형성된다. 회담 직후의 조정이 120EMA를 훼손하지 않는다면 이는 실물 시장 훼손이 아닌 과밀 롱 포지션 청산에 따른 가격 조정으로 판단한다.

특히 5/13 1Q26 어닝과 배당락, 5/14 회담이 연속되는 구간에서 펀더멘털과 무관한 변동성 매도 압력이 확대될 가능성이 높다. 이에 본 리서치팀은 다음의 분할매수 전략을 제시한다.

- ① 진입: 회담 직후 증가 기준 120EMA \$25.61 부근 지지가 재확인될 경우 30% 비중 진입
- ② 확대: AWRP 0.7% 이상 고착화가 확인될 경우 40%까지 비중 확대
- ③ 청산: 1) 120EMA 이탈, 2) AWRP 0.7% 이탈, 3) TCE 인하가 동시에 확인될 경우 전량 청산

본 매매의 핵심은 시장이 평화를 과도하게 선반영하며 실물 프리미엄까지 매도하는 구간의 역(逆)활용임을 강조한다.

[자료 2-1] 주가분석, 매매전략

(단위: 달러, 경과일)



출처: Tradingview, RFS Team 1

Ⅲ. 산업분석

5/14 회담 이후 운임 피크아웃 우려가 제기될 해운업에서 가장 주목해야 할 업종으로 '제품선'을 제시한다. 회담 타결 직후 운임·해운주는 단기 급락할 수 있으나, 본 리서치팀은 이를 매수 기회로 판단했다. 이는 1)전쟁위험보험료의 하방경직성, 2)호르무즈 통행료·호위비의 신규 비용화, 3)해협 정상화에 필요한 6개월의 시차에 기인한다. 이에 따라, 회담 이후 주가 급락이 발생하더라도 제품선 운임의 하단은 3Q26까지 견조할 전망이다.

피크아웃 우려는 기우

원유선 (=DPP(Dirty Petroleum Product) tanker): 원유 → 정유소

제품선 (=CPP(Clean Petroleum Product) tanker): 정제유 → 소비자

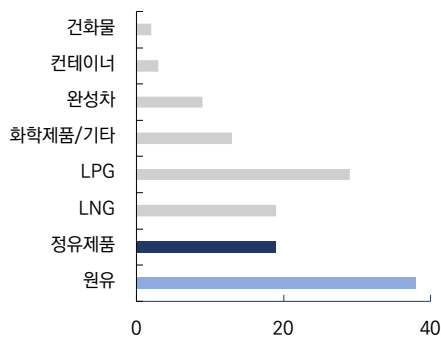
5/14 회담 직후 제품선 업종은 회담 이후 피크아웃 우려에도, 톤마일 확장에 따른 고운임이 지속될 것으로 전망한다. 제품선 업종의 프리미엄 유지 배경은 운임(P), 톤마일(Q), 항차 비용(C)에 있다. 회담 타결은 지정학 프리미엄(P)을 단기적으로 낮출 수 있으나 항로 개방은 선박 공급을 즉시 회복시키지 못하며, 전쟁위험보험료와 통행비는 운임(P)과 톤마일(Q)을 평시보다 높은 수준에 묶어둘 가능성이 높다. 따라서 회담 직후 금융시장은 먼저 하락하더라도, 실물 운임의 하락 속도는 제한적일 것으로 판단한다.

해운업 중 제품선에 집중, 원유선보다는 제품선

USGC發 APAC向 물량 2배
동남아프리카向 4배

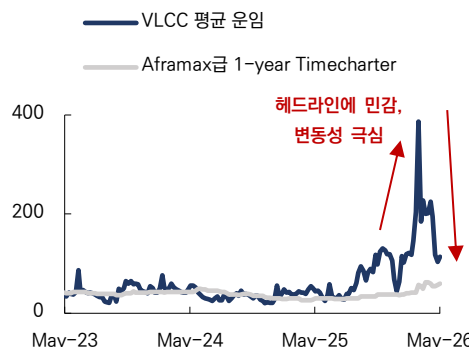
5/14 회담 이후에는 원유선 대비 제품선에 주목해야 한다. 원유선 운임은 유가와 원유 수출량에 민감한 반면, 제품선은 정제유 이동 거리와 항로 병목에 직접적으로 반응한다. 실제로 3월 이후 USG·유럽發 아시아 태평양향 제품선 물동량은 전쟁 이전 80만 bpd 대비 2배 이상 증가했으며, 동·남아프리카향 물동량은 4배 이상 확대되었다.

[자료 3-1] 호르무즈 해협 통과 물동량 비중 (단위: %)



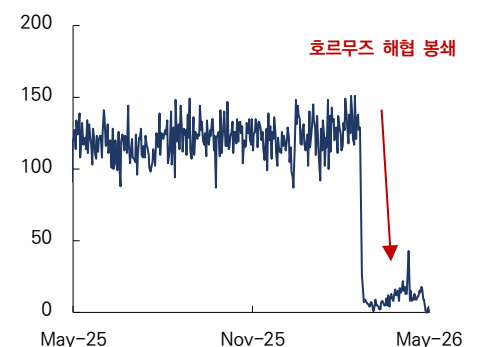
출처: Clarksons, RFS Team 1

[자료 3-2] 원유운반선 평균운임 (천달러/일)



출처: Clarksons, RFS Team 1

[자료 3-3] 호르무즈 해협 통과 선박 (단위: 척)



출처: Clarksons, RFS Team 1

P 하락은 느낄 것

제품선 운임(P)의 하단을 전쟁위험보험료(AWRP)가 지지할 전망이다. 현 시점 호르무즈 해협의 AWRP는 선체 가치의 0.8~1.5%로 평시(0.05%)의 최소 16~30배 수준에 형성되어 있으며 LR2 기준 최대 200만 달러의 순현금 유출이 추정된다.

AWRP: 선체 가치의 0.8~1.5%
평시(0.05%) 대비 16~30배
LR2 항차당 최대 \$2M 순현금 유출

이 고요율은 단기간 내 하락이 어려울 것으로 판단한다. 보험 시장은 휴전이나 긴장 완화에 요율을 인하하지 않고, 드론·기뢰·무인 수상정 등 타격 자산이 실재하는 한 공격이 언제든 재개될 수 있는 리스크 프라이싱을 유지한다. 실제로 JMIC 및 해상보험시장은 호르무즈 해역의 보안 위협 등급을 최고 단계인 'CRITICAL'로 유지하고 있다.

실제로 보험 중개업체 Howden에 따르면 호르무즈가 안전한 항로로 재인정되기 위해서는 1)지속 가능한 휴전, 2)항행 자유 보장, 3)최근 공격·나포 부재, 4)기뢰 제거와 감시, 5)일정 기간 정상 선박 이동이 필요하다. 홍해 사태를 참고하면, Howden은 미국-후티 간의 교전이 중단되고 평화 협상 가능성이 제기되었을 때에도 1.0%의 요율을 유지한 바 있다.

**호르무즈 통행료 평균 \$500K
이란의 통행세 징수 의지는 명확**

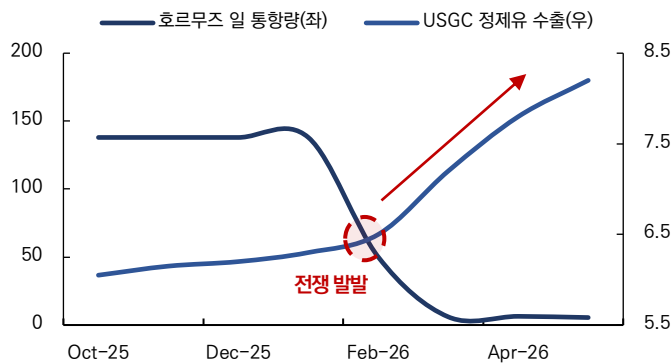
통행료(\$500,000,Bloomberg) 또한 신규 비용으로 작용할 전망이다. 통행 방해로 목적으로 한 홍해의 후티 반군과 달리, 이란의 통행세 징수 의지는 명확하다. 실제로 지난 7일 이란은 미국과 1페이지 분량의 합의서를 체결하면서도 호르무즈 해협 관리청을 신설했다.

[자료 3-4] 전쟁 이후 호르무즈 vs USGC

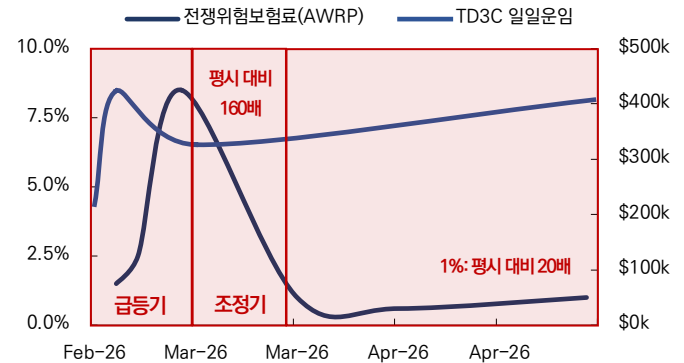
(단위: 척/일(좌), mb/일(우))

[자료 3-5] 전쟁위험보험료, T3DC 운임 추이

(단위: %,달러)



출처: Clarkson's, RFS Team 1



출처: 언론종합, RFS Team 1

Q의 정상화도 느릴 것

최소 6개월의 USGC·아시아 노선 유지로 톤마일(Q)과 호르무즈 가용 선박의 정상화는 제한적일 것으로 전망한다. 이는 1) 보험료, 2) 통행료, 3) 적체 정상화 소요 지연에 기인한다.

