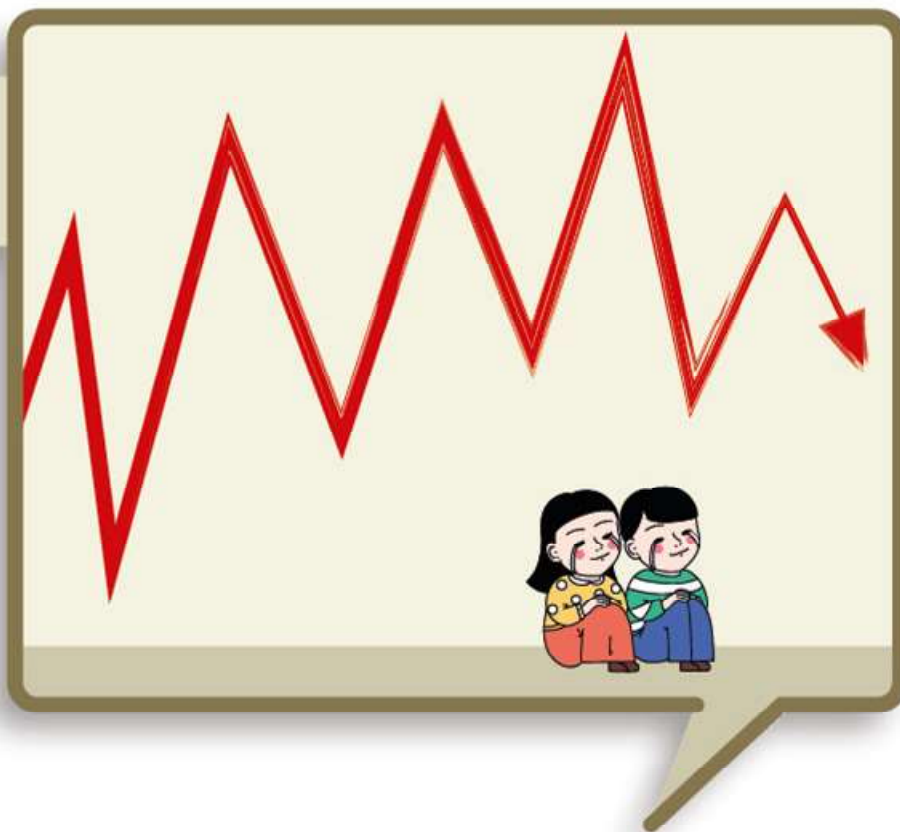


해운업

중립
(하향)

Top pick
팬오션



물류대란은 해결될 겁니다

운송/조선/기계 담당 엄경아
T.02)2004-9585
um.kyung-a@shinyoung.com

물류대란의 본질은 밀립현상이지 물동량 폭증이 아님. 정체현상은 일시적 항차 축소로 충분히 해소 가능한 문제. 2021년 홀리데이 시즌 내 도착분에 대한 프리미엄은 극대화될 수 있으나 시즌 마감은 보다 빨라질 것. 공급망 문제 해소는 해운사들에게 있어서 운임하락을 꺾어야 된다는 의미. 물류회전을 정상화 과정에서 비수기 하락은 피할 수 없고, 3분기 실적발표 이후 실적 기대감은 하향조정 불가피. 해운주 비수기 운임 바닥 확인하는 내년 1분기 말이 매수 적기가 될 것. 여전히 컨테이너 해운사보다 벌크 해운사에 대한 선호도가 높으며, 최선호주는 팬오션(028670.KS, 매수, TP 10,000원) 추천

 신영증권





해운주 바닥은 무엇을 보고 잡을까?	5
1. 최근 복잡한 해운주 움직임	5
2. 컨테이너: 공급망 차질 해결 후에도 양적성장 보여야	6
3. 벌크: 펀더멘털 변화 없음, 많이 실 수록 많이 오를 것	13
4. 해운주 비수기 영향 최고치인 1분기에 사자	16
기업분석	17
팬오션(매수/TP 10,000원)	
대한해운(매수/TP 4,000원)	
HMM(중립/TP 31,000원)	
KSS해운(매수/TP 16,000원)	

Summary

물류대란의 본질은 밀립현상이지 물동량 폭증이 아님. 무역분쟁 이후에 미국의 수출량이 감소하면서 생기는 수출입물량 불균형, 내륙으로 운송하는 육상운송 공급의 부족 등이 항만처리 속도를 낮춤. 저속 처리현상은 비수기 항차 축소로 충분히 해소 가능한 문제

항만에서 물량처리가 늦어지고 있어 2021년 홀리데이 시즌 내 도착가능한 항차에 지불하는 프리미엄은 극대화될 것. 하지만 도착 후 하역시간으로 인해 연말 성수기 접수 마감도 앞당겨질 것으로 보임. 성수기의 높이는 높지만, 비수기의 시작은 빠를 수 있다는 의미

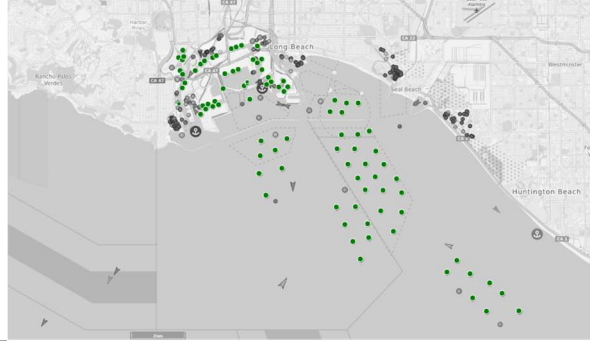
물류회전 속도가 정상화된 이후에도 물동량이 양적으로 성장하는 시기가 온다면 그때가 해운주들이 반등하는 시점이 될 것으로 예상. 컨테이너 선사들이 기고효과에서 벗어나는 시점은 2022년 6월부터이고, 드라이벌크 시장에서 중국 화주가 화물 주문을 재개하는 시기는 동계올림픽 이후인 2022년 3월이 될 것으로 전망. 물동량 반등을 예상하는 이유는 원자재와 완성제품 어떤 부문에서도 재고가 충분치 않기 때문임

단기적인 공급망 문제 해소는 해운사들에게 있어서 운임하락을 겪어야 된다는 의미. 물류회전을 정상화 과정에서 비수기 하락은 피할 수 없고, 3분기 실적발표 이후 실적 기대감은 하향조정 불가피. 해운주 비수기 운임 바닥 확인하는 내년 1분기 말이 매수 적기가 될 것. 여전히 컨테이너 해운사보다 벌크 해운사에 대한 선호도가 높으며, 최선호주는 팬오션(028670.KS, 매수, TP 10,000원). 코로나19 시대 해운대장주 HMM(011200.KS, 중립, TP 31,000원) 운임 바닥 확인후 접근해도 늦지 않을 것

Summary

미주서안 선박대기
한창

롱비치 항만 컨테이너선 대기



자료 : vesselfinder, 신영증권 리서치센터

운임은 앞일을
밀해주는 중
비수기는 비수기

컨테이너 해상운임 최근 지역별 추이

날짜	SCFI	유럽	지중해	미주 서안	미주 동안	중동	호주	동서아 프리카	남아프리카
9/3	4,502.65	7,443	7,289	6,266	11,648	3,830	4,154	8,340	6,624
9/10	4,568.16	7,491	7,365	6,322	11,731	3,941	4,198	8,359	6,732
9/17	4,622.51	7,524	7,511	6,322	11,759	3,960	4,300	8,354	6,909
9/24	4,643.79	7,551	7,498	6,322	11,976	3,925	4,442	8,313	7,039
10/1	4,614.10	7,538	7,444	6,322	11,250	3,862	4,405	8,236	6,997
10/8	4,647.60	7,714	7,448	6,371	11,114	3,859	4,418	8,244	7,009
10/15	4,588.07	7,687	7,374	6,219	10,700	3,735	4,463	8,167	7,160
10/22	4,583.39	7,666	7,335	6,343	10,544	3,687	4,494	7,996	6,957

자료 : sse, 신영증권 리서치센터

산업투자이견 하향
드라이벌크 선호
팬오션 최선호주

해운사 투자이견과 목표주가

(단위: 원)

종목명	투자이견	의견유지여부	목표주가	목표가 변동
팬오션	매수	유지	10,000	유지
대한해운	매수	유지	4,000	유지
KSS해운	매수	유지	16,000	유지
HMM	중립	유지	31,000	유지

자료 : 신영증권 리서치센터

해운주 바닥은 무엇을 보고 잡을까?

