

2018/02/20

해상운송(비중확대)

춘절 이후 벌크 운임 반등에 대비하자

Analyst 신민석

02)6923-7340

ms.shin94@capefn.com

벌크 운임은 1월 비수기임에도 1,100포인트 내외의 저점을 형성했습니다.

춘절 이후 중국을 중심으로 철광석 수입량이 늘어나면서 운
임이 반등할 전망입니다.

작년에 이어 2년 연속 수요 우위 시장이 이어지고 있어 BDI 지수는 전년대비 13.8% 상승한 1,308포인트가 예상되며 팬오션과 대한해운에 관심이 필요한 시점이라고 판단합니다.



Contents

1	벌크 운임 전망.....	04
	2018년 벌크 운임 지수는 1,308포인트 예상	
2	수요 전망.....	05
	2018년 벌크 물동량 2.7% 증가 전망 세계 경제 성장률 상향은 물동량에 긍정적 춘절 이후 중국 철광석 수입 재개	
3	공급 전망.....	08
	2018년 벌크선 공급 증가율은 1.8% 전망 실 수요 위주의 선박발주는 지속될 전망 환경 규제로 선박 공급 증가는 제한적	
4	기업분석.....	13
	팬오션 (028670KS Buy 유지 TP 8,000원 상향) 보수적인 시황에서도 이익 성장이 가능하다.....	14
	대한해운 (005880KS Buy 유지 TP 44,000원 상향) 주가 급등락은 마무리, 2018년 안정적인 이익 성장 기대.....	19

해상운송 (비중확대)

Analyst 신민석 · 02)6923-7340 · ms.shin94@capefn.com

춘절 이후 벌크 운임 반등에 대비하자

벌크 운임은 1월 비수기임에도 1,100포인트 내외의 저점을 형성했다. 계절적으로 비수기지만 나름 의미 있는 모습이다. 춘절 이후 중국을 중심으로 철광석 수입량이 늘어나면서 운임이 반등할 전망이다. 글로벌 경기는 확장국면에 진입하면서 세계 경제 성장률 전망치가 상향되고 있다. 세계 경제 성장률 상향은 벌크 물동량 증가로 이어져 운임 상승이 기대된다. 선박 공급은 실수로 위주로 제한적인 발주가 예상된다. 인도스케줄을 감안하면 2018년 선박량 증가율은 1.8%로 전망된다.

해상운송 비중확대 유지, 팬오션과 대한해운 관심 필요

- 벌크 운임은 2월 초를 저점으로 반등 국면에 진입할 전망이다. 중국이 춘절 이후 철광석 수입을 재개하면서 물동량 증가가 예상되기 때문이다. 비수기에 1,100포인트를 유지한 것은 2018년 운임에 긍정적인 요소로 판단됨.
- 2018년 수요증가율(2.7%)을 공급증가율(1.8%)로 빼면 0.9%p 수요가 많은 상황임. 지난 2017년(+0.9%p) 이후 2년 연속 수요 우위 시장이 이어지고 있음. 운임은 수요 증가로 전년대비 13.8% 상승한 1,308포인트가 예상됨.
- 팬오션(TP 7,000원, BUY)은 선박 33척이 시황에 노출되어 있어 운임 상승 구간에 이익이 늘어날 전망이다. 2018년 평균 운임 1,308포인트를 감안할 경우 영업이익은 전년대비 16.0% 증가한 2,263억원이 전망됨.
- 대한해운(TP 40,000원, BUY)은 전용선 중심의 안정적인 이익구조를 갖춘 해운업체임. 2017년 SM상선이 연결로 편입되면서 600억원 이상의 손실이 발생했지만, 2018년 연결에서 제외되면서 영업이익이 전년대비 53.7% 증가한 1,552억원으로 예상됨.

벌크 물동량 증가율은 세계 경제 성장률 상향으로 2.7%에서 추가 상승 기대

- 2018년 벌크 물동량 증가율은 2.7%로 전망함. 철광석이 3.1%로 높은 성장률을 유지하는 가운데, 지난해 높은 성장률을 기록했던 발전용 석탄과 곡물이 각각 1.1%, 2.5%로 성장세가 둔화되기 때문임.
- 하지만, 최근 세계 경제 성장률이 3.9%로 상향되면서 물동량 증가율이 추가 상승할 전망이다. 과거 벌크 물동량 탄성치(물동량/경제성장률)은 1.1배로 경제 성장률이 상향될 경우 물동량도 동반 증가하기 때문임.

벌크선 공급 증가율은 1.8%로 2010년 이후 가장 낮은 수준 예상

- 벌크선 공급 증가율은 1.8%로 2010년 이후 가장 낮은 수준이 예상됨. 저 시황이 장기화되면서 선박 해체가 지속되고, 2016년 신규 선박 발주가 63척에 불과했기 때문임.
- 2017년 선박 발주가 315척으로 증가했지만, 여전히 낮은 수준임. 2020년 이후 선박 환경규제 강화를 감안하면 선박 공급 증가 우려는 제한적일 전망이다.