화주에게 호르무즈는 더 이상 합리적이지 않다. 1%의 AWRP를 기준으로, 7,500만 달러 가치의 LR2의 호르무즈 1회 통항 비용은 AWRP·호르무즈 통행료·수에즈 운하 통행료 합산 약 125만 달러(18억원)으로 추정된다. 이란이 요구하는 호위 비용까지 반영하면 격차는 더욱 확대된다. 분쟁 이전 호르무즈 노선은 LR2(MR 적재량 2.5배) 기반 규모의 경제 효과로 톤당 운임(P)이 5~10달러 저렴했으나, 제반 비용 가산 시 톤당 14~19달러의 역(逆) 스프레드가 발생한다.

**USGC·아시아 노선 고착 전망
호르무즈 노선 역(逆) 스프레드 발생 추정**

[자료 3-6] 전쟁 전후 호르무즈 통항비용 비교

(단위: 달러)

[자료 3-7] 총항차비용 민감도분석

(단위: %,달러)

비용 항목	전쟁 전	항후 6개월 추정치	변동액
A. 보험료			
선체 전쟁보험료 (AWRP)	93,750	750,000	+656,250
P&I(선주책임상호보험) 전쟁 위험 할증료	15,000	75,000	+60,000
적하 전쟁보험료 (화물가치 4,000 만 달러 기준)	8,000	60,000	+52,000
부분합 A	116,750	885,000	+768,250
B. 호르무즈 해협 통행료			
이란 호르무즈 해협 통행료	-	500,000	+500,000
부분합 B	-	500,000	+500,000
C. 항차 비용			
호르무즈 통항 대기 및 호송 지연 비용	-	120,000	+120,000
부분합 C	-	120,000	+120,000
D. Risk-Linked Surcharges (리스크 가산)			
선원 위험수익 수당 (국제운수노련 규정)	5,000	35,000	+30,000
이란 호위 수수료	-	n.a.	n.a.
부분합 D	5,000	35,000	+30,000
총비용	121,750	1,540,000	+1,418,250
추가 운임 \$/ton	1.52	19.25	+17.73

출처: Clarkson's, 언론종합, RFS Team 1

	Toll: \$0	Toll: \$250,000	Toll: \$500,000	Toll: \$1,000,000	Toll: \$2,000,000
0.25%	767,500	1,017,500	1,267,500	1,767,500	2,767,500
0.50%	955,000	1,205,000	1,455,000	1,955,000	2,955,000
0.75%	1,142,500	1,392,500	1,642,500	2,142,500	3,142,500
1.00%	1,330,000	1,580,000	1,830,000	2,330,000	3,330,000
1.25%	1,517,500	1,767,500	2,017,500	2,517,500	3,517,500
1.75%	1,892,500	2,142,500	2,392,500	2,892,500	3,892,500
2.50%	2,455,000	2,705,000	2,955,000	3,455,000	4,455,000

출처: GACC, Reuters, EIA, Statista, S&P Global, RFS Team 1

이를 증명하듯 분쟁 수역을 이탈한 제품선 다수가 이미 1~3년 장기 계약에 흡수되었다. Clarkson에 따르면 대서양과 서방 수역을 인도 장소로 지정한 계약이 늘었고, 일부 LR2·MR은 이미 장기 항로에 고착되었다. 단기 계약으로 미주나 유럽에 도달한 선박도 사정은 다르지 않다. 하역 후 눈앞에 USGC 화물이 있는데 굳이 수심 일의 공선 항해 비용을 들여 페르시아만으로 돌아갈 이유가 없다.

24년 홍해: 정상화 4개월 소요
펜타곤,기뢰 제거 최대 6개월 전망

Economist

기뢰 제거 지연과 보험료를 유지 전망

통항이 재개되더라도, 선적 정상화는 지연될 전망이다. 1) 해역 내 부설 기뢰 제거, 2) 산발적 충돌로 훼손된 항만 인프라 복구가 선행되어야 하기 때문이다. 실제 24년 홍해 사태 당시 항로 정상화 및 항만 적체 해소에만 약 4개월이 소요되었으며, 지난 6일 펜타곤은 이란 부설 기뢰 완전 제거에 최대 6개월이 소요될 수 있다고 의회에 보고한 바 있다. 결국, 타 수역으로 재배치된 선대가 고비용과 물리적 위험을 감수하며 빈 배로 페르시아만에 복귀할 경제적 유인은 제한적이라고 판단한다.

제품선을 이끌어갈 USGC-MR

USGC > 아시아

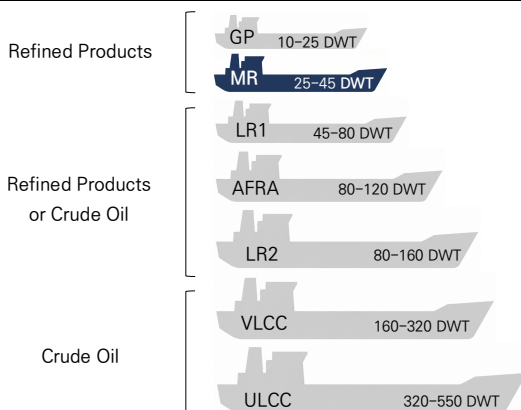
호르무즈 대체 노선 중, USGC 노선에 주목해야 한다. 호르무즈 공백을 당장 메워야 하는 화주는 신규 증설분보다 기존 정제능력과 물리적 근접성을 우선 활용하기 때문이다. USGC는 호르무즈 대체 조달의 초기 흡수처이자 정제유 수요가 즉시 몰릴 수 있는 지역이라는 점에서 P-C 스프레드가 가장 크다. 인도·아시아 물량까지 본격적으로 채워지는 국면이라면 USGC 노선은 이미 타이트해진 이후일 가능성이 높다. 실제로 USGC정유소는 근 10년 내 최고치인 약 93%의 가동률을 기록했다.

MR > LR1,LR2

25,000 ~ 49,999 DWT: MR
50,000 ~ 79,999 DWT: LR1
80,000 ~ 159,999 DWT: LR2

USGC 수혜는 MR에 가장 직접적으로 귀속될 전망이다. 이는 협소한 항만 규모에 따른 MR의 범용성에 기인한다. Clarkson에 따르면 USGC 제품선 항로 9개 중 6개가 최대 40k톤급으로 제한되어 있다. LR1(⟨LR2) 선단의 최소 규모가 55k톤급임을 고려하면, MR은 67%의 물량을 독점할 수 있다. 정제유 수요가 특정 대형 항로에 집중되기보다 지역별·품목별로 분산되는 국면에서는 대형선보다 MR의 범용성이 더욱 부각된다는 점도 주목 필요하다.

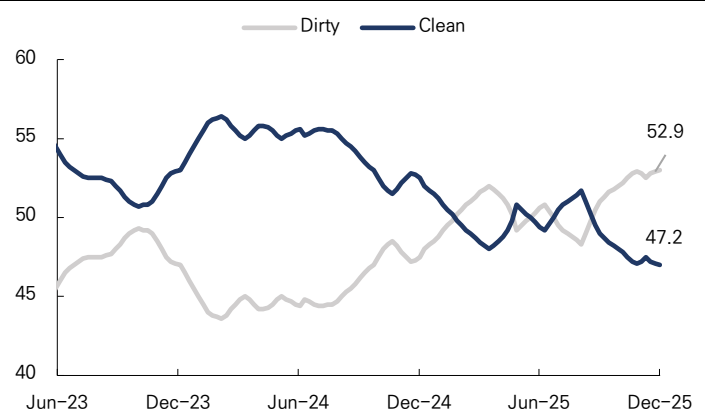
[자료 3-8] 유조선 분류



출처: EIA, RFS Team 1

[자료 3-9] LR2 선단의 Crude Oil(DPP) 운송 비중

(단위: %)



출처: Oil Brokerage, RFS Team 1

MR이 '구조적'으로도 부족하다면

로(老)가 신(新)을 상쇄

오더북(Orderbook): 선사가 조선소에
선박 건조를 발주하여 아직 인도받지 않은
수주 잔량

'25년 제품선 오더북은
'24년 대비 64% 급감

로(老)가 신(新)을 상쇄하는 국면에서, MR의 수혜는 지속될 가능성이 높다. 26~'29년 MR 오더북은 선단의 15%로 LR2 34%, LR1 18% 대비 낮게 형성되어 있다. 즉 향후 제품선 신규 공급은 LR2에 집중되어 있으며, USGC 항로 대응력이 높은 MR의 공급 증가는 제한적이다.

제품선 신규 발주는 빠르게 둔화되고 있다. '25년 제품선 신규 발주량은 820만 DWT으로, '24년 2,290만 DWT, '23년 1,790만 DWT 대비 절반 이하로 줄었다. 조선소들이 여타 선종을 우선시하는 상황에서 향후 수 년간 발주가 제한적으로 유지될 경우 '28년 이후에는 선단 증가세가 크게 둔화될 전망이다.

노후선의 비중도 신규 발주에 대한 부담을 낮춘다. '28년 말 기준 선령 20년 이상 MR 선박은 637척까지 증가할 전망이다. 이는 현재 발주잔량을 크게 상회하는 수준이다. 미국과 EU는 노후선을 환경 규제와 연비 열위, 검사 비용 증가로 인해 전방위에서 제재한다. 결국 신규 선박이 인도되더라도 노후선 이탈이 이를 상당 부분 상쇄할 것으로 판단한다.

