2025년 11월 28일 | Global Equity

프론트라인 (FRO.US)

VLCC 운임 상승 시 주목할 주식

미국

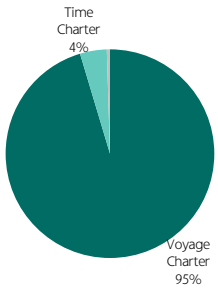
TP(컨센서스)	27.66 USD
CP(11.27)	23.52 USD

Key Data

국가	NORWAY
상장거래소	New York
산업 분류	에너지
주요 영업	석유, 가스 & 소모 연료
홈페이지	www.frontline.bm
시가총액(십억USD)	5.6
시가총액(조원)	8.2
52주최고/최저()	26/12.4
주요주주 지분율(%)	
HEMEN HOLDING LTD	35.55
FOLKETRYGDFONDET	5.71

주가 상승률	1M	6M	12M
절대	6.0	36.1	31.2
상대	7.3	20.5	19.2

매출구성



Financial Data (백만 USD)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출	1,802	2,050	1,247	1,489
영업이익	747	782	623	860
순이익	656	496	413	707
EPS(USD)	2.6	1.8	1.9	3.3
EPS(YOY, %)	66.5	(32.3)	4.2	78.2
ROE(%)	28.9	21.5	16.5	28.0
PER(배)	6.8	6.4	13.5	7.5
PBR(배)	2.0	1.3	2.2	2.2
배당률(%)	10.8	12.5	7.3	12.0

자료: Bloomberg

Analyst 안도현 dohyunahn@hanafn.com

하나증권 리서치센터

VLCC/탱커선 위주 선사, 선대의 대부분이 Spot 시장 노출

프론트라인(FRO.US)은 원유 운송을 전문으로 하는 선사로, 2025년 3분기 말 기준 41척의 VLCC, 21척의 Suezmax 탱커, 18척의 LR2 탱커를 보유하고 있다. 대부분의 선대는 Spot 시장에 노출되어 있기 때문에, VLCC 시황 변동에 따른 수익성 변화가 큰 기업이다. 2024년 매출액은 $20.5억, 영업이익은 $6.8억(영업이익률 33.3%)을 기록했다. 프론트라인은 수익의 대부분을 배당재원으로 사용하는데, 2024년 배당성향은 88%였다.

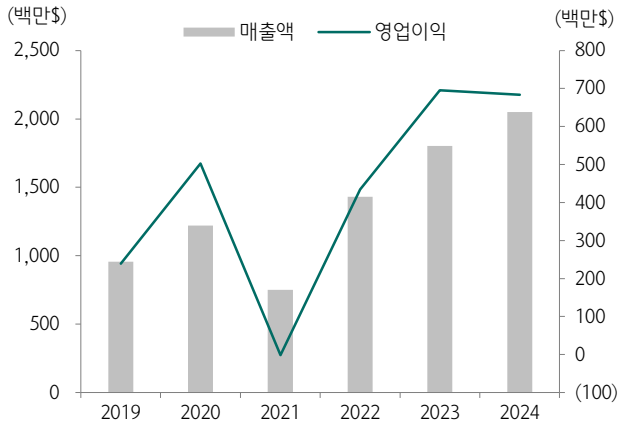
4분기 운임은 QoQ 143% 상승 전망

3분기 수익성은 시장 기대치를 하회했는데, 이는 스팟 운임 상승이 실적에 아직 반영되지 않은 까닭이다. 3분기 계약 운임은 오히려 2분기 대비로도 낮았다. 반면 4분기 계약운임은 VLCC/Suezmax/LR2 각각 143%/73%/34% (QoQ) 상승할 것으로 전망되기 때문에 실적 업사이드가 크다. VLCC 스팟 운임은 EU/미국 등이 러시아가 원유 수출에 사용되고 있는 그림자 선단(Shadow Fleet)의 제재 영향으로 연초 대비 3배 이상 상승했다. VLCC 중 그림자 선단 비중은 16%로 추정되며, 그림자 선단 제재는 정규 VLCC의 수요 증가로 이어지고 있다.