1. 최근 복잡한 해운주 움직임

이르게 찾아온 비수기 공포증, 빨라진 선사들의 움직임

운임 높고
실적도 사상 최고라는데
큰 폭 조정 중인 해운주

해운주들의 움직임이 복잡하다. 해운기업의 주가를 가장 잘 설명해주는 지표가 운임이라고 했고, 선종을 불문(오일 탱커 제외)하고 해상운임이 강세기조를 이어가고 있는데 주가가 큰 폭으로 하락하고 있으니 ‘복잡’하다는 것이다. 운임의 고점 갱신에 맞춰 사상 최고 이익 달성이 예고되어 있는데, 어닝 시즌을 앞두고 크게 조정받고 있는 해운주 어떻게 바라봐야 하나?

계절성 뚜렷한 해운주
비수기 앞두고 미리 걱정

해운업은 계절성이 뚜렷한 산업이다. 서구지역의 소비가 정점을 찍는 12월 말까지 물동량이 늘어나고, 1분기에 비수기에 들어간다. 원자재를 수송하는 드라이벌크선도, 완성제품을 운송하는 컨테이너선도 1분기에는 다음 시즌을 준비하면서 노선을 재정비하는 기간이다.

해운 비수기는
쉬는 시간이 아니라 다음
시즌 준비기간
눈치게임 시작

부정기선 형태로 운영되는 드라이벌크 선사들은 1분기 이후 해당 연도의 수요(화물)와 공급(선복량)을 예상하여 선박 용선 계획을 세우고, 선대운영계획상 장기용선계약을 실행한다. 정기선 형태로 운영되는 컨테이너 선사들은 장기화주에 대한 얼리비딩(early bidding)을 완료하고, 이전 시즌에 수익성이 높았던 노선에 대한 항차 증대, 투입선복 확장 여부를 확정한다. 경쟁사들과 동시에 운영노선 재조정을 하기 때문에 얼리비딩 과정에서 당해 년 스팟운임의 향방을 그려볼 수 있다. 고수익 노선에 대한 공급경쟁이 심하다면, 오히려 전년도 대비 수익성 하락이 과도하게 나타날 수도 있다는 의미이다.

2. 컨테이너: 공급망 차질 해결 후에도 양적성장 보여야

글로벌 해운주 움직임과 가장 동행하는 지표는 물동량 성장률

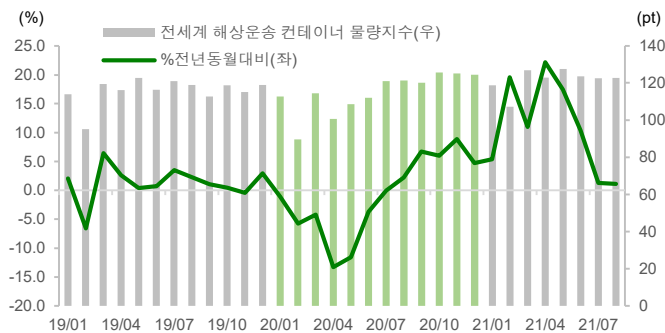
글로벌 물류대란
코로나19 유행 1차
수에즈 운하 사고 2차
영향으로 심각

패스트푸드점에서 사라진 감자튀김, 코카콜라 원료의 벌크선 수송변경 사례는 컨테이너 선복 부족에 따른 공급망 문제가 가져온 사례의 일부분이다. 사람의 이동이 제한되면서 시작된 물류대란은 코로나19의 1차 확산 시기(2020년 1분기)와 같은 1년 뒤 1분기 말에 수에즈운하 막힘사고(에버그린 운영 컨테이너 선박이 2021년 3월 23일에 좌초 후 6일 뒤 인양)가 이어지면서 극도로 심각해졌다.

2년 연속
성수기 초입에
생겨버린 문제로
무역길 교통체증

컨테이너 물류대란의 본질은 정상적인 배달, 하역 작업이 이루어지지 못해서 생긴 운임의 상승이지 폭발적인 물동량의 증가는 아니다. 2020년은 연간 기준으로 전년대비 컨테이너 해상물동량이 감소했다. 2021년 2분기는 코로나19 셋다운(2Q20에 셋다운) 영향으로 기저효과를 최대로 누린 시기이고, 반대로 기고효과가 나타나기 시작한 2021년 7월부터는 양적인 증가가 거의 나타나지 않는 중이다. 연속으로 두 자릿수를 기록하던 컨테이너 수요증가율은 7월에 1.3%까지 하락했고, 8월에는 1.1%를 기록한 바 있다.

도표 1. 전세계 해상운송 컨테이너 물동량 지수와 전년동월대비 증감률

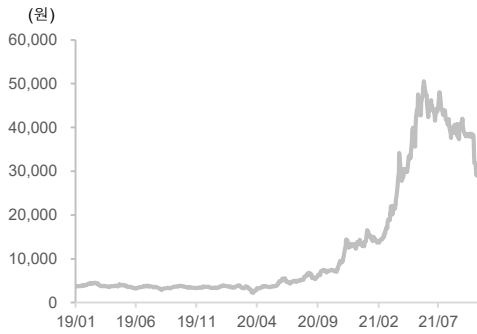


자료 : 클락슨, 신영증권 리서치센터

물동량 증가율 피크는
4~6월
컨테이너 해운주 주가
피크는
5~7월

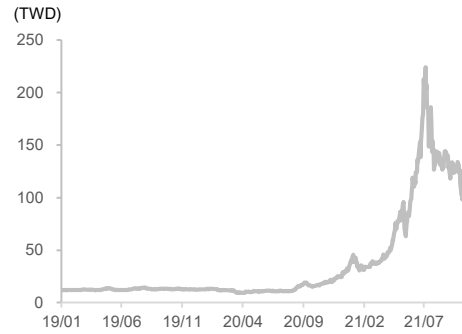
2019년부터 최근까지 글로벌 컨테이너 선사의 주가 움직임과 가장 동행하는 지표는 해상운임도 아니고 바로 이 물동량 증가율이다. 2021년 4~6월까지 16% 이상의 고점을 머무르다가 7월에 1%대로 하락한 물동량 증가율과 5~7월 사이에 주가 고점을 형성한 뒤 최근까지 적게는 20%에서 많게는 60%까지 조정받은 해운기업의 주가가 같은 궤적을 그린다.