주요 기업 투자이건

(단위: 원, %, 배, 십억원)

기업명	투자이건	목표주가	현재주가	상승여력	2018E				
					EPS	PER	PBR	ROE	순차입금
팬오션	Buy	8,000	5,920	35.1	345	17.1	1.1	6.6	726
대한해운	Buy	44,000	31,850	38.1	4,122	7.7	0.9	12.7	1,287

자료: 케이프투자증권 리서치본부

CAPE

벌크 운임 전망

2018 년 벌크 운임 지수는 1,308 포인트 예상

벌크 운임은 비수기
1,100포인트를 지켜
긍정적으로 판단

벌크 운임 지수인 BDI(Baltic Dry Index)는 2017년 1,149포인트에서 2018년 1,308포인트로 전년대비 13.8% 증가가 예상된다. 2018년 선박 공급 증가율은 1.8%로 2010년 이후 가장 낮은 수준이 예상된다. 저 시황이 장기화되면서 선박 폐선 규모가 높은 수준을 유지하고 있고, 2016년 신규 선박 발주 규모가 역대 최저 수준이었기 때문이다. 물동량 증가율은 2017년 3.9%에서 2018년 2.7%로 둔화되지만, 최근 세계 경제 성장률 전망치가 상향되고 있어 물동량 증가를 상향 가능성이 존재한다.

BDI는 2017년 12월 12일 1,743포인트까지 상승했다. 일부 지역을 중심으로 추운 날씨가 지속되면서 화물 운송이 어려워지면서 선박 체선이 급증했기 때문이다. 하지만, 1월 날씨가 전년수준으로 회복되고 계절적 비수기 영향으로 물동량이 감소해 지난 주말에는 1,084포인트까지 하락했다.

비수기임에도 운임이 1,100포인트 전후에서 저점을 기록하고 있는 점은 긍정적이다. 벌크 선사들의 사선 원가가 1,100~1,200포인트 전후로 운임이 추가 하락할 경우 선사들의 실적 악화가 우려된다. 장기 저 시황으로 선사들의 재무구조는 취약해져 원가 수준 이상의 운임이 유지되어야 산업 정상화가 진행될 수 있다.

표1. 벌크 운임 전망

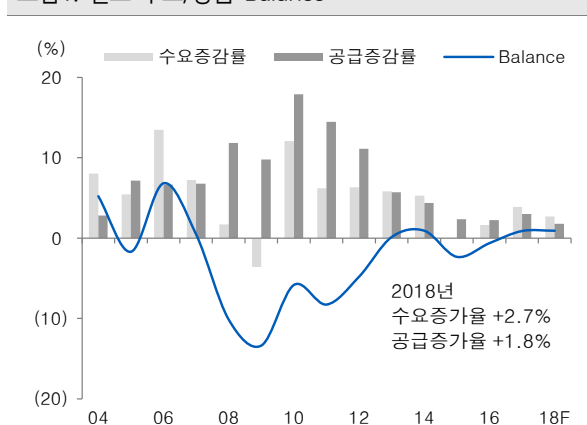
(단위: \$/일)

	2017				2018F			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF
BDI(지수)	945	1,006	1,137	1,509	1,280	1,200	1,300	1,450
Capesize 용선료	11,521	15,712	16,202	18,683	17,647	17,227	18,525	18,887
Panamax 용선료	9,733	9,852	11,017	12,879	12,033	11,752	12,596	12,375
Handymax 용선료	9,500	10,308	11,692	12,538	11,745	11,302	12,530	12,048
Handy 용선료	7,442	8,712	9,712	10,558	9,201	9,552	10,408	10,145

주: Capesize는 170,000DWT, Panamax는 75,000DWT, Handymax는 58,000DWT, Handy는 30,000DWT 임

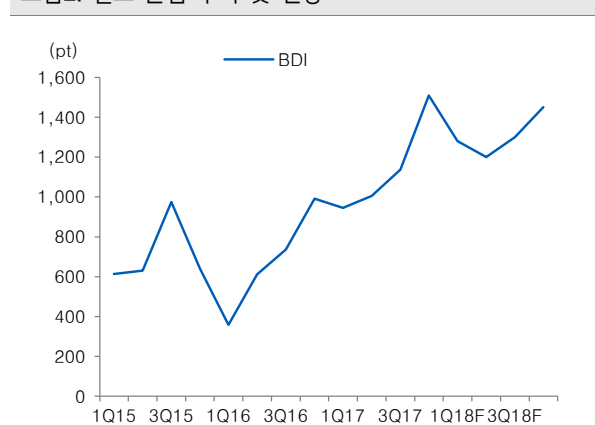
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림1. 벌크 수요/공급 Balance



자료:Clarkson, 케이프투자증권 리서치본부

그림2. 벌크 운임 추이 및 전망



자료:Clarkson, 케이프투자증권 리서치본부

CAPE

수요 전망

2018 년 벌크 물동량 2.7% 증가 전망

수요 전망은 2.7%에서
추가 상승 가능 전망

Clarkson 자료에 따르면 2018년 벌크 물동량은 전년대비 2.7% 증가한 52.4억톤을 예상한다. 중국을 중심으로 꾸준한 수요 증가로 철광석이 3.1%, 제철용 석탄이 3.1%, 곡물이 2.5% 늘어날 전망이다. 2012년 이후 한자리 후반의 성장세를 기록했던 발전용 석탄은 각국 정부의 환경규제 영향으로 전년대비 1.1% 증가를 예상하고 있다.

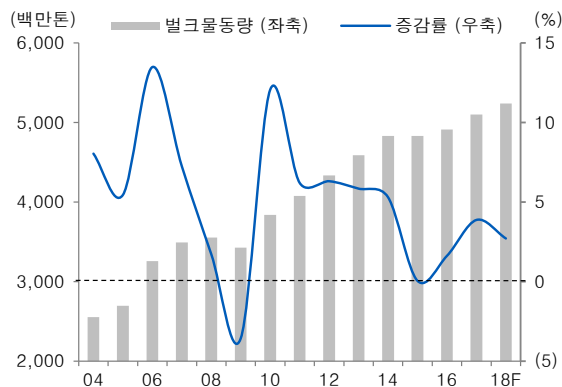
철광석은 전체 벌크 화물에서 29.0% 비중을 차지하고 있으며, 전체 물량의 71.8%를 중국이 수입하고 있다. 2016년 이후 중국의 월평균 철광석 수입량은 8,500만톤을 넘어섰으며, 2018년에는 중국의 환경 규제 영향으로 월평균 9,000만톤을 넘어설 전망이다.