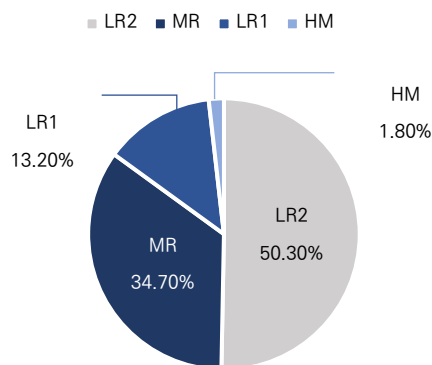
[자료 3-10] 글로벌 제품선 선단 및 오더북

(단위: 척, %)

선종	'24년 말 기준 선단 규모	'25년 인도량	'25년 폐선량	'25년 말 기준 선단 규모	'26~'29년 수주 잔량	'25년 대비 '26~'29년 수주 잔량
LR2	456	54	2	508	171	34%
LR1	376	8	8	376	68	18%
MR	1,925	96	14	2,007	302	15%
Handysize	557	5	5	557	22	4%
합계	3,314	163	29	3,460	563	16%

출처: TORM, RFS Team 1

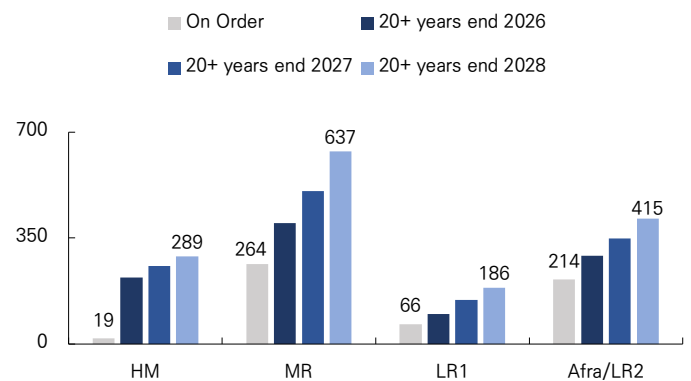
[자료 3-11] 선종별 제품선 오더북 비중



출처: Clarksons, RFS Team 1

[자료 3-12] 노후 선박(선령 20년 이상) vs. 신규 수주 비교

(단위: 척)



출처: Clarksons, RFS Team 1

Check Point: 기름은 원래 부족했어

서방국: 문 닫을게

정유 능력의 감소와
정유자-소비지 불일치 심화로
톤마일(Q) 구조적 증가 전망.

정유소 폐쇄로 인한 추가 수요:
LR2 33척 + MR 25척

희망봉 우회 시:
LR2 20척 추가

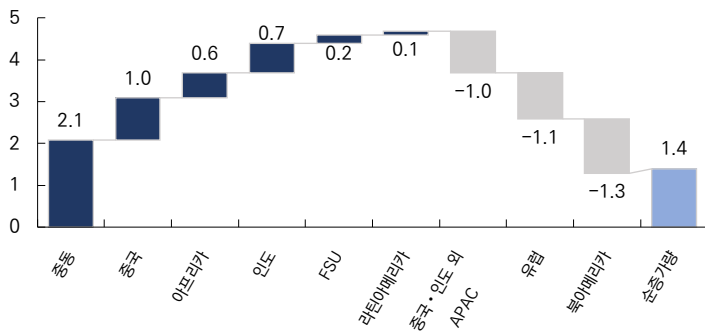
수요도 Q를 이룰 전망이다. 정유소 폐쇄는 유럽·북미를 중심으로, 증설은 중동·중국을 중심으로 진행되고 있다. 이에 따라 정유지와 소비지의 거리는 멀어지고 있다. 강조했듯, 제품선은 정제유 소비량보다 운송 거리와 항로 변화(Q)에 더 민감하다.

실제로 '25년 유럽 세 곳의 정유소가 문을 닫으며, 해당 지역 정유 능력의 5%에 해당하는 40만 b/d의 공급 공백이 생겼다. 마찬가지로 LA 정유소 폐쇄에 따른 16만 b/d의 공급 감소로 미서안에서도 정제 용량의 6%가 줄었으며 2Q26 예정된 베니시아 정유소 폐쇄를 반영하면 누적 감소분은 12%에 이를 전망이다.

사라진 정유 능력은 곧 신규 수요로 이어진다. 유럽 폐쇄분 40만 b/d는 LR2 기준 약 13척, 미국 서부 폐쇄분 30만 b/d는 MR 기준 약 25척의 추가 수요에 해당한다. 결국 교역량이 늘지 않더라도 항로가 길어지는 것만으로 제품선 Q는 확대될 전망이다.

[자료 3-13] 2020~2026년 정유 설비 순증가량

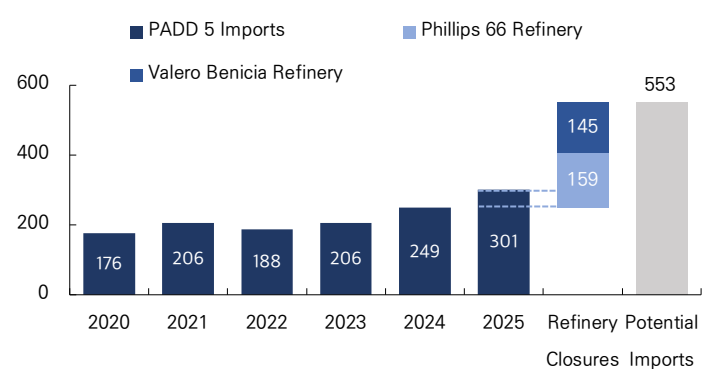
(단위: m b/d)



출처: Energy Aspects, RFS Team 1

[자료 3-14] 미서안 정유소 폐쇄로 인한 수입 수요

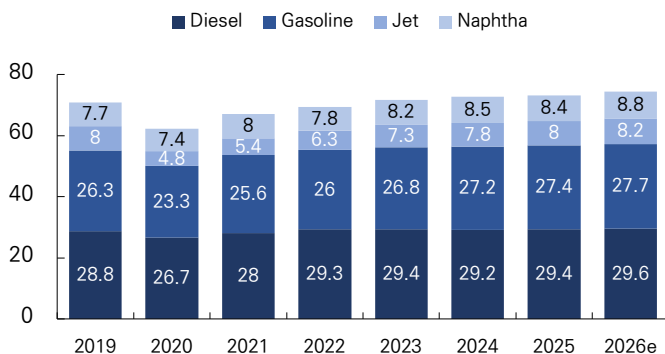
(단위: k b/d)



출처: Vortexa, RFS Team 1

[자료 3-15] 글로벌 정제유 수요(2025년)

(단위: m b/d)



출처: Energy Aspects, RFS Team 1

[자료 3-16] 서부 정유소 폐쇄로 인한 수요 증가

(단위: k b/d, 척)



출처: TORM, RFS Team 1

위 논의를 종합, 본 리서치팀은 제품선 업종에서 MR의 확보가 가장 중요한 구간에 진입했다고 판단한다. USGC 노선과 수급 위치 불균형이 톤마일(Q)를 끌어올리고, 공급 측면에서는 낮은 오더북과 노후선 증가가 가용 선박을 제한하는 상황이다. 따라서 MR 운임은 단기 지정학 이벤트뿐 아니라 구조적 수급 불균형으로도 지지될 가능성이 높으며, 제품선 내에서는 MR 비중이 높은 기업에 주목해야 함을 다시 한 번 강조한다.

Top-Pick: TORM plc.(TRMD): 신에게는 아직 64척의 MR이 남아있습니다.

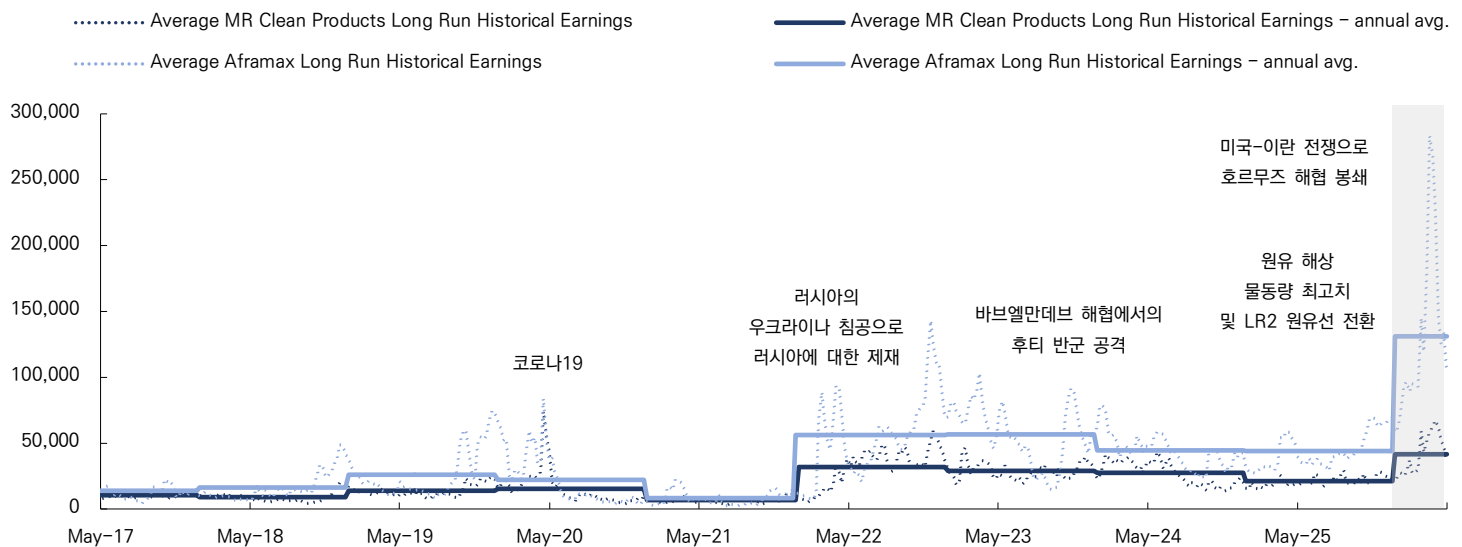
최선호주로 TORM plc.를 제시한다. 당사는 보유 선단 95척 중 64척(peer 대비 +21%p)이 MR으로 '26년 전체 가동일수의 약 67%를 MR이 차지하고 있어, peer 대비 높은 프리미엄을 장기간 누릴 전망이다.