도표 2. HMM 주가 추이



자료 : 한국무역협회, 신영증권 리서치센터

도표 3. Evergreen Marine 주가 추이



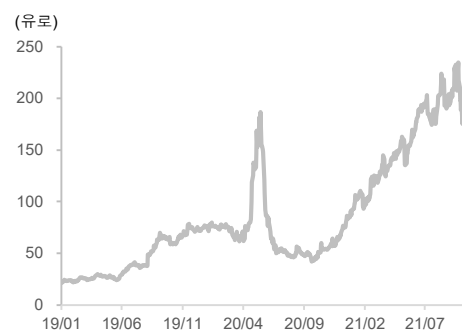
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 4. AP Moller Maersk 주가 추이



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 5. Hapag Lloyd 주가 추이



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

중국 골든위크에
잠깐 흔들린 스팟 운임
비수기 하락 가능성 보여줘

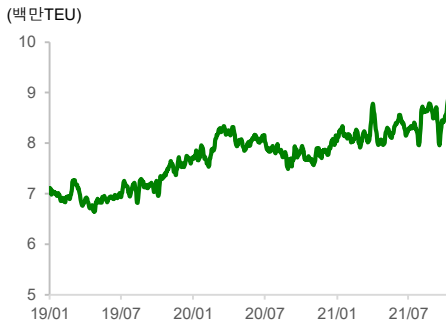
지난 10월들어 컨테이너 운임의 계속된 상승에 브레이크가 걸리면서 시장에 긴장감을 주고 있다. 10월 2주차에는 반등에 성공하긴 했지만, 매 주 소폭의 하락을 보이는 중이다. 중국발 미주동안항 운임은 4주 연속 하락하였는데, 미주 동안 항만의 컨테이너 대기 선박 상황은 서안과는 달리 많지 않기 때문인 것으로 파악된다. 일시적이긴 하지만 중국의 골든위크(10월 1~8일) 기간 동안 중국에서 로딩 물량이 감소함에 따라 일부 노선에서는 정체현상이 완화되는 영향을 받았다고 판단할 수 있다. 본격적인 비수기로 접어들 경우 성수기 운임 프리미엄이 빠지는 단계로 쉽게 접어들 것으로 보인다.

도표 6. 상하이발 노선별 컨테이너 운입지수(두꺼운 지수는 하락시점)

날짜	SCFI	유럽	지중해	미주 서안	미주 동안	중동	호주	동서 아프리카	남아 프리카	남미	일본 서안	일본 동안	동남아	한국
7월2일	3,905.14	6,786	6,655	4,944	9,254	3,116	2,768	7,938	4,572	9,379	295	302	900	229
7월9일	3,932.35	6,741	6,746	5,024	9,356	3,262	2,838	8,024	4,626	9,449	292	296	880	227
7월16일	4,054.42	7,023	6,893	5,334	9,655	3,373	3,002	8,025	4,680	9,383	287	284	870	229
7월23일	4,100.00	7,127	6,961	5,388	9,850	3,481	3,168	8,036	4,647	9,498	282	280	856	205
7월30일	4,196.24	7,395	6,991	5,518	10,067	3,553	3,406	8,102	4,873	9,720	277	277	861	189
8월6일	4,225.86	7,418	7,042	5,555	10,167	3,584	3,527	8,128	5,062	9,772	274	273	866	189
8월13일	4,281.53	7,407	7,051	5,744	10,452	3,643	3,717	8,280	5,322	9,820	274	274	866	189
8월20일	4,340.18	7,398	7,080	5,927	10,876	3,720	3,772	8,267	5,845	9,845	275	278	860	184
8월27일	4,385.62	7,365	7,125	5,949	11,138	3,776	3,962	8,412	6,336	10,000	280	281	861	236
9월3일	4,502.65	7,443	7,289	6,266	11,648	3,830	4,154	8,340	6,624	10,012	281	282	883	271
9월10일	4,568.16	7,491	7,365	6,322	11,731	3,941	4,198	8,359	6,732	10,148	303	305	921	273
9월17일	4,622.51	7,524	7,511	6,322	11,759	3,960	4,300	8,354	6,909	10,191	355	340	934	330
9월24일	4,643.79	7,551	7,498	6,322	11,976	3,925	4,442	8,313	7,039	10,195	355	340	951	339
10월1일	4,614.10	7,538	7,444	6,322	11,250	3,862	4,405	8,236	6,997	10,222	355	340	970	350
10월8일	4,647.60	7,714	7,448	6,371	11,114	3,859	4,418	8,244	7,009	10,226	355	340	973	351
10월15일	4,588.07	7,687	7,374	6,219	10,700	3,735	4,463	8,167	7,160	10,187	356	339	963	351
10월22일	4,583.39	7,666	7,335	6,343	10,544	3,687	4,494	7,996	6,957	10,211	356	339	961	351

자료: 해양진흥공사, 신영증권 리서치센터

도표 7. 전세계 항만 채선 선복량



자료 : 클락슨, 신영증권 리서치센터
주) 이하 7일 이동평균 기준 data

도표 8. 중국 채선 선복량



자료 : 클락슨, 신영증권 리서치센터

8 • 신영증권

도표 9. 미주동안 채선 선복량



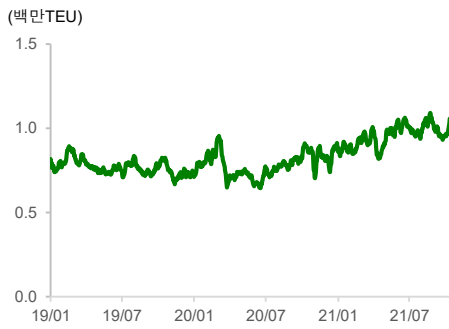
자료 : 클락슨, 신영증권 리서치센터

도표 10. 미주서안 채선 선복량



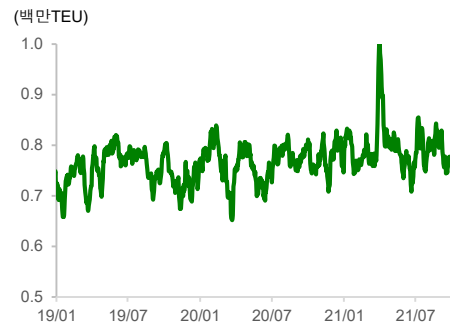
자료 : 클락슨, 신영증권 리서치센터

도표 11. 영국 채선 선복량



자료 : 클락슨, 신영증권 리서치센터

도표 12. 지중해/흑해 채선 선복량



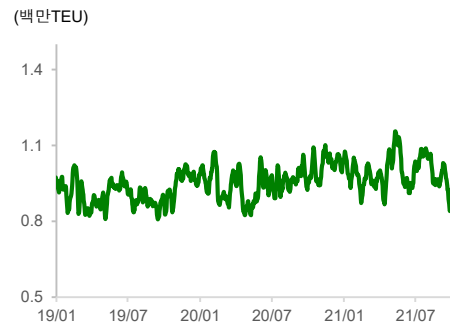
자료 : 클락슨, 신영증권 리서치센터

도표 13. 동아시아 채선 선복량



자료 : 클락슨, 신영증권 리서치센터

도표 14. 동남아시아 채선 선복량



자료 : 클락슨, 신영증권 리서치센터

2021년 ‘컨’운임 피크 한 달 빨리 온다. With 코로나에 운임도 하락 예상

중국 골든위크 대비
해운동맹 4주간 공급
8% 줄어

한 주 정도 조정 이후 재차 컨테이너 운임이 반등하긴 했지만(1일 하락, 8일 반등, 15일 하락, 22일 하락), 단기간 운임 움직임으로 비수기 운임 조정 가능성을 충분히 확인할 수 있었다. 드류리(Drewry)에 따르면 대형 해운 동맹들이 중국의 골든위크 물동량 감소를 예상하여 39주에서 42주 사이 총 4주 동안 주요 무역항로에서 예정된 524개 항차 중 8%에 해당하는 43개 항차를 취소한 것으로 알려졌다.

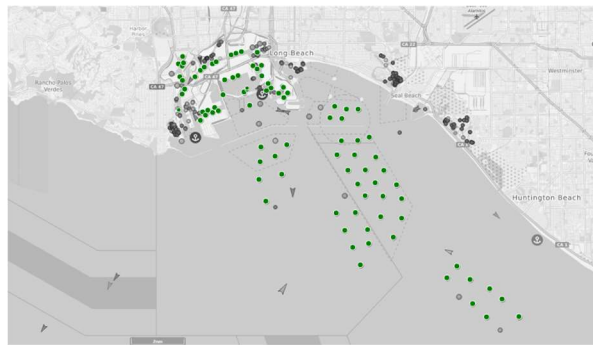
지역노선 운영하던
소형선사
전세기 섭외하는 대형 화주
컨테이너 원양노선
신규진출

반면 기존에 장거리 원양노선에 취향을 하지 않던 시장참여자들의 시장 진출로 대형 해운동맹 위주의 공급조절에 일부 제동이 걸리는 모양새이다. 중국의 대형 컨테이너 제조업체인 CIMC가 선박 용선 후 중국-미주서안 수송 서비스를 시작했다는 이야기가 있고, 미국 유통업체 타겟(Target)은 연말 물류 대란에 대비하여 직접 전세선박을 용선했다. 대만의 아시아 전업선사인 TS라인은 2012년에 중단했던 아시아-북미노선 서비스를 재도입하겠다고 발표하기도 했다. 신규진입 선사들이 늘어남에 따른 공급증가 영향과 장기대형화주를 보유하지 못한 신규 진입자들의 운임 텅핑은 피할 수가 없을 것이다.