프론트라인 평균 선령 7년 미만, 선령이 중요한 이유

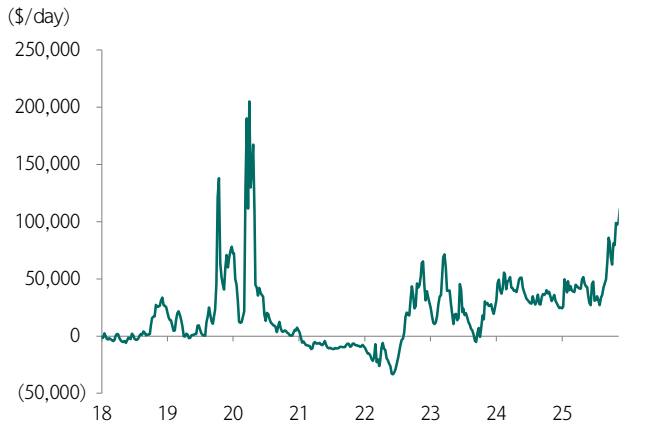
VLCC는 원유 운송에 사용되는 만큼, 선령 18년 이상의 VLCC는 정규 시장에서 사용되기 어렵다. 보험료가 높아져 수익성이 저하되기 때문이다. VLCC 중 선령 15년 이상인 선복량 비중은 40%로 선대 노후화 정도가 심각하기 때문에 향후 시장에서 선령 낮은 VLCC에 대한 수요는 증가할 것으로 예상한다. 프론트라인의 선대 평균 선령은 7년 미만이고, 100% 친환경 선대로 구성되어 있기 때문에 시장 내에서 유리한 위치에 있다. 러시아-우크라이나 종전이 가시화된다면, 이후 러시아 원유 수출에 대한 제재도 중단될 것으로 예상한다. 따라서 러시아 원유 수송도 정규 시장 내에서 취급되면서 정규 VLCC 수요 증가를 야기할 것이고, 이연되었던 노후선박 폐선이 재개될 것으로 기대한다. 보험료가 낮은 저선령 VLCC를 많이 보유하고 있고, 스팟시장 노출도도 높은 프론트라인을 주목한다. 프론트라인의 현재 12MF P/E는 13배로 아직 업사이드가 많이 열려있다는 판단이다.

도표 1. 프론트라인 매출액/영업이익률 추이



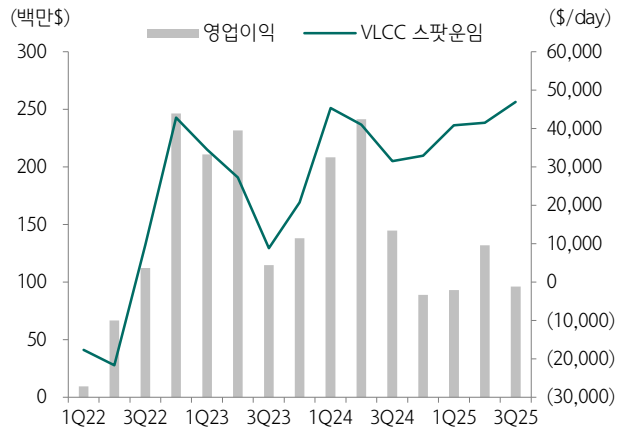
자료: 프론트라인, 하나증권

도표 2. VLCC 스팟 운임 추이



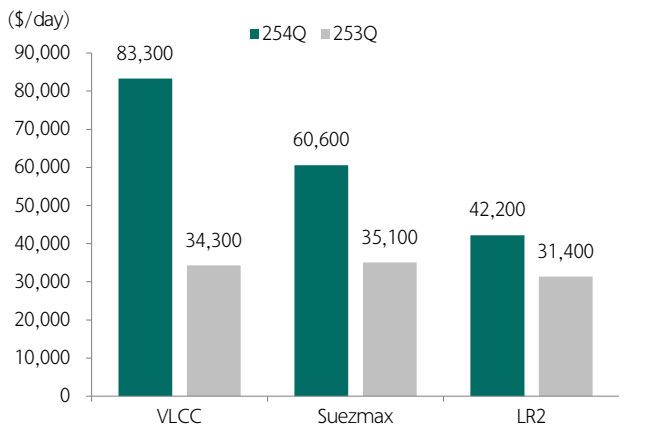
자료: Clarkson, 하나증권

도표 3. 프론트라인 수익성과 VLCC 스팟 운임 비교



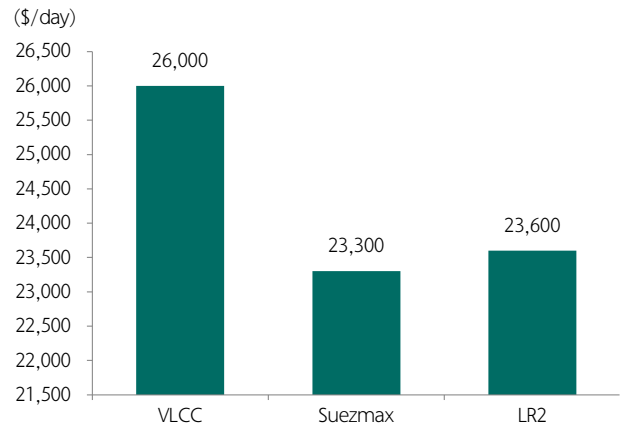
자료: 프론트라인, 하나증권

도표 4. 프론트라인 2025년 4분기와 3분기 계약운임 비교



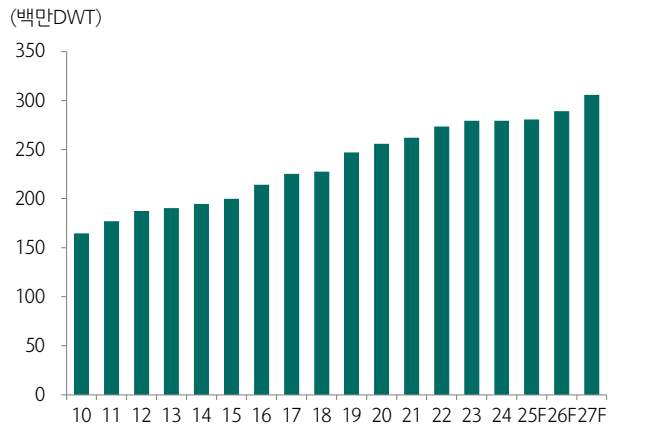
자료: 프론트라인, 하나증권

도표 5. 프론트라인 선종별 BEP(Break-Even Point)