호르무즈 봉쇄 이후 동사의 USGC발 MR 4개 핵심 루트의 TCE는 평균 2.5배 향상되었다. 4개 루트의 가중평균 상승률은 243%로, 실제로 USGC 노선의 운임 프리미엄이 가장 빠르게 확대되고 있다.

제품선 운임 상승이 전체 선종에 고르게 분산되는 국면이 아니라 USGC·MR 중심으로 나타나는 지금, 동사의 실적 민감도가 peer 대비 높게 나타날 수밖에 없다고 판단한다. 26E MR의 SPOT계약 운항일수는 MR 6,790일로, LR1·LR2합산의 2배에 형성되어 있다.

[자료 3-17] MR&LR2(Aframax) 평균 운임 환경

(단위: 달러/일)



출처: TRMD IR, Clarkson, RFS Team 1

IV. 기업분석

동사는 1Q26 기준 MR·LR1·LR2 총 95척을 운용하는 Clean 탱커 선사로, 높은 MR 비중 및 One TORM 플랫폼 기반의 운영 효율성을 기반으로 업종 최상단 수준의 TCE 초과 수익을 실현하고 있다. 안정적인 재무 상태와 높은 배당 성향은 사이클 변동성을 주주가치의 훼손 없이 흡수하며, 2026년의 동사의 건전성도 견조할 전망이다.

(1) 선종 분포

① MR (Medium Range)

'25년 TCE 26,374달러/일을 기록했다. 동사는 MR 리스백 2척을 포함하여 총 64척을 운용 중이며 이는 전체 선단의 68%를 차지한다. MR은 가솔린·나프타·경유·항공유 등 모든 표준 석유제품을 운반 가능하며 일부 선박은 화학 제품 운송을 위한 추가 장비를 갖추고 있어 다양한 등급의 화학 물질을 취급할 수 있도록 개조되었다. USGC-유럽·중남미 항로, 북서유럽-아프리카 항로 등에서 주로 활동한다.

'25년 기준 글로벌 CPP 시장에서 MR은 단일 선종으로는 가장 많은 2,017척이 운항 중이며, 동사의 MR은 그 프리미엄을 입증하여 업계 내 최상단의 TCE를 부여 받고 있다.

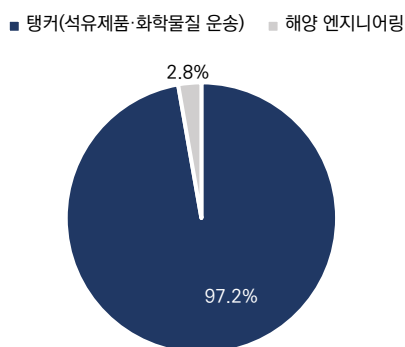
② LR1 (Large Range 1)

'25년 연간 TCE 28,262달러/일을 기록했다. 리스백 7척을 포함하여 총 10척을 운용 중이다. LR1은 LR2 항로와 MR 항로 모두를 소화할 수 있어, 선종 간 경계를 넘나드는 활용성을 제공한다. 화물 확보 유연성이 높은 만큼, 시장의 변동성에 대한 익스포저도 크다. 비중이 적어 전체 실적 기여도는 제한적이나, 지정학 이벤트 발생 시 항로 전환 옵션으로써의 가치가 있다.

③ LR2 (Large Range 2)

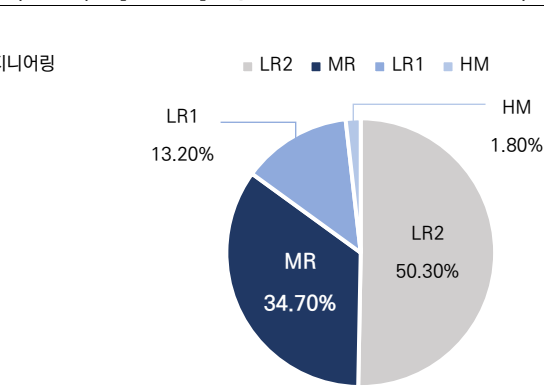
'25년 TCE 35,850달러/일로 선단 내 최고 수익 선종이다. 리스백 1척을 포함하여 총 21척을 운용 중이다. Aframax와 물리적으로 같은 선박이더라도, 도장이 된 상태면(coated) LR2, 그렇지 않으면(uncoated) Aframax로 구분한다. 기본적으로 정유 후의 CPP를 운송하는 선박이나 Aframax의 시장 상황에 따라 DPP 운송으로 전환이 가능하므로 시장 상황에 따른 유연성이 높다.

[자료 4-1] 사업부문별 매출 구성



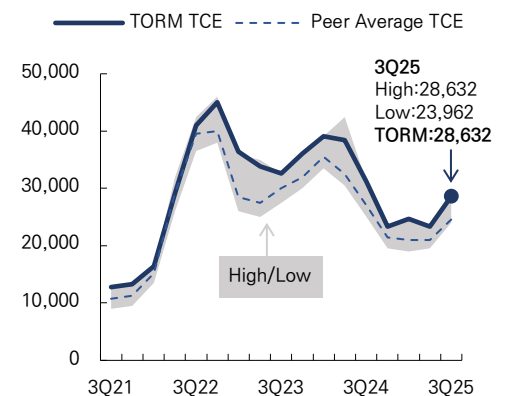
출처: TORM, RFS Team 1

[자료 4-2] 선종별 TCE 매출



출처: TORM, RFS Team 1

[자료 4-3] 업계 대비 TORM의 MR TCE (단위: 달러/일)



출처: TORM, RFS Team 1

(2) 지배 구조

‘25년 기준, 동사의 주요 주주는 Oaktree 26%, Hafnia 14%로 구성되어 있다. ‘25년 12월, Hafnia가 Oaktree로부터 발행주식의 13.97%를 매입하여 2대 주주가 되었고 이로 인해 Oaktree의 지분율이 정관상 기준인 1/3 미만으로 하락했다. 그 결과, Oaktree가 이사회 이사 선임 등 주요 안건에 행사할 수 있었던 3억 5,000만 표의 C주 특수의결권이 ‘26년 1월 6일부로 소각되었다. 이로써 동사의 지배구조는 1주 1표 원칙으로 복원되었다.

다만 동종업계 경쟁자인 Hafnia가 14%의 지분 소유자로 등장함에 따라 향후 M&A 가능성이 상존한다. 임시 Transaction Committee 신설한 바, 리스크 인지는 되어있다고 판단한다.

(3) 배당 정책

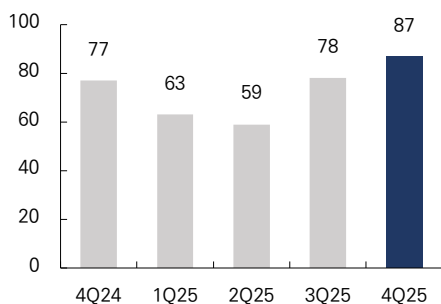
‘25년 주당 배당금 1.97달러, 배당 총액은 2억 1200만 달러(‘25 순익 2억 8,600만 달러)로 배당 79%의 배당 성향을 기록했다. 동사는 분기 순이익을 기준으로 당기 이익의 대부분을 현금 배당으로 환원한다.

Peer와 비교했을 때 MR의 초과 TCE 프리미엄이 배당 재원의 상당 부분에 기여한다는 점에 주목해야 한다. 동사의 MR 프리미엄 TCE가 연간 배당 총액에서 차지하는 비중은 ‘22~‘25년 평균 약 15%로 동사의 배당 능력은 운용 능력 차별화로도 설명이 가능하다.

배당 지속 가능성 측면에서도 동사의 재무 구조는 양호하다. ‘25년 말 기준 선박 담보 대출비율(LTV)은 29.4%로, 선박 가치의 70% 이상이 무차입 상태이다. 가용 유동성도 5억 6200만 달러로 단기 채무 상환과 배당 재원을 동시에 감당할 수 있는 수준이며 운임이 추가로 하락하더라도 이자 부담이나 대출 상환 압력이 배당을 위협할 가능성은 낮다고 판단한다.