2021년 연말 운임피크
한 달 빨리 올지도

연말 홀리데이 시즌에 소비 물품을 도착하게 하기 위한 운임 프리미엄은 11월까지 급격하게 상승할 것으로 예상된다. 북미지역 항만에서 하역처리기간이 늘어나 성수기 마감 시점이 앞당겨 질 것으로 보여 골든타임이 얼마 남지 않은 만큼 가격 상승세가 클 것으로 보이기 때문이다. 하지만 홀리데이 시즌 하역처리 가능한 시기가 지난 이후 항차가 감소할 경우 처리속도 저하에 따른 항만적체는 계속되지 않을 것으로 보인다.

도표 15. 롱비치 항만에서 대기 중인 선박들(녹색 동그라미는 컨테이너선)



자료 : vesselfinder, 신영증권 리서치센터

시장의 눈높이가 비수기 운임 하한선에 맞춰지는 그날을 기다려야

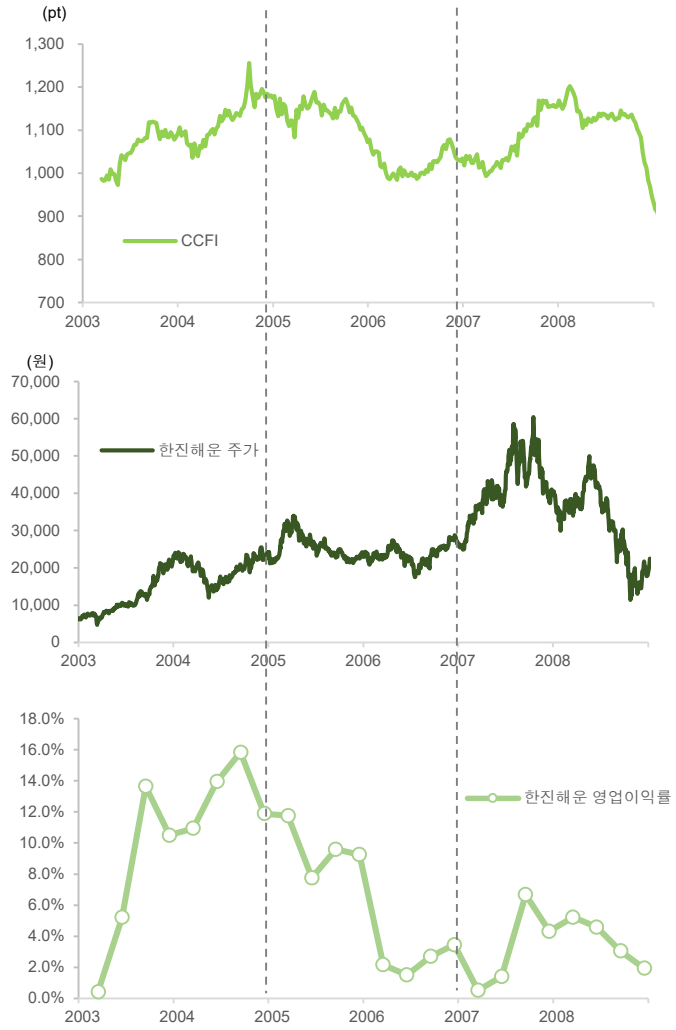
물동량 증가율 둔화 가능성
'있음'
비수기 운임조정 가능성
'있음'

3분기 들어 컨테이너 수요증가율이 둔화된 것이 컨테이너 해운사들의 주가하락에 큰 영향을 준 것이라면, 아직까지 하락 압력을 줄 만한 요인은 남아있다. 2020년 4분기는 초기 코로나19 영향으로 크게 위축됐던 상반기 컨테이너 무역량이 본격적으로 회복되었던 성수기라 2021년 4분기에 기고효과를 크게 볼 수밖에 없는 기간이다. 처리속도 개선으로 물동량 증가율이 플러스 성장을 할 수 있을 정도가 되면 항만 적체에 따른 할증료가 빠져나갈 상황이고, 항만에서의 물동량 처리속도가 개선되지 않으면, 코로나19 대유행 이후 물동량 성장률이 첫 역성장을 하게 될 상황이다. 어떠한 상황이 직면하더라도 컨테이너 선사에게 단기간 플러스되는 요인은 없다.

역사를 곱씹어보자
04년 컨테이너 호황 이후
컨테이너 선사 주가
혹독했나?

[도표 16]은 2000년 이후 첫 번째 컨테이너 호황으로 기억되는 2004년 전후 기간인 2003년부터 2008년 말까지 운임, 국내 대표주(한진해운)의 주가, 업체의 수익성 변화를 표시한 그림이다. 현재의 시장 움직임과 유사한 시점을 짚어보라고 한다면, 2004년 하반기부터 2005년 상반기를 꼽을 수 있을 것이다. 2년에 걸친 운임 상승세가 이어지고, 어닝이 늘어난 선사들을 중심으로 선박 발주도 늘어났다. 2005년은 절대적으로 높은 운임에서 계절조정을 받긴 했지만 운임이 고점에서 지탱되던 시기이다. 하지만 해당 시기에 주가는 이후의 운임 하락 가능성을 반영하여 추세적으로 하락했다. 글로벌 해운사들의 주가는 운임이 하한선에 근접하기 이전에 추세 반전하기는 어려운 상황이라 판단한다.

도표 16. 2003~2008년 사이 컨테이너 운임과 한진해운 주가와 한진해운 영업이익률



자료 : 클락슨, 와이즈에프앤, 신영증권 리서치센터

3. 벌크: 펀더멘털 변화 없음, 많이 실 수록 많이 오를 것

2021년은 주요 벌크화물 수출입 노선 재정비에 따른 공급부족 기간

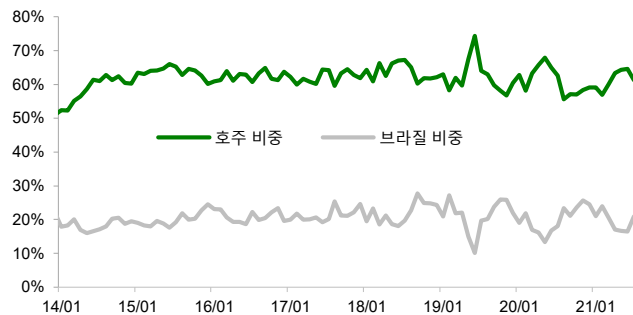
2021년 쉬지 않고 달려온
BDI
10월 들어 빨간불?
수요보다는 공급 이슈라고
보야

BDI가 5,500을 상회할 정도로 가파르던 상승세가 꺾이고, 대형선 운임 하락의 영향을 받으며 조정이 이어지고 있다. 2021년은 다른 기간의 운임 움직임과 다르게 중소형선 운임의 견조한 회복세에 힘입어 BDI가 2천도 넘고, 3천도 넘었다. 지수가 4천 이상을 상회하면서부터는 이전처럼 대형선 운임의 변동성이 전체 운임의 움직임에 큰 영향을 준 편이다. 최근 대형 광산업체의 2021년 연간 생산량 감소가 예상된다는 이야기가 들리면서 단기간 BDI가 조정 중에 있다. 3/4 이상 지나간 2021년 생산전망치의 하향 조정이 급작스럽게 운임의 움직임에 영향을 준다는 것은 수요보다는 공급의 영향이 크다고 판단된다.