자료: 프론트라인, 하나증권

도표 6. VLCC 선복량 추이 및 전망



자료: Clarkson, 하나증권

도표 7. 프론트라인 실적 추이

(단위: 대, 백만$, %)

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	2022	2023	2024
매출액	578	556	490	426	428	480	433	1,430	1,802	2,050
YoY(%)	16	8	30	3	(26)	(14)	(12)	91	26	14
영업이익(수정)	209	241	145	89	93	132	96	435	696	684
YoY(%)	(1)	4	26	(36)	(55)	(45)	(34)	흑전	60	-2
영업이익률	36.1	43.4	29.5	20.9	21.8	27.5	22.2	30.4	38.6	33.3
세전이익	182	189	65	67	35	79	42	477	657	503
세전이익률(%)	31.5	34.0	13.3	15.6	8.2	16.5	9.6	33.3	36.4	24.5
순이익	181	188	60	67	33	78	40	477	656	496
순이익률(%)	31.3	33.7	12.3	15.7	7.8	16.2	9.3	33.3	36.4	24.2

자료: 프론트라인, Bloomberg, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서 (단위: 백만USD)

	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출	1,430	1,802	2,050	1,247	1,489
매출총이익					
판관비	993	1,080	1,381		
영업이익	446	747	782	623	860
이자 비용	99	178	295		
기타영업손익	(129)	(89)	(18)		
세전이익	476	657	503		
법인세	0	0	8		
소수주주이익					
특별손실	0	0	0		
당기순이익	476	656	496	413	707
성장율(YoY)					
매출	90.9	26.0	13.8	(39.2)	19.4
영업이익	5,158.0	67.6	4.7	(20.3)	38.0
순이익	(3,278.5)	38.0	(24.5)	(16.6)	71.0
수익성(%)					
매출총이익률					
영업이익률	31.2	41.4	38.1	50.0	57.7
순이익률	33.2	36.4	24.2	33.2	47.5

대차대조표 (단위: 백만USD)

	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	378	333	881	728	826
현금성자산	175	113	255	308	414
매출채권	54	85	153	144	137
비유동자산	3,540	3,774	3,887	5,155	5,395
투자자산	1	1	1	0	0
유형자산	3,418	3,647	3,702	4,635	5,248
자산총계	3,918	4,107	4,768	5,883	6,221
유동부채	281	287	392	596	596
비유동부채	2,025	2,178	2,117	3,196	3,285
부채총계	2,307	2,465	2,509	3,605	3,881
자본금	600	652	827	827	827
이익잉여금	1,012	991	1,433	1,451	1,513
자본총계	1,612	1,642	2,260	2,277	2,340

자료: Bloomberg, 하나증권

투자지표

	2023	2024	2025	2026F	2027F
주당지표(USD)					
EPS	1.6	2.6	1.8	1.9	3.3
BPS	10.2	10.2	10.5	11.4	11.2
SPS	6.7	8.1	9.2	5.6	7.0
DPS	1.2	2.2	1.8	1.8	3.0
주가지표(배)					
PER	5.5	6.8	6.4	13.5	7.5
PBR	1.2	2.0	1.3	2.2	2.2
EV/EBITDA	7.5	7.8	5.8	9.0	7.2
PSR	1.8	2.5	1.5	4.5	3.7
배당수익률(%)	10.0	10.8	12.5	7.3	12.0
재무비율(%)					
ROE	24.4	28.9	21.5	16.5	28.0
ROA	10.7	12.3	8.2	6.0	10.4
ROIC	10.3	14.4	13.2	-	-
부채비율	105.9	151.9	160.1	-	-
유동비율	2.2	1.8	1.4	-	-
이자보상배율(배)	4.5	4.2	2.6	-	-

현금흐름표 (단위: 백만USD)

	2021	2022	2023	2024	2025
영업활동 현금흐름	604	85	385	856	736
감가/무형상각비	139	165	165	231	339
비현금자본증감	45	(22)	(142)	(9)	(4)
투자활동	(716)	(374)	(257)	(1,235)	(483)
유형자산처분	25	80	80	143	432
유형자산취득	(191)	(474)	(336)	(1,631)	(915)
투자자산증감	0	0	(2)	0	0
재무활동	124	228	13	433	(148)
배당금	(312)	0	(33)	(639)	(434)
단기부채증감					
장기부채증감	444	175	51	1,072	286
자본금증감	6	52	0	0	0
잉여현금흐름	413	(389)	50	(775)	(179)

자료: Bloomberg, 하나증권

Compliance Notice

- 당사는 2025년 11월 28일 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 28일 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	95.87%	4.13%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 11월 25일