전체 벌크 화물에서 18.0%를 차지하는 발전용 석탄은 환경 규제 영향으로 전년대비 1.1% 성장이 예상된다. 선진국을 중심으로 환경규제가 강화되고, 최근 중국정부도 환경 규제 목소리를 높이고 있어 높은 성장세를 기대하기는 어려울 전망이다. 다만, 신흥국을 중심으로 전력수요가 증가하고 있어 당분간 한자리 초반의 성장은 이어질 전망이다.

곡물은 전체 벌크 화물에서 10.0%를 차지하고 있다. 북미와 남미가 수출하고 아시아 국가들이 수입하는 구조이며, 2014년 이후 중국의 수입 물량은 꾸준히 증가하고 있다.

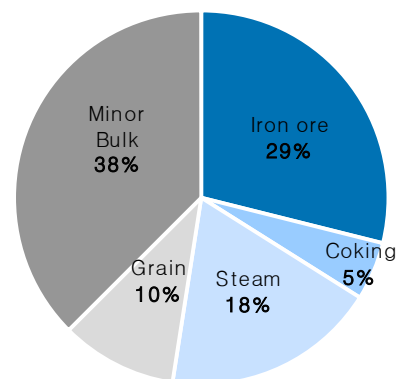
벌크 수요는 중국에 영향을 많이 받는다. 높은 경제 성장률을 바탕으로 수요를 이끌지만, 정부의 규제로 일시적인 둔화 가능성도 존재한다. 지난해 11월 이후 중국 정부는 환경규제 이유로 철강업체 가동률을 낮춰 철강재 재고 수준이 낮다. 춘절 이후 철강업체들이 생산량을 늘리기 위해 철광석 수입량도 늘릴 전망이다. 결국, 춘절 이후 중국의 철광석 수요가 운임을 좌우할 전망이다.

그림3. 벌크 물동량과 증감률 추이 및 전망



자료:Clarkson,케이프투자증권 리서치본부

그림4. 벌크 품목별 비중 추이



자료:Clarkson,케이프투자증권 리서치본부

세계 경제 성장을 상향은 물동량에 긍정적

세계 경제 성장률
상향으로 물동량
증가율 상승 여력 존재

IMF에 따르면 2018년 세계 경제 성장률은 기존의 3.7%에서 3.9%로 상향했다. 지난해 10월 전망할 당시 3.7%를 제시했지만, 최근 선진국을 중심으로 경기 회복이 확산되고 있어 0.2%p를 올린 3.9%로 변경했다.

세계 경제는 2016년부터 시작된 성장세가 2018년에도 이어지고 있으며, 글로벌 금융위기에서 완전히 벗어난 상태로 평가하고 있다. 또한, 이러한 확장 국면은 2019년까지 지속될 것으로 예상하고 있다. 이에 따라 2018년과 2019년 경제 성장률 전망치를 기존대비 각각 0.2%p 상향했다.

벌크 물동량 증가율을 세계 경제 성장률로 나눈 탄성치는 2010년 이후 평균 1.2배이다. 2015년 이전에는 평균 1.7배를 기록했지만, 2015년 이후 0.7배 수준으로 하락했다. 탄성치 하락은 중국의 철광석, 석탄 수입량 둔화와 세계 경기 회복이 벌크 시황에 제한적인 영향을 주고 있기 때문이다.

2018년 중국의 철광석, 석탄 수입물량은 전년대비 3.1% 증가할 전망이다. 철강산업 구조조정과 환경 규제 영향으로 가동률을 낮췄기 때문이다. 환경 규제 영향은 당분간 지속되지만, 철강산업 구조조정은 마무리 단계에 진입하고 있어 고품위 철광석을 중심으로 수입량은 재차 증가할 전망이다.

2019년까지 선진국을 중심으로 경기 확장국면이 지속될 경우 미국과 유럽을 중심으로 벌크 화물 수요는 점진적으로 늘어날 전망이다. 여전히 중국 영향이 높지만, 선진국 경기 회복이 확대될 경우 벌크 물동량 탄성치는 최근 0.6배 수준에서 1.0배 수준까지 확대될 수 있어 물동량 전망치는 좀 더 상향될 수 있다.

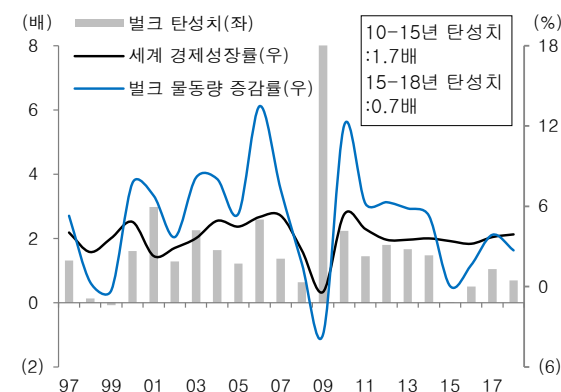
표2. 전세계 및 주요국 경제 성장률 추이 및 전망

(단위: %)