철광석 주요 수출지 중
하나인 브라질
2년 연속 수출 비중 줄인
일회성 요인들
2021년 해소 과정에서
시장 강세

상반기까지는 코로나19 대유행 이후 선박들이 주력 노선에서의 물동량 변화를 감안하여 해역을 이동하는데도 집중했던 기간이다. 특히 철광석 운송시장의 경우 2019년 초 발레의 댐 사고, 2020년 초 코로나19 유행 시작으로 중국의 철광석 주력수입지가 호주로 집중되는 정도를 높이는 시기였다. 2년에 걸쳐 남미해역에서 호주해역으로 항해지를 옮겼던 선대들이 재배치되면서 호주로의 집중도가 최대로 높아졌던 시기이기도 하다. 2021년은 브라질 철광석 수출비중이 원래의 자리를 잡는 과정에서 시장운임이 강세를 나타냈다.

도표 17. 중국의 브라질 vs. 호주로부터의 철광석 수입 비중 변화



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

제품가격은 폭락하지 않고, 재고는 충분치 않지만, 올림픽블루는 중요하지

2021년 쉬지 않고 달려온
BDI
10월 들어 빨간불?
수요보다는 공급 이슈라고
봐야

2022년은 드라이벌크 시장의 수요에 있어서 본격적인 양적성장기가 될 것으로 보인다. 철강산업에 대한 강력한 감산 압박이 있지만, 강제 가격이 큰 폭으로 조정받지 않고 있어 생산자를 추세적 감산으로 유인할 유인책이 없다. 2021년 현재 중국의 해상 강제 수출량은 2007년 수준을 회복하기까지 한 상황으로 내부 수요자뿐만 아니라 외부의 수요 증가도 신경써야 하는 입장이다. 2021년 8개월 기준 중국의 누적강제 수출량은 4,765만톤으로 전년동기대비 33.6% 증가했다. 미국이 대대적인 인프라 투자 계획을 발표한 바 있고, 극동 아시아 3국의 선박 건조량도 늘어날 것으로 예상되는 현 시점에 철강제가 팔리지 않고 쌓일 걱정을 하는 것은 무리수라 판단한다.

올림픽블루 영향
2022년 1분기까지
지배적일 것
조정은

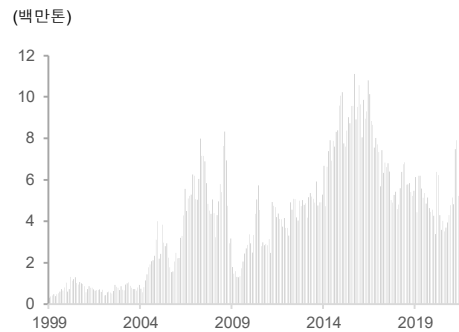
하지만 중단기적으로 '올림픽블루(베이징 동계올림픽 기간 중 푸른 하늘)'의 영향이 지배적일 수밖에 없다. 2010년 하반기에 13차 5개년 계획의 오염물질 배출 통제 목표를 달성하기 위해 감산을 진행한 것과 2017년 동절기 철강사 감산 영향을 기억해볼 수 있을 것이다. 감산 기간 동안 운임 하락폭을 복기해보면 2010년 상반기 고점인 4,209포인트 대비 연말에 58% 하락하여 1,773포인트까지 하락했었고, 2017년 연말 1,700을 상회했던 지표가 1천포인트를 하회할 때까지 조정받기도 했다.

도표 18. 중국 강재(우판)가격 추이



자료 : 클락슨, 신영증권 리서치센터

도표 19. 중국 철강제 수출량 추이



자료 : 클락슨, 신영증권 리서치센터

벌크선사 주가 운임 민감도
정기선사보다 높아
비수기에 운임을 역행해서
주가 오르기도 어려움

계절적 비수기라고 하더라도 운임 조정기간에 벌크선사의 주가가 강세에 머물러 있기를 기대하기는 어렵다. 드라이벌크선박의 경우 부정기 형태로 운영되기 때문에 운임의 등락과 실적의 민감도가 정기선사보다 높다. 2007년에서 2008년까지 운임 급등락을 대한해운의 주가가 거의 그대로 따라갔던 것을 확인할 수 있다. 이는 운임의 상승도 실적에 도움이 될 수 있지만, 외부 용선을 늘려서 전체 운영선복량도 동시에 늘릴 수 있어서 P와 Q를 한꺼번에 늘리는 영향이 정기선사보다 크게 실적에 드러나기 때문이다.

도표 20. 2003~2008년 사이 BDI와 대한해운 주가와 대한해운 영업이익률



자료 : 클락슨, 와이즈에프앤, 신영증권 리서치센터

4. 해운주 비수기 영향 최고치인 1분기에 사자

충분한 비수기 주가조정 이후, 2022년 평균운임 상승 전망되는 팬오션 사자

해운주 가장 민감한
선행지표는 운임
운임 대폭 들어올린
코로나19
위드코로나 전환으로
당연히 반대영향

해운주 움직임에 가장 민감하게 영향을 주는 요인은 ‘운임’이다. 그리고 해상 운송 시장은 명확한 계절성을 갖는다. 2020년 하반기부터 2021년 상반기와 같이 계절적인 비수기를 무시하고 운임이 상승세를 이어갈 수 있었던 이유는 단기간 해소 불가능한 수급 불균형이 생겼기 때문이다. 코로나19 대유행은 국제시장에서 전세계 인구 이동을 멈추게 하고, 한정적인 운송수단으로 재화의 이동을 극대화시킨 이벤트라고 설명할 수 있다. 운송업체들이 직면한 현 상황은 만 2년의 코로나19 유행 시국에서 위드코로나(with COVID19)로 전환되면서 운임시장에 큰 반전을 가져온 요인이 해소되는 상황이라 볼 수 있다.

해운 시장 수요는 살아있을
가능성 높아
공급 투자 과도하지 않은
벌크 해운사
성수기에 반등 가능
팬오션 최선호주초 추천

10년간 벌어들인 어닝을 단기간에 벌어들인 컨테이너선사들은 역사상 가장 큰 투자를 했고, 10년의 불황에서 벗어나긴 했지만, 역사적 고점을 기록하지 못 한 벌크선사들은 아직도 공급투자를 진행한 바가 없다. 공급망 정상화가 예상되는 가운데, 단기간 해상운임은 조정받을 것으로 예상된다. 하지만 해상 운송 수요가 상실될 것으로 보이진 않는다. 선진국의 제품 유통재고, 원자재 소비국가의 보유재고가 낮은 수준에 머물러있기 때문이다. 재고충족 수요가 생길 것으로 예상되는 가운데, 공급 부족으로 수급불균형이 확대될 것으로 예상되는 분야는 공급투자를 진행하지 않은 벌크 시장이다. 2021년을 상회하는 평균운임을 기록할 것으로 예상하는 BDI의 움직임을 감안하여 비수기 벌크 해운사 부문에 대한 비중확대를 제안한다. 13년만의 운임 상승에도 불구하고 최근 해운사들 밸류에 근접하지 못한 팬오션을 최선호주로 추천한다.