[자료 4-4] TORM 영업이익

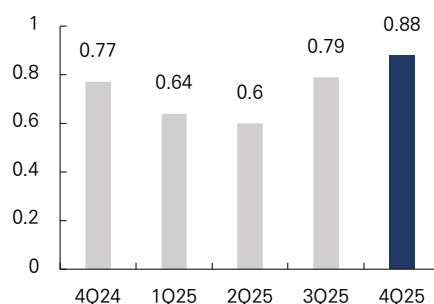
(단위: 백만 달러)



출처: TORIM, RFS Team 1

[자료 4-5] TORM 주당순이익

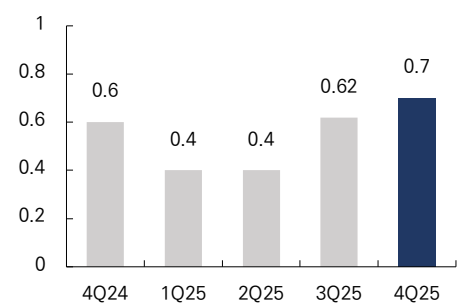
(단위: 달러)



출처: TORIM, RFS Team 1

[자료 4-6] TORM 주당 배당금

(단위: 달러)



출처: TORIM, RFS Team 1

V. 투자포인트

투자포인트 1. 싸고(C) 많은(Q) MR

동사의 '26년 탱커 매출 26억 385만 달러(YoY +98%), MR TCE 매출 11억 210만만 달러(YoY +100.4%)를 전망한다. 이는 1)글로벌 정제설비 재편 및 중동발 리스크 심화에 따른 MR 탱커 수혜, 2)peer 평균 대비 동사의 MR 시장 점유율 우위 및 3)스크러버 프리미엄 기반의 비용 우위에 기인한다.

1. 67% vs 46%: MR 프리미엄

동사는 고비중의 MR 포트폴리오를 활용, USGC 노선에서 peer 대비 최소 연간 1,811만 달러의 초과 수혜를 확보할 전망이다.

동사의 '26년 MR TCE 매출을 11억 210만 달러(YoY +100.4%)로 전망한다. 이미 살펴보았듯 Peer를 21%p 상회하는 동사의 MR 노출도는 증명되었다. 이를 기반으로, 동사는 지정학적 리스크에 따른 톤마일(Q) 증가를 최대로 누리고 있다.

본 리서치팀 추정 결과 실제로 호르무즈 봉쇄 이후 증가한 글로벌 USGC 수출을 연간화할 경우 2억 1,790만 배럴로, M/S를 고려하면 동사 MR 2026E 매출 증분의 9.4%(8,622만 달러)기여가 기대된다. 이는 후술할 동사의 One TORM 프리미엄 등의 운영상의 이점은 고려하지 않은 수치로, MR 단독의 USGC 수혜가 peer 대비 연간 최소 1,811만 달러라는 점에 주목해야 한다.

이러한 동사의 MR 집중도는 경쟁사가 단기간 내 추격 불가능하다. 산업분석에서 살펴보았듯 해운 산업의 리드타임은 최소 2년이며 중고선 매입 역시 MR 선가가 사이클 고점에 위치해 비용 부담이 크다. 실제로 현 시점 5년선 MR의 중고선가는 4,900만 달러('23 +18%) 상승, 신고가(5,400만 달러)에 근접해 있다.

2. 누구보다 빠르게 남들과는 다르게: 스크러버 프리미엄

선종 내 프리미엄 최선단의 MR 스크러버 장착률(80%)이 시장 평균 대비 4.3배 높다는 점에 주목해야 한다. 또한 이에 따른 2026E 3,623만 달러에 해당하는 추가 수익 창출이 가능할 것으로 판단한다.

스크러버 장착선은 저렴한 고유황유를 연료로 사용, 저유황유 사용선 대비 26%의 연료비 우위를 점한다. 동사는 스크러버 정비 인프라를 완전 내재화하여 peer 대비 높은 업타임과 비용 경쟁력을 확보할 수 있다.

[자료 5-1] MR Tanker 5년 중고선 시세 추이

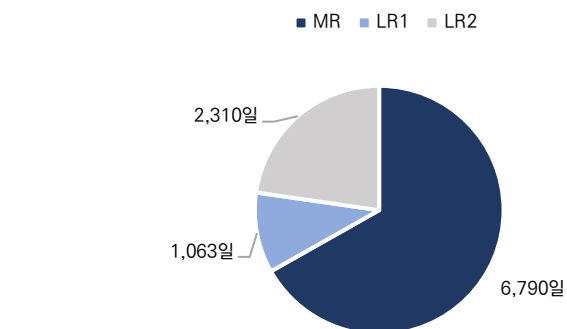
(단위: 백만 달러)

[자료 5-2] 선종별 2026E SPOT 운항일수

(단위: 일)



출처: Clarksons, RFS Team 1



출처: TORM IR, RFS Team 1

MR 선대 스크러버 장착률 80%,
스크러버 프리미엄 3.43%



연간 약 3,623만 달러 연료비 절감

선형별 스크러버 프리미엄 역시 MR 선대에서 가장 크게 나타난다. MR 스크러버 프리미엄(TCE 기준)은 LR1를 1.51%, LR2를 3.09% 아웃퍼폼한다. 동사의 주력 선대가 MR에 집중되어 있다는 점을 감안하면, 동사는 시장 내 스크러버 프리미엄을 가장 직접적으로 흡수할 수 있는 선대 구성을 보유하고 있다.

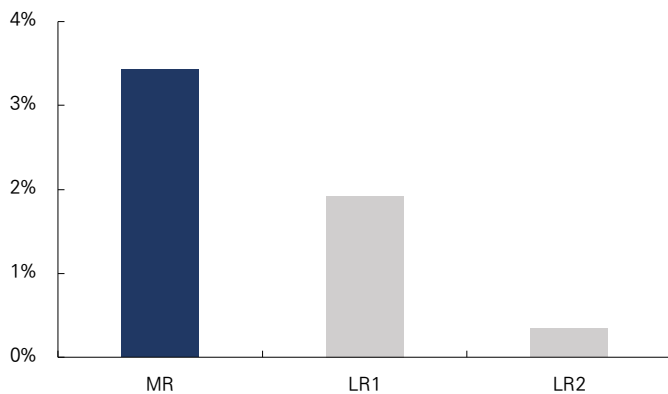
2026E MR 일간 TCE에 이 프리미엄을 적용할 경우, 연간 추가 매출 효과는 약 3,623만 달러로 추정된다. 연료 효율의 우위는 운항 전략의 차별화로 이어짐을 감안하면, 스크러버는 운항비를 절감하는 동시에 동사의 매출과 마진 방어력을 동시에 높일 수 있다. 통상 저유황유에 의존하는 선사는 연료비 부담을 완화하기 위해 감속 운항을 선택하나 동사는 고유황유를 사용하므로 속도 손실 없이 정시 운항이 가능하기 때문이다. 결과적으로 이는 화물 도착 예측 가능성을 높이고 화주의 운송 신뢰도 개선으로 연결된다.

[자료 5-3] 선종별 스크러버 프리미엄

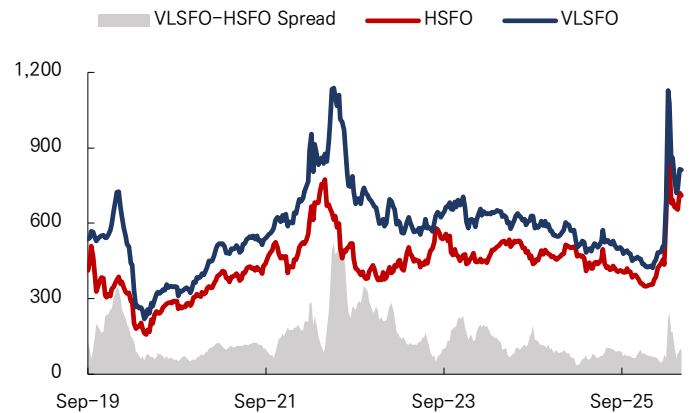
(단위: 백만 달러)

[자료 5-4] VLSFO-HSFO 연료비 스프레드

(단위: 달러/톤)



출처: Clarkson, RFS Team 1



출처: Clarkson, RFS Team 1

투자포인트 2. 바다를 먼저 읽는 One TORM System

동사는 One TORM System을 기반으로 '25년 시장평균 대비 19.05%의 TCE 프리미엄을 실현했으며, 2026E Benchmark TCE 대비 14.91%의 프리미엄이 유지될 것으로 전망한다. 본 리서치팀은 이 프리미엄을 1)자체 AI의 의사결정 효율성에 기인한 항로 믹스 최적화와 업타임 우위, 2)Commercial-Technical-S&P-Support 4개 사업부 수직계열화 시스템에 따른 호황기 영업 레버리지로 정당화한다.

1) One Brain, Two Premium

동사의 One TORM System은 항로 믹스 최적화와 가용수익일수 확대로 TCE 프리미엄을 이중 창출할 전망이다.

One TORM은 영업 데이터(VI)와 선박 정비 기술 데이터(MPSA)를 자체 AI에 학습시켜 TCE 기준 의사결정을 내리며 화물·선박·정비·항로 정보를 단일 시스템에서 통합 처리하여 화물 계약 판단과 선박 재배치를 같은 의사결정 체계에서 한번에 수행한다.

시장보다 한발 앞선 배치, peer보다 높은 TCE

동사는 AI를 활용한 항로 믹스 최적화로 2026E TCE 프리미엄 250만 달러(Benchmark 대비 +14.06%)를 달성할 전망이다. 동사는 정해진 항로를 반복하는 대신 고운임 화물 출현이 예상되는 지역에 선박을 선제 배치해 peer 대비 높은 운임 계약을 선점한다. 이를 가능케 하는 것은 136년간 축적된 운항 데이터와 장기 화주 관계망을 기반으로 하는 One TORM AI이며, peer들이 단기간에 복제하기 어려운 동사만의 프리미엄이다.