	2010년	2011년	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년
전세계	5.4	4.3	3.5	3.5	3.6	3.4	3.2	3.7	3.9
유로존	2.1	1.6	(0.9)	(0.2)	1.3	2.0	1.8	2.4	2.2
아시아	9.6	7.9	7.0	6.9	6.8	6.8	6.4	6.5	6.5
미국	2.5	1.6	2.2	1.7	2.6	2.9	1.5	2.3	2.7
중국	10.6	9.5	7.9	7.8	7.3	6.9	6.7	6.8	6.6
일본	4.2	(0.1)	1.5	2.0	0.3	1.1	1.0	1.5	0.7
한국	6.5	3.7	2.3	2.9	3.3	2.8	2.8	3.0	3.0

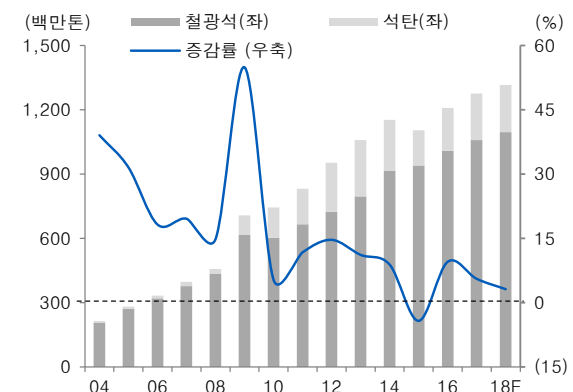
자료: IMF, 케이프투자증권 리서치본부

그림5. 세계 경제 성장률과 벌크 물동량 증가율 탄성치



자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림6. 중국 철광석, 석탄 수입량 추이와 전망



자료: 케이프투자증권 리서치본부

춘절 이후 중국 철광석 수입 재개

중국의 철강제품 생산
재개로 원자재 수요는
점진적인 회복 전망

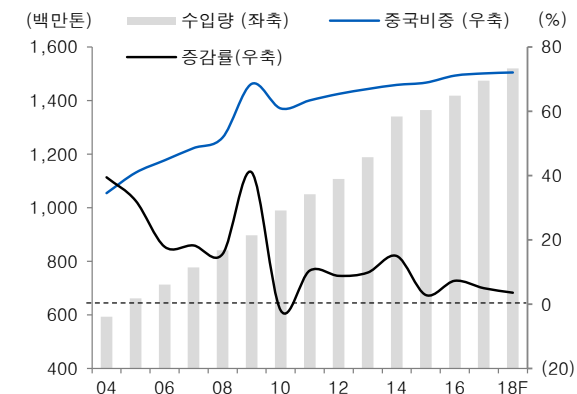
중국 철광석 수입은 2017년 상반기 평균 9.7%의 성장세를 기록했지만, 하반기는 평균 0.8%로 성장세가 둔화되었다. 특히, 전년대비 증감률을 살펴보면, 10월 -1.6%, 11월 +2.8%, 12월 -5.4%로 4분기에는 역 성장했다. 지난 11월 중국이 환경 규제로 철강생산 가동률을 낮추면서 철광석 수입량도 둔화된 것이다.

같은 기간 철광석 재고도 꾸준히 증가하면서 2017년 12월에 1.3억톤을 기록했으며, 2018년 1월에도 1.4억톤까지 증가했다. 철광석 재고를 월별 수입량으로 나눈 회전율도 1.6개월로 상승하면서 지난 2014년 상반기 수준까지 육박하고 있다.

하지만, 중국에 철강 제품 재고도 낮은 수준을 기록하고 있어 2월 춘절 이후 철강업체들이 가동률을 올려 생산을 시작할 경우 철광석 재고 소진과 더불어 수입량은 재차 반등할 전망이다.

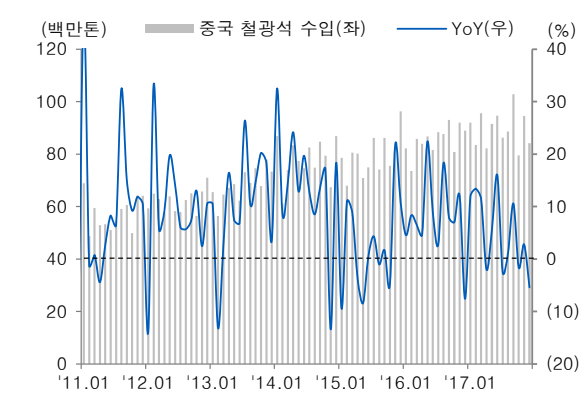
높은 수준의 철광석 재고와 철광석 수입이 감소해도 벌크 운임 지수가 1,100포인트를 유지하고 있는 것은 선박에 대한 공급량이 많지 않기 때문이며, 중국을 중심으로 벌크 화물 수요가 늘어날 경우 운임은 재차 반등에 성공할 것으로 예상된다.