도표 21. 해운주 투자의견과 목표주가

(단위: 원)

종목명	투자의견	의견유지여부	목표주가	목표가 변동
팬오션	매수	유지	10,000	유지
대한해운	매수	유지	4,000	유지
KSS해운	매수	유지	16,000	유지
HMM	중립	유지	31,000	유지

자료 : 신영증권 리서치센터

기업분석

종목명	투자의견	목표주가
팬오션(028670.KS)	매수(유지)	10,000원(유지)
HMM(011200.KS)	중립(유지)	31,000원(유지)



팬오션(028670.KS)

2022년 더욱 기대되는 운임 상승 영향

매수(유지)

현재주가(10/25) 6,200원
 목표주가(12M) 10,000원

■ 2021년 벌크시장 정상마켓 회복, 선대 늘린 팬오션 2022년에 더 수혜
 2021년은 금융위기 이후 팬오션이 다시 해 본 일이 많았던 한 해. 1년 이상의 장기용선을 늘리기도 했으며, 전체 운영선대를 눈에 띄게 확대한 것. 장/중/단기 운임시장의 스프레드가 적정수준 이상으로 형성됨에 따라 가능했던 움직임. 천연가스 가격 급등 등의 요인으로 겨울 석탄화력발전 수송 수요 줄기 어려울 것. 원자재 재고확충 본격적으로 재개할 것으로 예상되는 2022년 1분기 말 벌크시장 반등을 기다려볼 필요

■ 3분기부터 영업이익 성장률 3자릿수로

3분기 매출액은 1조 2,044억원으로 전년동기대비 89.8% 증가, 전분기 대비 6.6% 증가할 것으로 예상. 영업이익은 1,415억원으로 전년동기 대비 124.8% 증가, 전분기 대비 26.3% 증가할 것으로 전망. 2분기 이후 늘려놓은 저비용 용선의 운용으로 2022년 연간 실적도 영업이익 기준 22.8% 증가할 것으로 전망

■ 투자이견 매수와 목표주가 1만원 유지

동사의 투자이견 매수와 목표주가 1만원을 유지함. 목표주가는 2021~22년 평균추정 순자산가치에 목표배수 1.5배를 적용하여 산출. 1.5배는 드라이벌크시장 정상마켓 시기에 글로벌 벌크선사 밴드 상단에 해당. 상대적으로 우수한 원가경쟁력과 안정성을 가지고 있어서 상단 수준의 평가를 받을 수 있는 요인이 충분

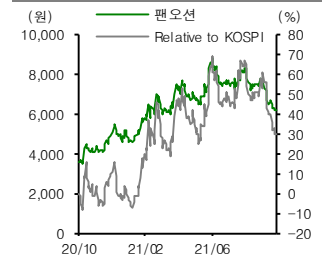
Key Data (기준일: 2021. 10. 25)

KOSPI(pt)	3020.54
KOSDAQ(pt)	994.31
액면가(원)	1,000
시가총액(억원)	33,143
발행주식수(천주)	534,570
평균거래량(3M, 주)	6,374,200
평균거래대금(3M, 백만원)	47,744
52주 최고/최저	8,770 / 3,485
52주 일간Beta	1.1
배당수익률(21F, %)	0.8
외국인지분율(%)	11.1
주요주주 지분율(%)	
하림지주 외 13인	54.8
국민연금공단	5.9

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-15.5	-18.2	-11.4	65.8
KOSPI대비상대수익률	-12.6	-11.9	-6.6	29.6

Company vs KOSPI composite



결산기(12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액(십억원)	2,468	2,497	4,229	4,565	4,744
영업이익(십억원)	210	225	460	565	585
세전순익(십억원)	148	92	439	538	561
지배순이익(십억원)	152	93	434	530	553
EPS(원)	284	173	812	992	1,034
증감율(%)	-0.4	-39.1	369.2	22.2	4.2
ROE(%)	5.5	3.3	14.2	14.9	13.6
PER(배)	16.0	29.0	7.6	6.2	6.0
PBR(배)	0.8	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	8.3	8.6	7.3	5.4	4.9

도표 1. 팬오션 분기실적 추정

(단위: 원/달러, 억원)

구 분	1Q21	2Q21	3Q21F	4Q21F	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2020	2021F	2022F
평균환율	1,114.0	1,121.3	1,145.3	1,135.0	1,137.5	1,140.0	1,142.5	1,145.0	1,180.0	1,128.9	1,141.3
기말환율	1,130.6	1,126.1	1,135.0	1,135.0	1,140.0	1,140.0	1,145.0	1,145.0	1,086.3	1,135.0	1,145.0
매출액	6,799	11,299	12,044	12,144	9,084	11,543	12,207	12,814	24,972	42,286	45,647
%yoy	21.7%	65.3%	89.8%	95.7%	33.6%	2.2%	1.4%	5.5%	1.2%	69.3%	7.9%
%qoq	9.6%	66.2%	6.6%	0.8%	-25.2%	27.1%	5.8%	5.0%	-	-	-
1.해운업	6,056	9,413	9,948	10,260	8,332	9,476	10,366	11,053	21,620	41,762	39,228
벌크	4,918	8,073	8,576	9,267	7,433	8,454	9,325	10,003	17,580	37,636	35,215
컨테이너	740	802	996	624	569	650	663	676	2,467	2,634	2,557
유조선	266	307	319	311	274	315	321	317	1,427	1,262	1,228
해운기타	131	232	57	57	57	57	57	57	147	230	228
2.곡물사업	797	2,032	1,855	1,759	854	2,169	1,943	1,863	3,767	7,585	6,830
3.기타	296	296	297	298	298	299	299	299	2,025	1,196	1,195
(내부거래)	-520	-704	-401	-397	-398	-399	-400	-401	-2,440	-1,610	-1,598
영업이익	489	1,120	1,415	1,581	1,101	1,382	1,563	1,609	2,252	4,605	5,655
%yoy	29.3%	74.3%	124.8%	162.5%	125.1%	23.4%	10.5%	1.8%	7.2%	104.4%	22.8%
%qoq	-18.8%	129.1%	26.3%	11.7%	-30.3%	25.5%	13.1%	3.0%	-	-	-
영업이익률	7.2%	9.9%	11.7%	13.0%	12.1%	12.0%	12.8%	12.6%	9.0%	10.9%	12.4%
지배순이익	546	911	1,372	1,512	1,015	1,295	1,475	1,520	925	4,342	5,304
%yoy	152.3%	114.7%	225.8%	흑전	85.8%	42.1%	7.5%	0.5%	-39.1%	369.2%	22.2%
%qoq	흑전	66.8%	50.6%	10.2%	-32.9%	27.6%	13.9%	3.1%	-	-	-
순이익률	8.0%	8.1%	11.4%	12.5%	11.2%	11.2%	12.1%	11.9%	3.7%	10.3%	11.6%

자료: 신영증권 리서치센터

도표 2. 팬오션 목표주가 산정

구 분	가격/배수
2021~22년 평균 추정 BPS(원)	6,637
목표배수(배)	1.5
주당 적정 가치(원)	9,956
목표주가(원)	10,000

자료: 신영증권 리서치센터

팬오션(028670.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	24,679	24,972	42,286	45,647	47,442
증가율(%)	-7.5	1.2	69.3	7.9	3.9
매출원가	21,801	21,932	36,794	39,083	40,647
원가율(%)	88.3	87.8	87.0	85.6	85.7
매출총이익	2,878	3,039	5,493	6,564	6,795
매출총이익률(%)	11.7	12.2	13.0	14.4	14.3
판매비와 관리비 등	778	787	888	909	945
판매비율(%)	3.2	3.2	2.1	2.0	2.0
영업이익	2,100	2,252	4,605	5,655	5,850
증가율(%)	3.0	7.2	104.5	22.8	3.4
영업이익률(%)	8.5	9.0	10.9	12.4	12.3
EBITDA	4,129	4,529	6,291	7,464	7,576
EBITDA마진(%)	16.7	18.1	14.9	16.4	16.0
순금융손익	-488	-475	-210	-317	-285
이자손익	-504	-386	-388	-315	-287
외화관련손익	11	-87	87	-3	2
기타영업외손익	-130	-912	-63	-7	-6
종속및관계기업 관련손익	0	54	54	54	54
법인세차감전계속사업이익	1,483	920	4,385	5,384	5,613
계속사업손익법인세비용	5	12	44	81	84
세후중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,477	907	4,342	5,304	5,529
증가율(%)	-0.6	-38.6	378.7	22.2	4.2
순이익률(%)	6.0	3.6	10.3	11.6	11.7
지배주주지분 당기순이익	1,519	925	4,342	5,304	5,529
증가율(%)	-0.3	-39.1	369.4	22.2	4.2
기타포괄이익	914	-1,706	827	-11	-11
총포괄이익	2,391	-799	5,168	5,293	5,518