쉬지 않는 우리 배

'25년 동사 업타임 96.2%는 peer 4사 중 최상위권으로, 가용수익일수 확대를 통해 peer 대비 TCE 프리미엄을 증폭시킨다. AI 기반 통합 의사결정은 Drydock 분산 배치, 돌발 off-hire 발생 시 즉각적인 운항 재배치를 유기적으로 실행해 가용수익일수를 극대화한다. 4Q25 기준 Scorpio의 업타임이 97.1%로 1위이나, Drydock의 의도적 지연 고려 시 95.5%로 회귀한다. 결과적으로 선대 교체 진행 중에도 업타임 96% 안팎을 유지하는 기업은 동사가 유일하며, 선대 교체 완료 후 2026E 평균 업타임 102%를 전망한다.

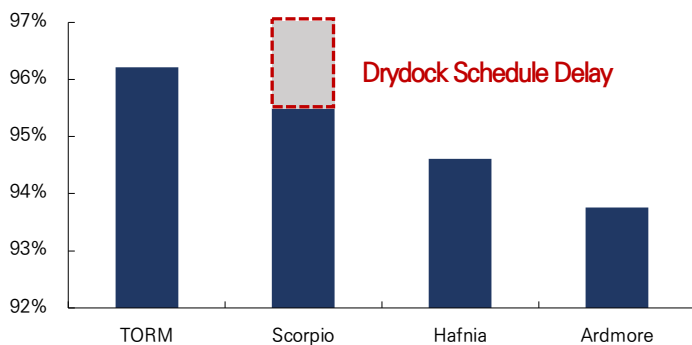
업타임(%)

$$= \frac{\text{Calendar Days} - \text{Off-hire Days}}{\text{Calendar Days}} \times 100$$

Drydock : 선박 정기 정비

Off-hire : 선박 정비, 결함 등으로 운항하지 않는 상태

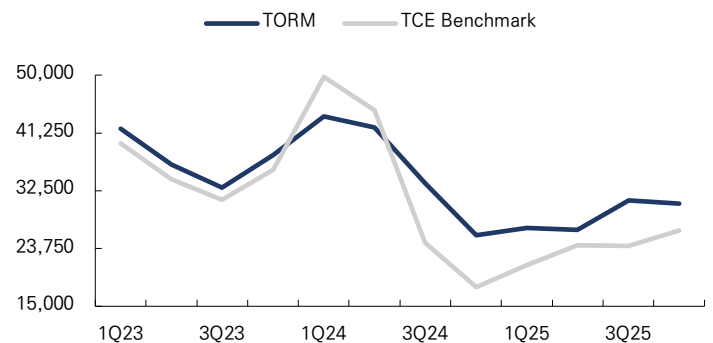
[자료 5-5] '25 Peer 대비 업타임



출처: 각사 IR, RFS Team 1

[자료 5-6] TORM vs TCE Benchmark

(단위: 달러)



출처: Clarksons, RFS Team 1

2) 바다가 막힐수록 강해지는 수직계열화

4기능 수직계열화한
유일한 기업

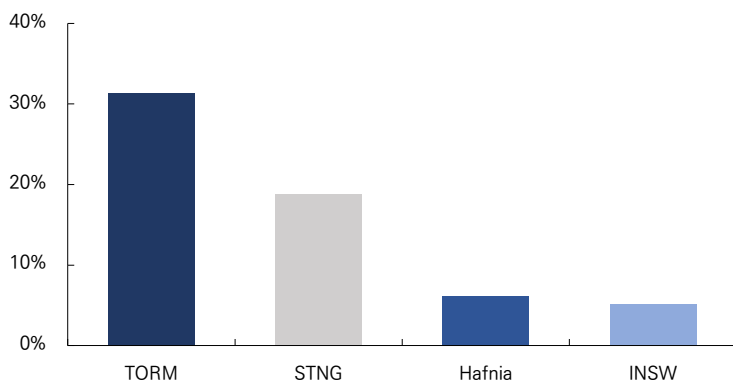
호르무즈 해협 차단으로
운임 상승
↓
4기능 수직계열화
영업 레버리지로 작용

벤치마크 대비 동사의 TCE 프리미엄 14.06%는 자체 AI 의사결정뿐 아니라 One TORM System의 4개 사업부의 내재화 구조에 기인한다. 동사는 단일 데이터 플랫폼 위에 Commercial·Technical·S&P·Support 4기능을 통합해, 화물 계약, 정비, 자산 매매를 단일 인센티브 아래 동시에 실행한다.경쟁사가 기능별로 분리된 구조에서 의사결정 지연과 인센티브 불일치를 감수하는 반면, 동사는 4기능의 완전한 수직계열화를 통해 신속하게 초과수익 창출 기회를 포착한다.

경쟁사인 Scorpio Tankers는 영업,기술 관리를 각각 SCM·SSM 자회사에 분리 위탁해 선박 계약과 정비 일정이 동일 인센티브 아래 정렬되기 어렵고, Hafnia는 외부 선사와의 선박을 합산 운영하는 Pool 모델을 채택하여 제3자 선박과 수익을 나눠야 하기에, 수익 극대화에 한계가 있다. International Seaways는 일부 관리 서비스를 외주하는 구조이며, Ardmore Shipping은 인하우스 모델이지만 선대 규모 20척 고려 시 동사 대비 데이터, 항로 커버리지가 부족하다.

운임 상승기 국면에 접어들면서 동사의 4기능 사내 보유는 영업 레버리지로 전환될 전망이다. 홍해 사태 당시 동사의 영업이익률이 peer 대비 압도적 상승폭(9M24 +22.2%)을 기록했던 것이 이를 증명한다. 현재 호르무즈 해협이 차단되며 톤마일 수요가 확대되는 국면은 홍해 사태와 동일한 공급 충격 호황이며, 동일한 고정비 위에서 고운임 화물 확보, 정비 일정 조정, 선박 매매를 동시에 실행할 수 있는 동사의 4기능 수직계열화는 또 한번 peer 대비 높은 영업이익률을 견인할 것으로 전망한다.

[자료 5-7] 3Q→4Q Adj EBITDA/TCE 성장률



출처: 각사 IR, RFS Team 1

[자료 5-8] TORM 사업부 비교 vs Peer

기능	TORM	Scorpio	Hafnia	Ardmore	INSW
Commercial	자체	SCM 위탁	자체 Pool	자체	하이브리드
Technical	자체	SSM 위탁	외주	자체	자체
S&P	자체	자체	자체	자체	자체
Support	자체	SCM	BW Group	자체	자체
내재화	✓ 4/4	× 1/4	× 2/4	✓ 4/4	× 2/4

출처: Clarksons, RFS Team 1

VI. 밸류에이션

EV/EBITDA

동사의 가치평가 방법으로는 EV/EBITDA 방식을 선택했다. 이에 따른 목표주가 \$46.59, 상승여력 81.9%, 투자 의견 BUY를 제시한다. 매수가격은 26.5.12 기준 120EMA 수준인 \$25.61로 설정했다. EV/EBITDA 방식 선택 근거는 1) 호르무즈 해협 봉쇄 리스크에 따른 제품선 운임 폭증과 그로 인한 매출 상승이 본 매출추정의 핵심이며, 2) 이는 자산 재평가(P/NAV)가 아닌 실적 사이클 관점의 밸류에이션 방식이 타당하기 때문이다.

Target EV/EBITDA는 동사 과거 흥해 사태 초기인 Historical EV/EBITDA 4.0x배를 적용했다. 26E SPOT TCE 추정 시 호르무즈 부분 완화에도 불구하고 2분기까지 높은 TCE가 적용된다는 가정에 기반해 1Q26의 시계열이 흥해 사태의 4Q23과 동일하다고 판단했다. 따라서 동사의 23.12.31 기준 TTM EV/EBITDA 멀티플 4.0x배를 적용했다. 세부 산정 논리는 매출추정·비용추정 시트 참조를 권장한다. 순부채 4Q25 (FY25 말) 공시 기준 \$839.6m, 발행주식수는 FY25 20-F 기준 101,332,707주를 적용했다. 최종 Valuation Table은 다음과 같다.

[자료 6-1] EV/EBITDA Valuation

TORM plc. EV/EBITDA Valuation		
구분	단위	비고
26E EBITDA	1,390 (백만 달러)	(A)
Target EV/EBITDA	4.00 (배)	(B)
EV	5,561 (백만 달러)	(A)*(B)
총차입금	1003.1 (백만 달러)	
현금성자산	163.5 (백만 달러)	
순차입금	840 (백만 달러)	(C) 4Q25 기준
주주가치	4,721 (백만 달러)	(A)*(B)-(C)
발행주식수	101,332,707 (주)	
목표주가	46.59 (달러)	
매수가격	25.61 (달러)	
상승여력	81.9% (%)	

출처: RFS Team 1

VII. Estimation Logic

매출 추정

동사 매출은 탱커 세그먼트와 마린 엔지니어링 세그먼트로 구성된다. 탱커 세그먼트가 전사 매출의 98% 이상을 차지하고, 마린 엔지니어링 세그먼트는 중요성 관점에서 추정의 실익이 미미하다고 판단, 공시된 회계연도 기간의 분기별 평균치로 avg flat. 가정했다. 탱커 세그먼트의 매출액 추정은 TCE매출을 TCE per day(P)와 운항일수(Q)를 추정하여 곱산하고, Voyage fee는 Historical data를 통해 사후적으로 역산했다.