그림7. 중국 철광석 수입량과 비중 추이



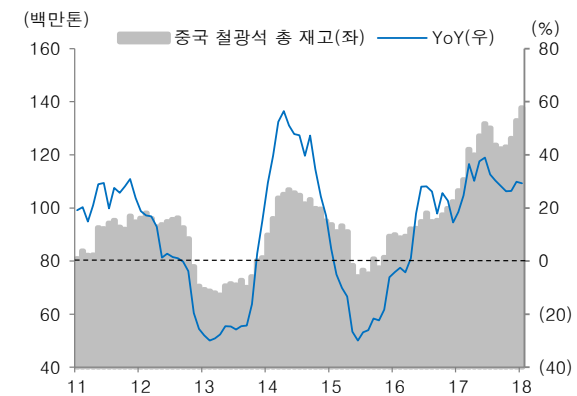
자료:케이프투자증권 리서치본부

그림8. 월별 중국 철광석 수입 추이



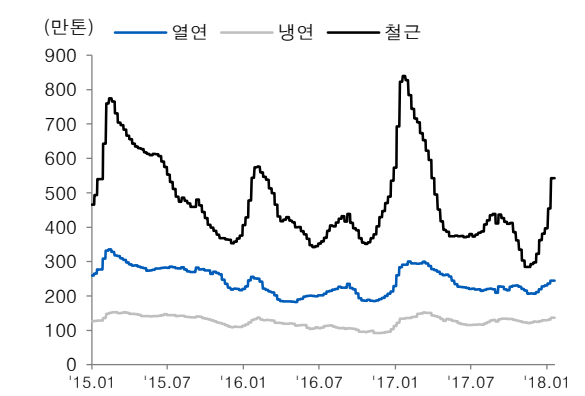
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림9. 월별 중국 철광석 재고 추이



자료:케이프투자증권 리서치본부

그림10. 중국 열연, 냉연, 철근 재고 추이



자료: 케이프투자증권 리서치본부

CAPE

공급 전망

2018년 벌크선 공급 증가율은 1.8% 전망

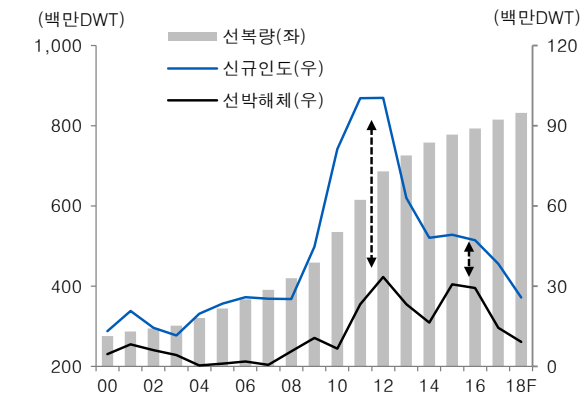
제한적인 선박 발주로
공급량은 2.0% 수준을
유지할 전망

2017년 벌크선 선복량은 817.5백만DWT, 척수는 11,116척이다. 선복량 증가율은 지난 2013년 5.7%에서 계속 낮아져 2017년에는 3.0%를 기록했다. 전체 선복량 증가율이 낮아지는 이유는 신규 인도 예정 선박이 늘지 않기 때문이다.

2017년 인도된 선복량은 38.4백만DWT로 2009년 이후 가장 낮은 수치이다. 해체선박은 14.4백만DWT로 전년대비 50.6% 감소했다. 하지만, 인도선박 대비 해체선박 비율은 37.6%로 2015년과 2016년 기록한 62.3%, 61.9% 대비 낮아졌다. 운임이 일정 수준을 넘어서면서 선박해체가 둔화되는 모습이다.

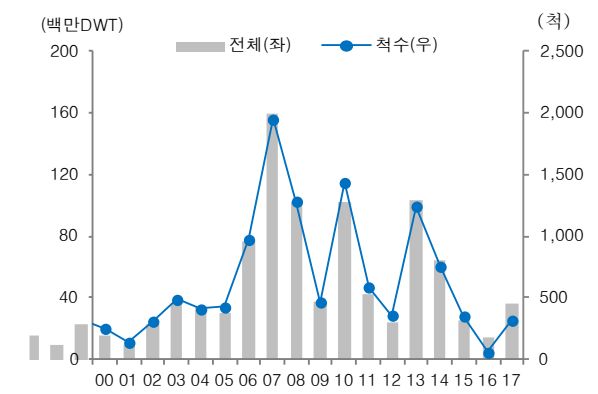
2018년 인도선박은 25.8백만DWT, 해체선박은 9.1백만DWT가 예상된다. 지난해 하반기부터 운임이 반등하면서 해체선박이 급감하지만, 20년 이상의 노후 선박은 환경 규제 영향으로 점진적으로 해체되기 때문이다. 20년 이상의 노후 선박은 전체 선복량의 9.1%이며, 중소형 선박을 중심으로 해체는 가속화될 수 있다. 결국, 신규 인도선박이 늘지 않는다면, 벌크선 공급 증가율은 2.0% 내외를 유지할 전망이다.