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업외손익/비용 항목은 제외됨

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동으로인한현금흐름	4,048	4,705	3,459	6,489	6,595
당기순이익	1,477	907	4,342	5,304	5,529
현금유출이없는비용및수익	2,719	3,738	1,977	2,154	2,042
유형자산감가상각비	2,014	2,262	1,672	1,798	1,717
무형자산상각비	14	14	14	11	9
영업활동관련자산부채변동	510	536	-2,429	-574	-604
매출채권의감소(증가)	90	-274	-1,329	-226	-121
재고자산의감소(증가)	-21	45	-357	-85	-40
매입채무의증가(감소)	-150	282	743	208	132
투자활동으로인한현금흐름	-2,130	-3,369	-4,555	-428	-2,561
투자자산의 감소(증가)	59	-806	-308	0	0
유형자산의 감소	3	186	0	0	635
CAPEX	-2,170	-2,895	-4,454	-635	-3,402
단기금융자산의감소(증가)	32	-82	-7	-8	-8
재무활동으로인한현금흐름	-1,520	-1,390	-486	-486	-486
장기차입금의증가(감소)	-1,343	-1,022	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
기타현금흐름	68	-124	3,308	-1,160	538
현금의 증가	466	-178	1,726	4,415	4,086
기초현금	2,087	2,553	2,376	4,101	8,516
기말현금	2,553	2,376	4,101	8,516	12,602

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	6,795	6,625	10,431	15,635	20,465
현금및현금성자산	2,553	2,376	4,101	8,516	12,602
매출채권 및 기타채권	1,350	1,521	2,850	3,076	3,197
재고자산	653	572	929	1,014	1,054
비유동자산	37,746	39,968	43,120	41,999	43,094
유형자산	37,370	38,730	41,535	40,372	41,422
무형자산	78	66	52	41	32
투자자산	144	1,004	1,366	1,419	1,473
기타 금융업 자산	0	0	0	0	0
자산총계	44,542	46,593	53,551	57,635	63,560
유동부채	7,091	6,043	6,065	6,423	6,704
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무	1,845	2,170	2,913	3,121	3,253
유동성장기부채	4,296	2,375	2,525	2,675	2,825
비유동부채	8,455	12,484	14,519	13,219	13,611
사채	1,116	1,163	1,163	1,163	1,163
장기차입금	575	757	757	757	757
기타 금융업 부채	0	0	0	0	0
부채총계	15,546	18,527	20,583	19,641	20,316
지배주주지분	28,864	28,067	32,968	37,993	43,244
자본금	5,346	5,346	5,346	5,346	5,346
자본잉여금	19,421	19,421	19,421	19,421	19,421
기타포괄이익누계액	1,691	-10	817	806	795
이익잉여금	2,360	3,286	7,361	12,397	17,659
비지배주주지분	131	0	0	0	0
자본총계	28,995	28,067	32,968	37,993	43,244
총차입금	12,611	14,897	17,310	16,160	16,702
순차입금	9,849	12,230	12,800	7,227	3,676

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Per Share (원)					
EPS	284	173	812	992	1,034
BPS	5,400	5,250	6,167	7,107	8,089
DPS	0	50	50	50	50
Multiples (배)					
PER	16.0	29.0	7.6	6.2	6.0
PBR	0.8	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	8.3	8.6	7.3	5.4	4.9

Financial Ratio

12월 결산(억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	-0.4%	-39.1%	369.2%	22.2%	4.2%
EBITDA(발표기준) 증가율	10.9%	9.7%	38.9%	18.6%	1.5%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	5.3%	3.2%	14.2%	14.9%	13.6%
ROE(지배순이익 기준)	5.5%	3.3%	14.2%	14.9%	13.6%
ROIC	5.6%	5.7%	10.9%	12.6%	12.9%
WACC	8.0%	7.3%	7.4%	7.5%	7.4%
안정성(%)					
부채비율	53.6%	66.0%	62.4%	51.7%	47.0%
순차입금비율	34.0%	43.6%	38.8%	19.0%	8.5%
이자보상배율	3.8	5.5	10.6	14.0	14.0

HMM(011200.KS)

실적은 최고, 주가는 당분간 운임 눈치보기

중립(유지)

현재주가(10/25) 29,500원
 적정주가(12M) 31,000원

■ 컨테이너 운송시장 성수기 마감 빠를 것, 비수기 끝에 다시 보자
 컨테이너 운송시장의 연말 정체현상이 부각되고 있는 상황. 계절적으로 12월 말까지 홀리데이 시즌을 겨냥한 화물 운송운임 프리미엄이 붙는 것이 정상이나 처리기간 문제로 운임 피크가 앞당겨질 것으로 예상. 주요 얼라이언스의 골든위크 공급조절에도 운임이 하락반응을 보이는 중. 비수기 마무리 시점인 2022년 1분기까지 두고 보아도 되는 국면이라 판단

■ 3분기 매출액과 영업이익의 최고점 갱신 예상
 3분기 매출액은 3조 8,258억원으로 전년동기대비 122.6% 증가, 전분기 대비 31.6% 증가할 것으로 예상. 영업이익은 2조 960억원으로 전년 동기대비 656.5% 증가하고 전분기대비 50.9% 증가할 것으로 전망. 분기실적 기준 최고수준이 될 것이며, 4분기에 재차 최고점을 갱신할 수 있을 것으로 전망.

■ 투자 의견 중립과 적정주가 31,000원 제시
 동사에 대한 투자 의견 중립을 유지하고, 적정주가는 31,000원을 제시. 2022년 추정 BPS에 목표배수 2.5배를 적용하여 산출. CB 및 BW의 주식 전환비율은 63%를 적용. 당사가 추정한 191,192,193회 주식관련 사채의 조기상환을 채권자가 받아들이지 않는 경우 가치산정에서 주식 전환 비율 상향 가능하며 주당 적정가치는 하락할 수 있음

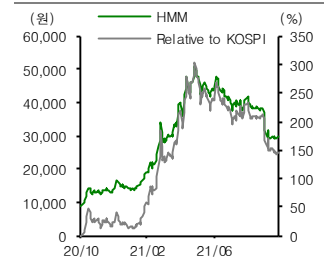
Key Data (기준일: 2021. 10. 25)

KOSPI(pt)	3020.54
KOSDAQ(pt)	994.31
액면가(원)	5,000
시가총액(억원)	119,591
발행주식수(천주)	405,392
평균거래량(3M, 주)	4,896,210
평균거래대금(3M, 백만원)	178,566
52주 최고/최저	50,600 / 8,070
52주 일간Beta	1.7
배당수익률(21F, %)	0.0
외국인지분율(%)	10.0
주요주주 지분율(%)	
한국산업은행 외 1인	28.4
신용보증기금	6.1

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-22.5	-29.6	-10.5	265.6
KOSPI대비상대수익률	-19.8	-24.1	-5.6	185.7

Company vs KOSPI composite



결산기(12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액(십억원)	5,513	6,413	13,126	13,017	10,584
영업이익(십억원)	-300	981	6,681	5,933	3,361
세전손익(십억원)	-587	128	4,543	5,688	3,129
지배손익(십억원)	-590	124	4,404	5,514	3,033
EPS(원)	-1,860	384	11,817	13,603	7,482
증감율(%)	적지	흑전	2,977.0	15.1	-45.0
ROE(%)	-55.5	8.9	119.0	65.8	24.3
PER(배)	na	36.3	2.5	2.2	3.9
PBR(배)	1.0	2.7	2.2	1.1	0.9
EV/EBITDA(배)	27.9	6.5	1.9	1.2	1.5