[TCE per day 추정]

TCE 매출은 선종 × 운영형태의 매트릭스로 분해하여 추정했다. 동사 과거 분기별 TCE와 벤치마크 항로별 TCE를 활용해 동사 사업구조와 동일한 가상의 기업을 산정하여 선박별 원통 프리미엄을 도출했다.

[자료 7-1] One TORM 프리미엄

단위: 달러	2023	2024	2025	2026E
MR	1.56%	14.67%	17.15%	11.12%
LR1	7.15%	7.66%	7.44%	7.42%
LR2	23.41%	22.56%	32.56%	26.18%

출처: RFS Team 1, Clarksons

이를 기반으로, 26년 1월부터 4월까지의 실제 회사의 fixture 계약을 벤치마크 항로와 맵핑 후 벤치마크 TCE를 기반으로 추정한 가중평균 spot TCE 값에 프리미엄을 더하여 26년 예상 spot TCE를 추정했다.

[자료 7-2] 홍해 사태 반영 26E Spot TCE per earning days

단위: 달러	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
MR	36,122	39,121	38,465	31,193	53,559	58,006	57,033	46,251
전분기 대비 당분기의 비율		108%	98%	81%		108%	98%	81%
LR1	48,583	42,338	33,749	22,421	82,674	72,047	57,431	38,154
전분기 대비 당분기의 비율		87%	80%	66%		87%	80%	66%
LR2	61,472	52,953	31,087	20,077	102,981	88,709	52,079	33,634
전분기 대비 당분기의 비율		86%	59%	65%		86%	59%	65%

출처: RFS Team 1, Clarksons

본 리서치팀은 지정학 및 산업분석에서 다룬 것과 같이 호르무즈가 부분 완화되에도 불구하고 TCE는 단기간 정상화가 어렵다고 판단했다. 따라서 해당 시나리오는 홍해사태와 동일한 양상으로 흘러갈 것이라 전망했으며, 이에 4Q23~1Q24 시계열 동안의 동사 TCE 변화의 추이를 1Q26E~4Q26E에 적용했다.

[Earning days 추정]

선종별 2026년 Total earning days는 동사가 정기공시에서 제시한 가이던스를 4분기에 균등 안분했다. 과거 이벤트 기간에도 업타임은 선박의 변동을 제외하면 일정하게 90% 후반대를 유지하였기 때문에, 호르무즈 봉쇄의 효과로 인한 업타임 감소는 없다고 가정하여 회사의 가이던스를 그대로 적용했다.

[자료 7-3] Total earning days 추정

단위: 달러	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
MR	5,658	5,658	5,658	5,658
LR1	886	886	886	886
LR2	1,925	1,925	1,925	1,925

출처: RFS Team 1, Clarksons

이 중 Covered 운항일수는 회사 가이던스 기준 연간 Covered 운항일수를 분기별 균등안분하였다. Covered rate는 long-term contract 특성상 분기 내 단가 변동이 없다고 가정했다.

[자료 7-4] Covered 운항일수 추정

단위: 일	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
MR	1,188	1,188	1,188	1,188
LR1	115	115	115	115
LR2	616	616	616	616

출처: RFS Team 1

Spot 운항일수는 Total earning days에서 Covered 운항일수를 차감하여 산출했다

[자료 7-5] Spot 운항일수 추정

단위: 일	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
MR	4,470	4,470	4,470	4,470
LR1	770	770	770	770
LR2	1,309	1,309	1,309	1,309

출처: RFS Team 1

[최종 매출 Table]

상기 논리에 따라 산정된 최종 매출 Table은 다음과 같다.

[자료 7-6] 최종 매출 Table

단위: 백만 달러	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
전사	329.1	315.2	342.6	352.6	741.9	731.7	638.7	511.2
<i>QoQ</i>	<i>8%</i>	<i>-4%</i>	<i>9%</i>	<i>3%</i>	<i>110%</i>	<i>-1%</i>	<i>-13%</i>	<i>-20%</i>
제품선	313.3	311.2	339.3	350.3	737	726.8	633.8	506.3
<i>QoQ</i>	<i>3%</i>	<i>-1%</i>	<i>9%</i>	<i>3%</i>	<i>110%</i>	<i>-1%</i>	<i>-13%</i>	<i>-20%</i>
엔지니어링	19.6	8.9	6.1	2.7	8.6	8.6	8.6	8.6
<i>QoQ</i>	<i>244%</i>	<i>-55%</i>	<i>-31%</i>	<i>-56%</i>	<i>220%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>
연결조정	-3.8	-4.9	-2.8	-0.4	-3.7	-3.7	-3.7	-3.7

출처: RFS Team 1

비용 추정

[항비, 벙커유 및 수수료 추정]

동 항목은 Voyage Fee와 동일한 경제적 실질을 가진다. 운항과정에서 생기는 매출원가임으로 매출에 연동되나, 운임 증가 시의 항비 등의 운항횟수 연동 비용은 비례해서 늘지 못하기 때문에 운임 증가시기의 voyage fee는 매출 대비 비중이 낮아지는 경향성을 반영, 탱커 세그먼트 매출에서 voyage fee가 차지하는 비율의 평균으로 26년 voyage fee가 발생할 것이라고 가정했다.

본 리서치 팀은 voyage fee와 회사가 공시하는 항비, 벙커유 및 수수료 계정과목과 과거 데이터 기반으로 오차가 존재하나, 이는 회사의 계약과정에서의 수수료 부담 전가에 따라 이론적 정의에 부합해 산정되지 않기 때문으로 voyage fee 자체가 회사가 공시하는 항비, 벙커유 및 수수료 계정과목이라고 가정하고 이를 그대로 추정에 반영했다.

[자료 7-7] Voyage fee 추정

단위: 백만 달러, %	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
탱커 세그먼트 매출	736.97	726.75	633.82	506.32
TCE 매출	503.97	496.98	433.43	346.24
voyage fee	233	229.77	200.39	160.08
voyage rate	31.62%	31.62%	31.62%	31.62%

출처: RFS Team 1

[운영비용 추정]

운영비용(OPEX)은 선종별 선박당 OPEX/day × 분기당 운항일수로 추정했다. 선박당 OPEX/day는 4Q22 이후의 분기별 시계열 평균을 적용했으며, 이는 동사가 2022년 말 ONE 인수에 따른 fleet 재편을 거친 이후의 정상화 구간을 반영한다. 선종별 분기당 운항일수는 2026년 회사 가이드언스를 4분기 균등 안분한 값을 적용했다.

[자료 7-8] 운영비용 추정

단위: %/일, 일	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
Opex per day				
LR2	7,420	7,420	7,420	7,420
LR1	7,061	7,061	7,061	7,061
MR	7,200	7,200	7,200	7,200
운항일수				
LR2	1,925	1,925	1,925	1,925
LR1	886	886	886	886
MR	5,658	5,658	5,658	5,658

출처: RFS Team 1

[감가상각비 추정]

선박의 증감여부에 관계없이 회사 가이드언스에 따른 스크러버 장착 등의 자본적 지출로 인해 감가상각비가 지속적으로 증가하는 추세를 보인다고 판단했다. 따라서 추세반영한 선박당 감가상각비와 1Q26기준 선박 증감 가이드언스를 고려해 감가상각비를 추정했다.

[자료 7-9] 감가상각비 추정

단위: 백만 달러, 선박 대수	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
분기별 감가상각비	57.95	58.70	59.46	60.23
분기별 선박대수(fleet)	95	95	95	95
선박 당 감가상각비	0.61	0.62	0.63	0.63

출처: RFS Team 1

[선박매각이익 추정]

선박매각이익은 공시자료와 분기별 실제 매각의사결정을 기준으로 판매대금과 장부금액을 추정하려 했으나, 매각의사결정 시기와 인도(이익 인식) 시점의 차이로 명확한 추정이 불가능하다고 판단했다.

따라서 1Q26 매각 가이드언스에 명시된 LR2 1척(TORM Maren) 매각 예정에 대해, 동일 선종·동일 척수로 매각된 직전 분기(4Q25, LR2 1척, 매각이익 USD 2.8m)의 척당 매각이익을 그대로 적용했으며, 이후 분기는 가이드언스 부재 및 보수적 추정 원칙에 따라 0으로 가정했다.

[판매관리비 추정]

판매관리비는 매출 규모에 대체로 비례하는 변동비 성격을 띤다. 1Q21~4Q25 분기별 매출 대비 판매관비 비율(of sales%)의 평균치를 산출하여 2026E 4개 분기에 동일하게 적용했다.

[기타영업손익 추정]

기타영업손익은 개별 거래 단위의 비경상적 성격이 강해 별도 추정이 어렵다. 다만 매출 규모와의 연관성이 일정 수준 관찰되어 1Q21~4Q25 분기별 of sales% 평균치를 적용했다.

[관계기업 손익지분 및 유형자산 손상차손 추정]

관계기업 손익지분은 과거 분기 인식 금액이 미미하고, 유형자산 손상차손은 시황 급락 등 비경상적 사유로만 인식되는 항목이다. 두 항목 모두 2026E 4개 분기에 0 flat을 적용했다.

[금융수익 및 금융비용 추정]

금융수익과 금융비용 모두 동사 자본구조와 보유 현금성 자산이 중기적으로 안정적인 점을 고려해 1Q21~4Q25 분기별 평균치를 4개 분기에 동일 적용했다.