그림11. 벌크 선복량과 인도, 해체 선박 추이 및 전망



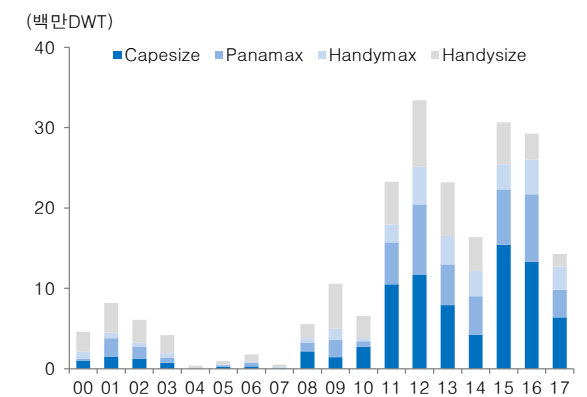
자료:Clarkson,케이프투자증권 리서치본부

그림12. 벌크선 신규 발주 추이



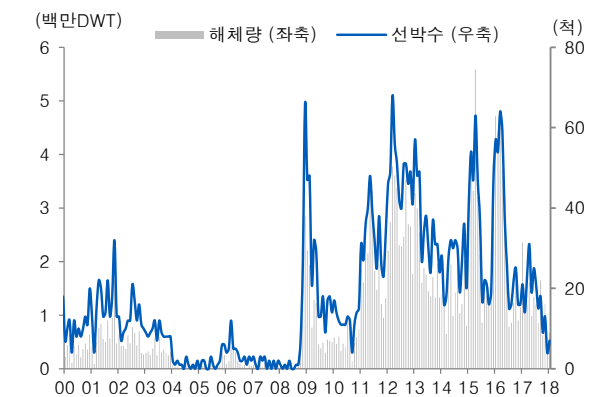
자료:Clarkson,케이프투자증권 리서치본부

그림13. 연간 벌크선 해체선박 추이



자료:Clarkson,케이프투자증권 리서치본부

그림14. 월간 벌크선 해체선박 추이



자료:Clarkson,케이프투자증권 리서치본부

실 수요 위주의 선박발주는 지속될 전망

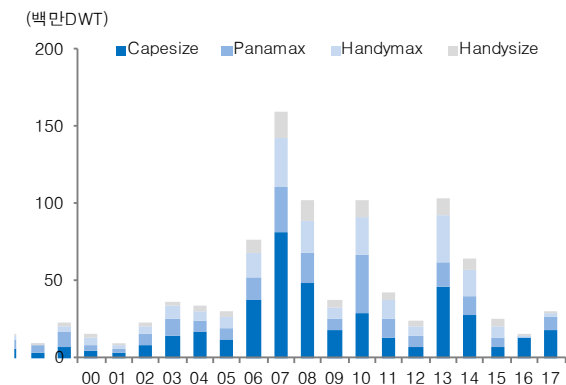
선사들의 취약한
재무구조로 화물 연계
선박 발주만 가능

선박발주는 2016년 14백만DWT, 54척에서 2017년 36백만DWT, 315척으로 전년대비 각각 157.1%, 483.3% 급증했다. 2017년 선박발주가 증가하면서 우려의 시각이 존재하지만, 장기 화물 계약과 연계된 실 수요 위주로 시황에 주는 영향은 제한적일 전망이다.

벌크 시황은 이미 오랜 저 운임이 지속되면서 선사들과 선주들의 재무구조가 취약해졌다. 또한, 선박 발주에 필요한 자금조달이 쉽지 않은 상황에서 대형화주와 연계된 선박 이외에는 발주가 어렵다. 지난해 하반기부터 운임이 1,100포인트를 상회하면서 대형화주를 중심으로 신규 발주가 나오고 있다. 하지만, 투기적인 발주보다는 자체 화물을 처리할 수 있는 선박을 중심으로 낮은 신조선가와 환경규제에 대비한 선박 발주이다.

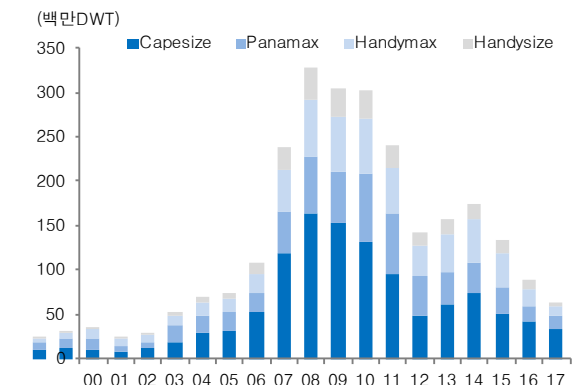
2017년말 기준 20년 이상 노후 선박은 DWT 기준으로 전체 선박의 6.9%, 척 수 기준으로는 9.1%를 차지하고 있다. 중소형 선박의 경우 노후 선박 비율이 높은 상황이다. 향후 운임이 가파르게 상승하지 않는다면, 노후선박에 대한 해체 수요가 증가하고 대체 선박을 위한 발주도 늘어날 전망이다. 2020년부터 환경규제에 대한 강도가 높아지고 있어 선사들의 신규 선박 발주에 대한 고민은 늘어날 전망이다.

그림15. 벌크선 사이즈별 신규 발주 추이



자료:Clarkson,케이프투자증권 리서치본부

그림16. 벌크선 오더잔고 추이



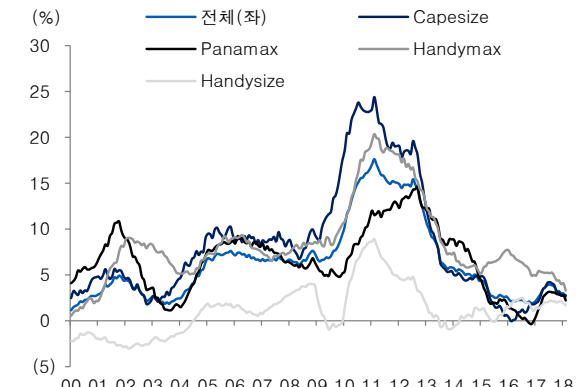
자료:Clarkson,케이프투자증권 리서치본부

그림17. 월별 벌크 운임과 선박 발주 추이



자료:Clarkson,케이프투자증권 리서치본부

그림18. 월별 벌크선 공급 증감률 추이



자료:Clarkson,케이프투자증권 리서치본부

환경 규제로 선박 공급 증가는 제한적

- 선박 환경규제
1. 황함유율 0.5%미만
 2. 선박평형수처리장치 의무 설치

선박 관련 환경규제가 2020년 이후로 2가지가 시행될 예정이다. 먼저, 국제해사기구 IMO는 2020년 1월 1일부터 운항중인 모든 선박의 연료 내 황 함유율을 현행 3.5%에서 0.5%로 낮추는 환경 규제를 시행할 계획이다. 또한 IMO는 2019년 9월부터 선박평형수 관리협약을 실시할 계획이며, 모든 선박은 협약 실시 후 정기검사가 실시될 5년 뒤인 2024년까지 선박 평형수 처리장치(BWTS)를 의무적으로 설치해야 한다.