HMM(011200.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	55,131	64,133	131,256	130,171	105,840
증가율(%)	5.6	16.3	104.7	-0.8	-18.7
매출원가	55,172	51,288	60,798	66,931	69,051
원가율(%)	100.1	80.0	46.3	51.4	65.2
매출총이익	-41	12,844	70,457	63,240	36,789
매출총이익률(%)	-0.1	20.0	53.7	48.6	34.8
판매비와 관리비 등	2,956	3,037	3,646	3,905	3,175
판매비율(%)	5.4	4.7	2.8	3.0	3.0
영업이익	-2,997	9,808	66,811	59,335	33,614
증가율(%)	적지	흑전	581.2	-11.2	-43.3
영업이익률(%)	-5.4	15.3	50.9	45.6	31.8
EBITDA	2,053	15,670	77,669	68,584	37,656
EBITDA마진(%)	3.7	24.4	59.2	52.7	35.6
순금융손익	-3,368	-11,433	-22,371	-3,379	-3,408
이자손익	-3,875	-3,983	-3,831	-2,866	-2,896
외화관련손익	413	-1,808	-513	-513	-513
기타영업외손익	486	2,811	987	927	1,083
총속및관계기업 관련손익	12	92	0	0	0
법인세차감전계속사업이익	-5,867	1,278	45,427	56,883	31,288
계속사업손익법인세비용	31	38	1,360	1,703	937
세후중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-5,898	1,240	44,067	55,179	30,351
증가율(%)	적지	흑전	3,453.8	25.2	-45.0
순이익률(%)	-10.7	1.9	33.6	42.4	28.7
지배주주지분 당기순이익	-5,899	1,239	44,040	55,145	30,332
증가율(%)	적지	흑전	3,454.5	25.2	-45.0
기타포괄이익	-225	-1,577	-1,713	-1,713	-1,713
총포괄이익	-6,123	-338	42,354	53,467	28,638

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동으로 인한 현금흐름	3,993	14,085	67,317	64,624	35,456
당기순이익	-5,898	1,240	44,067	55,179	30,351
현금유출이 없는 비용 및 수익	7,863	14,990	34,074	14,331	8,388
유형자산감가상각비	5,050	5,862	10,858	9,249	4,042
무형자산상각비	0	0	0	0	0
영업활동관련 자산부채 변동	2,244	-1,974	-5,632	-317	549
매출채권의 감소(증가)	-195	-1,686	-5,277	13	2,023
채고자산의 감소(증가)	293	-262	-1,420	24	547
매입채무의 증가(감소)	1,010	-240	5,199	-20	-1,669
투자활동으로 인한 현금흐름	-8,772	-20,342	-41,094	-4,201	-14,537
투자자산의 감소(증가)	-466	-1,589	-297	-297	-297
유형자산의 감소	62	56	0	0	0
CAPEX	-10,826	-18,297	-8,000	-3,000	-13,000
단기금융자산의 감소(증가)	2,989	-323	-25,292	-399	-419
재무활동으로 인한 현금흐름	5,729	11,555	23,838	-6,878	-6,878
장기차입금의 증가(감소)	5,896	17,660	0	0	0
사채의 증가(감소)	-895	1,648	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	30,715	0	0
기타현금흐름	-128	-342	-20,709	7,661	18,171
현금의 증가	822	4,956	29,352	61,206	32,211
기초현금	5,629	6,451	11,407	40,759	101,965
기말현금	6,451	11,407	40,759	101,965	134,176

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	14,272	22,372	70,335	132,237	162,648
현금및현금성자산	6,451	11,407	40,759	101,965	134,176
매출채권 및 기타채권	5,238	6,579	11,856	11,843	9,819
채고자산	1,353	1,530	2,949	2,925	2,378
비유동자산	57,330	71,361	74,368	63,413	67,471
유형자산	20,235	22,999	20,142	13,893	22,850
무형자산	915	1,082	1,082	1,082	1,082
투자자산	4,458	6,047	6,344	6,641	6,939
기타 금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	71,602	93,734	144,703	195,650	230,119
유동부채	16,837	28,807	34,005	33,986	32,316
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무	5,797	5,559	10,757	10,738	9,069
유동성장기부채	9,460	13,691	13,691	13,691	13,691
비유동부채	43,862	48,041	53,541	51,041	58,541
사채	5,291	3,847	3,847	3,847	3,847
장기차입금	10,070	6,772	6,772	6,772	6,772
기타 금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	60,699	76,848	87,547	85,027	90,858
지배주주지분	10,890	16,874	57,117	110,549	139,169
자본금	15,921	16,336	20,270	20,270	20,270
자본잉여금	16,093	15,674	42,456	42,456	42,456
기타포괄이익누계액	-1,118	-2,663	-4,375	-6,088	-7,801
이익잉여금	-44,771	-44,439	-399	54,746	85,078
비지배주주지분	13	12	39	74	92
자본총계	10,903	16,885	57,156	110,623	139,261
총차입금	52,741	67,505	73,005	70,505	78,005
순차입금	45,968	55,763	24,170	-39,934	-65,064

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Per Share (원)					
EPS	-1,860	384	11,817	13,603	7,482
BPS	3,420	5,164	14,089	27,270	34,329
DPS	0	0	0	0	0
Multiples (배)					
PER	na	36.3	2.5	2.2	3.9
PBR	1.0	2.7	2.2	1.1	0.9
EV/EBITDA	27.9	6.5	1.9	1.2	1.5

Financial Ratio

12월 결산(억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	적지	흑전	2977.0%	15.1%	-45.0%
EBITDA(대표기준) 증가율	-146.0%	663.3%	395.7%	-11.7%	-45.1%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	-55.4%	8.9%	119.0%	65.8%	24.3%
ROE(지배순이익 기준)	-55.5%	8.9%	119.0%	65.8%	24.3%
ROIC	-8.0%	15.9%	91.2%	82.5%	49.5%
WACC	8.5%	8.3%	9.5%	9.6%	9.4%
안전성(%)					
부채비율	556.7%	455.1%	153.2%	76.9%	65.2%
순차입금비율	421.6%	330.3%	42.3%	-36.1%	-46.7%
이자보상배율	-0.7	2.4	14.9	13.7	7.0

Compliance Notice

■ 투자등급

- 종목** **매수** : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우
중립 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 ±0% 이내의 등락이 예상되는 경우
매도 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우

- 산업** **비중확대** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천
중립 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천
비중축소 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

- 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 지난 1년간 해당 기업의 기업금융관련 업무를 수행한 바 없습니다.
- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 본 자료의 괴리율은 감자 등 주가에 영향을 미치는 사건을 반영하여 계산하였습니다.

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소지에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.




[당사의 투자조건 비율 고지]

당사의 투자조건 비율			
기준일(20210930)	매수 : 93.63%	중립 : 6.37%	매도 : 0.0%

[당사와의 이해관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자)		시장조성자		1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증	자사주신탁 계약
	ELW	주식선물	주식옵션					
팬오션	-	-	-	-	-	-	-	-
KSS해운	-	-	-	-	-	-	-	-
HMM	-	-	-	-	-	-	-	-
대한해운	-	-	-	-	-	-	-	-



KSS해운 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역		추천일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)					
					평균주가	최고(저) 주가	주가			
		2021-10-26	매수	16000						
		2021-01-20	매수	16000						
HMM : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역		추천일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)					
					평균주가	최고(저) 주가	주가			
					2021-10-26	중립	31000			
					2021-10-25	중립	31000			
					2021-08-19	중립	38000	-6.06		-23.82
					2021-04-22	매수	38000			
		2021-02-17	중립	16500	53.55		106.97			
		2020-10-29	중립	7000	93.76		28.14			
대한해운 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역		추천일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)					
					평균주가	최고(저) 주가	주가			
					2021-10-26	매수	4000			
					2021-04-01	매수	4000			
					2021-01-08	매수	4500	-23.88		-14.22
					2020-10-29	매수	3000	-4.52		27.67
		2020-05-20	매수	32000	-47.15		-41.11			
		[2020년10월12일]10:1 액면분할								