[법인세비용 추정]

동사는 덴마크·영국·미국 Tonnage Tax 체제 적용 대상으로, 회사가 명시적으로 Annual Report 2025 Note 8에서 유효세율 기반 추정은 배제한 점과 현행 fleet 규모(MR/LR1/LR2 합계 95척 수준) 및 미국 tonnage tax 가입(2024년) 후 체제와 동일한 기간, 2034년까지 현행 tonnage tax regime이 적용된다는 점을 고려, 이 조건을 만족하는 2024~2025년 2개년 avg flat 적용했다.

[추정손익계산서]

최종 추정손익계산서는 다음과 같다.

[자료 7-10] 추정손익계산서

단위: 백만 달러	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
매출액 합계	329.10	315.20	342.60	352.60	741.89	731.67	638.74	511.24
<i>QoQ</i>	<i>7.76%</i>	<i>-4.22%</i>	<i>8.69%</i>	<i>2.92%</i>	<i>110.41%</i>	<i>-1.38%</i>	<i>-12.70%</i>	<i>-19.96%</i>
영업비용 및 영업이익								
항비, 병커유 및 수수료	(110.40)	(104.90)	(105.90)	(100.40)	233.00	229.77	200.39	160.08
운영비용	(66.40)	(64.30)	(59.40)	(62.00)	61.28	61.28	61.28	61.28
선박매각이익	9.40	5.40	1.30	2.80	2.80	0.00	0.00	0.00
판매관리비	(25.90)	(24.50)	(26.90)	(36.40)	48.72	48.05	41.94	33.57
기타영업손익	(0.20)	(0.10)	0.40	0.10	1.26	1.24	1.08	0.87
관계기업 손익지분	-	-	-	-	0.00	0.00	0.00	0.00
감가상각전 영업이익 (EBITDA)	135.60	126.80	152.10	156.70	402.95	393.81	336.21	257.17
<i>QoQ</i>	<i>-4.71%</i>	<i>-6.49%</i>	<i>19.95%</i>	<i>3.02%</i>	<i>157.15%</i>	<i>-2.27%</i>	<i>-14.63%</i>	<i>-23.51%</i>
유형자산 손상차손	-	-	-	-	0.00	0.00	0.00	0.00
감가상각비	(53.30)	(52.20)	(53.10)	(56.00)	57.95	58.70	59.46	60.23
영업이익 (EBIT)	82.30	74.60	99.00	100.70	345.00	335.11	276.75	196.94
<i>QoQ</i>	<i>-8.15%</i>	<i>-9.36%</i>	<i>32.71%</i>	<i>1.72%</i>	<i>242.60%</i>	<i>-2.87%</i>	<i>-17.42%</i>	<i>-28.84%</i>
금융손익 및 당기순이익								
금융수익	3.80	3.60	3.50	2.50	2.88	2.88	2.88	2.88
금융비용	(17.80)	(17.80)	(23.70)	(15.30)	-15.08	-15.08	-15.08	-15.08
법인세차감전순이익	68.30	60.40	78.80	87.90	332.80	322.91	264.55	184.74
법인세비용	(5.40)	(1.70)	(1.20)	(0.90)	-0.90	-0.90	-0.90	-0.90
당기순이익	62.90	58.70	77.60	87.00	331.90	322.01	263.65	183.84
<i>QoQ</i>	<i>-18.84%</i>	<i>-6.68%</i>	<i>32.20%</i>	<i>12.11%</i>	<i>281.50%</i>	<i>-2.98%</i>	<i>-18.13%</i>	<i>-30.27%</i>
당기순이익 귀속								
TORM plc 주주귀속분	62.30	58.60	77.60	86.70	331.90	322.01	263.65	183.84
비지배지분	0.60	0.10	-	-				

예상 포괄손익계산서 (단위: 백만 달러)	2023A	2024A	2025A	2026E
매출액	1,520.4	1,559.2	1,339.5	2,623.5
매출원가	795.6	855.6	888.5	1,304.7
매출총이익	724.8	703.6	451.0	1,318.8
일반판매관리비	82.9	95.6	113.8	172.3
조정영업이익	641.9	608.0	337.2	1,146.5
영업이익	698.6	658.8	356.6	1,153.8
비영업손익	-46.6	-49.3	-61.1	0.0
금융손익	-46.6	-49.3	-61.1	-48.8
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	652.0	609.5	295.2	1,105.0
법인세 비용	4.0	-2.0	9.2	3.6
계속영업이익	648.0	611.5	286.0	1,101.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	648.0	611.5	286.0	1,101.4
지배주주	648.3	612.5	285.3	1,101.4
비지배주주	-0.3	-1.0	0.7	0.0
총포괄이익	648.0	601.1	277.7	1,101.4
지배주주	648.3	602.1	277.0	1,101.4
비지배주주	-0.3	-1.0	0.7	0.0
EBITDA	848.0	851.0	571.0	1,390.1
FCF	294.8	243.3	170.1	1004.1
EBITDA 마진율 (%)	55.8	54.6	42.6	53.0
영업이익률 (%)	45.9	42.3	26.6	44.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	42.6	39.3	21.3	42.0

예상 현금흐름표 (단위: 백만 달러)	2023A	2024A	2025A	2026E
영업활동으로 인한 현금흐름	805.0	826.8	480.4	1285.9
당기순이익	647.97	611.50	286.00	1101.4
감가상각비(계)	149.3	192.0	214.5	236.3
유형자산 감가상각비	149.3	192.0	214.5	236.3
무형자산 상각비	0.0	0.0	0.0	0.0
사용권자산 상각비	0.0	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	47.8	47.8	-33.5	-50.0
법인세납부	-3.1	-1.3	-2.7	-3.0
기타	-37.0	-23.2	16.1	1.2
투자활동으로 인한 현금흐름	-370.6	-442.1	-152.6	-231.8
현금유입액	166.4	130.6	143.8	50
현금유출액	-510.2	-583.5	-310.3	-281.8
장단기금융자산의 감소(증가)	-26.7	10.8	13.9	0.0
기타투자활동	-0.0	-0.0	0.0	0.0
재무활동으로 인한 현금흐름	-489.4	-389.1	-455.5	-824.2
현금유입액	682.6	431.9	340.3	282
현금유출액	-585.6	-256.9	-567.8	-280.1
배당금의 지급	-586.4	-553.3	-199.7	-826.1
기타재무활동	-0.0	-10.8	-28.3	0.0
현금의 증가	-55.0	-4.4	-127.7	230.0
기초현금	350.6	295.6	291.2	163.5
기말현금	295.6	291.2	163.5	393.5

예상 재무상태표 (단위: 백만 달러)	2023A	2024A	2025A	2026E
유동자산	691.2	615.3	531.9	811.9
현금 및 현금성자산	295.6	291.2	163.5	393.5
매출채권 및 기타채권	271.5	243.5	238.4	273.4
재고자산	61.7	68.4	66.5	71.5
기타유동자산	62.4	12.2	63.5	73.5
비유동자산	2,178.9	2,854.3	2,835.1	2832.4
유형자산	2,170.3	2,842.7	2,821.9	2818.4
무형자산	3.6	3.7	5.8	6.6
기타자산	5.0	7.9	7.4	7.4
자산총계	2,870.1	3,469.6	3,367.0	3644.2
유동부채	265.4	285.4	401.4	401.4
매입채무 및 기타채무	88.2	111.3	109.3	111.9
단기금융부채	172.7	165.3	288.8	288.8
기타유동부채	4.5	8.8	3.3	0.7
비유동부채	938.7	1,109.4	763.0	763.0
장기금융부채	886.9	1,061.0	714.3	714.3
장기총당부채	51.8	48.4	48.7	48.7
부채총계	1,204.1	1,394.8	1,164.4	1164.4
지배주주지분	1,664.0	2,074.0	2,226.5	2503.8
자본금	0.86	1.00	1.00	1.0
자본잉여금	260.0	271.0	110.2	438.5
이익잉여금	1,403.1	1,802.0	2,115.3	2064.2
비지배주주지분	2.0	0.8	0.0	0
자본총계	1,666.0	2,074.8	2,226.5	2503.8

예상 주당 가치 및 Valuation	2023A	2024A	2025A	2026E
P/E (x)	3.92	2.98	6.74	3.03
P/B (x)	1.56	0.91	0.90	1.33
EV/EBITDA (x)	4.00	3.34	4.96	3.98
EPS (원)	6.39	6.03	2.82	11.20
BPS (원)	16.44	20.48	21.97	25.46
DPS (원)	5.79	5.46	1.97	8.4
배당성향 (%)	90.5	90.5	69.8	75.0
배당수익률 (%)	23.1	30.4	10.4	24.76
매출액증가율 (%)	5.3	2.6	-14.1	95.9
EBITDA증가율 (%)	14.1	0.4	-32.9	143.4
조정영업이익증가율 (%)	16.1	-5.7	-46.0	239.7
EPS증가율 (%)	12.0	-15.6	-55.5	297.2
매출채권 회전일수	56.5	46.2	54.3	38.0
재고자산 회전일수	37.8	35.8	36.6	20.0
매입채무 회전일수	25.8	25.6	24.7	31.3
ROA (%)	23.63	19.31	8.37	31.4
ROE (%)	40.90	32.70	13.40	32.5
ROIC (%)	30.40	24.30	11.50	34.1
부채비율 (%)	72.3	67.2	52.3	46.5
유동비율 (%)	260.4	215.6	132.5	202.3
당좌비율 (%)	219.4	191.6	109.9	184.4
자기자본비율 (%)	58.0	59.8	66.1	68.7