선사들이 황 함유량 규제에 대응하기 위해서는 두 가지 대응 방안이 존재한다. 1) 황함유율이 0.5%이하인 저유황유(MGO)를 연료로 사용하거나, 2) 탈황설비(Scrubber)를 설치하는 방안이다. 저유황유(MGO)가격은 현재 연료로 사용되고 있는 벙커C유 가격에 비해 55% 더 비싸다. 보통 벌크 선사들의 영업원가에서 연료비가 차지하는 비중이 10%이므로 저유황유 사용시 영업비용이 5% 증가하게 된다. 탈황설비(Scrubber)는 아직 개발 초기 단계로 제조 기간만 6개월이 소요되고 제조, 설치 비용이 평균 600만달러이다. 선박 평형수 처리 장치는 제조, 설치 비용이 100~200만 달러이다.

- 규제 불확실성 확대로
신규 발주 증가 제한적

환경규제에 선사들은 아직 구체적인 대응 방안을 찾지 못하고 있고, 대응 방안이 있다 하더라도 기업별로 일관적이지 못한 상황이다. 조선업계에서는 환경 규제에 의해 친환경 선박 발주가 늘어날 것으로 전망하고 있지만, 선사들은 가능한 한 늦게 대응하면서 가장 효율적인 방법을 찾으려고 하고 있기 때문이다.

컨테이너 선사들은 대형선사를 중심으로 재편되고 있어 향후 운임에 전가가 가능하지만, 벌크 선사들은 상위 업체들 조차 이익 규모가 작아 환경 규제에 대해 선제적인 대응이 어려운 상황이다. 2017년 탈황설비가 장착된 선박은 240척뿐이며, 탈황설비 설치 신조선 계약 비율은 전체 계약의 5%에 불과했다. 벌크선 폐선 연령이 2016년부터 감가상각기간인 25년 미만으로 감소한 점과 신규 발주보다는 중고 거래가 증가한 것을 보면, 벌크 선사들의 현금 흐름이 충분치 않은걸 알 수 있다.

- 비용 증가로 노후 폐선
증가 전망

2020년 이후 환경 규제가 시행 되면, 비용 증가를 감당하지 못하는 선사를 중심으로 노후 선박 폐선이 증가할 전망이다. 20년 Capesize 벌크선의 중고선가가 1,000만 달러인 것을 감안하면, 탈황장치 600만 달러, 선박 평형 수 처리 장치 150만 달러는 매우 부담스러운 수준이다. 이에 따라 경제성이 떨어지는 선박을 중심으로 폐선이 가속화 될 것으로 예상된다. 현재 벌크선 중 20년 이상의 노후 선박 비율은 9.1%이고 15~20년 미만인 선박 비율은 8.7%이다.

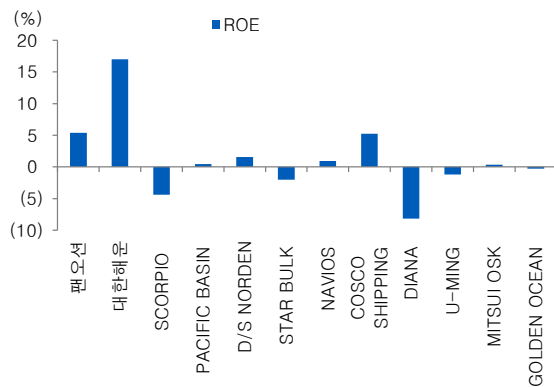
장기적으로 선박 환경 규제는 해체를 늘려 공급 증가를 억제하는 정책이다. 장기운송계약(CVC)을 통해 비용 전가가 가능하거나, 사선의 원가 구조가 낮은 선사들에게 유리한 환경이 조성될 전망이다.

표3. IMO의 황 함유량 규제 내용

ECA(Emission Control Areas) 내 지역 (발틱해, 북해, 북미지역, 카리브해)	ECA 외 모든 지역
황 함유율 1.5% 이하 : 2010년 7월 이전	황 함유율 4.5% 이하 : 2012년 1월 이전
황 함유율 1.0% 이하 : 2010년 7월 - 2014년 12월	황 함유율 3.5% 이하 : 2012년 1월 - 2019년 12월
황 함유율 0.1% 이하 : 2015년 1월 이후	황 함유율 0.5% 이하 : 2020년 1월 이후

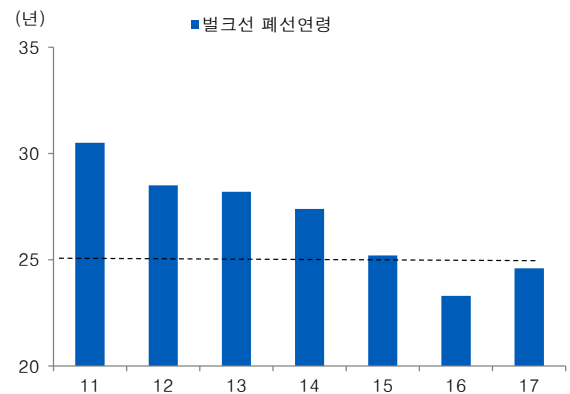
자료: IMO, 케이프투자증권 리서치본부

그림19. 글로벌 벌크선사 ROE (2017년 기준)



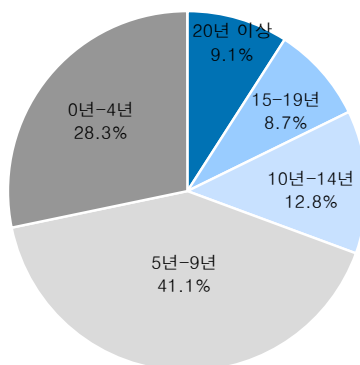
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림20. 벌크선 폐선 연령



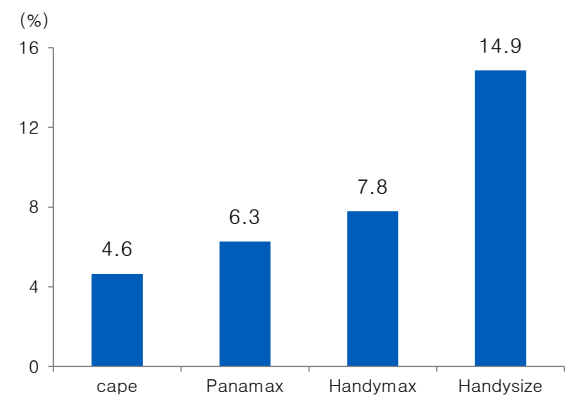
자료:Clarkson, 케이프투자증권 리서치본부

그림21. 벌크선 선령 비중



자료:Clarkson, 케이프투자증권 리서치본부

그림22. 벌크선별 노후 선박 비중



자료:Clarkson, 케이프투자증권 리서치본부

해상운송 | 춘절 이후 벌크 운임 반등에 대비하자

표4. 벌크 선사 동종업체 비교

		팬오션	대한해운	COSCO SHIPPING	DIANA SHIPPING	MITSUMI OSK	NAVIOS MARITIME	STAR BULK	D/S NORDEN	GOLDEN OCEAN
시가총액(백만\$)		2,879	724	3,065	392	3,748	325	754	849	1,249
현재주가(\$)		5	30	1	4	31	2	12	20	9
5D		7.3	13.2	(6.6)	5.0	(6.7)	(6.9)	8.8	4.6	7.3
1M		7.1	18.1	(12.0)	(5.3)	(17.3)	(15.2)	1.6	(3.8)	0.9
추가수익률(%)	3M	8.5	21.3	(6.8)	(6.0)	(7.4)	(3.6)	22.5	(1.4)	16.6
	6M	(10.9)	(14.7)	(18.4)	(4.5)	(5.6)	1.1	7.6	0.5	1.4
	12M	25.0	49.6	(23.5)	1.3	(9.0)	2.2	42.4	(7.7)	43.0
매출액(백만\$)	2016	1,754	506	1,454	114	13,916	212	222	1,251	258
	2017	2,186	1,461	1,546	154	15,275	240	256	1,696	342
	2018E	2,249	1,176	1,692	211	10,631	237	330	1,712	449
매출액성장률(%)	2016	3.0	1.6	(9.8)	(27.6)	(12.1)	11.1	(5.2)	(24.3)	35.5
	2017	24.7	188.9	(21.0)	53.0	9.8	13.4	63.7	35.5	103.7
	2018E	2.9	(19.5)	9.4	37.6	(30.4)	(1.4)	28.9	0.9	31.3
영업이익(백만\$)	2016	157	41	291	(89)	24	10	(109)	(65)	(70)
	2017	182	95	334	(52)	198	50	29	13	51
	2018E	212	145	342	3	372	41	134	54	150
영업이익성장률(%)	2016	(26.8)	(48.8)	(46.5)	(83.9)	10.1	N/A	74.3	75.1	70.1
	2017	16.1	129.3	14.9	41.1	736.2	384.5	126.4	119.7	171.9
	2018E	16.1	53.7	2.4	104.9	88.1	(19.6)	363.2	324.1	196.5
영업이익률(%)	2016	9.0	8.2	20.0	(77.5)	0.2	4.9	(49.2)	(5.2)	(27.3)
	2017	8.3	6.5	21.6	(33.9)	1.3	21.0	11.3	0.8	14.8
	2018E	9.4	12.4	20.2	1.2	3.5	17.1	40.5	3.2	33.4
ROE(%)	2016	3.9	5.2	5.8	(9.5)	4.6	1.0	(4.8)	(1.2)	(2.3)
	2017	4.1	17.0	5.2	(8.2)	0.4	1.0	(2.0)	1.6	(0.3)
	2018E	6.7	12.7	4.7	(1.2)	2.3	2.4	6.2	6.2	5.4
P/E(배)	2016	21.7	14.1	23.3	N/A	25.5	67.1	N/A	N/A	N/A
	2017	26.3	3	17.9	N/A	421.9	15.4	N/A	82.5	N/A
	2018E	17.1	7.7	15.7	N/A	26.8	11.9	20.3	6.9	19.4
P/B(배)	2016	0.8	0.7	0.8	0.4	0.7	0.4	0.7	1.0	0.8
	2017	1.1	0.7	0.8	0.4	0.7	0.4	0.7	1.0	0.8
	2018E	1.1	0.9	0.8	0.4	0.7	0.4	0.7	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	2016	10.1	13.4	N/A	57.9	12.4	9.5	25.8	32.5	29.0
	2017	9.9	9.5	10.8	26.8	19.0	6.9	13.7	13.6	19.6
	2018E	8.8	7.8	10.3	11.6	13.5	6.0	8.1	7.8	10.9
EPS(\$)	2016	0.2	1.1	0.1	(2.1)	0.4	(0.1)	(3.2)	(1.1)	(1.3)
	2017	0.2	4.8	0.0	(0.9)	0.1	0.1	(0.3)	0.2	(0.0)
	2018E	0.3	3.3	0.1	(0.3)	1.1	0.2	0.6	2.9	0.5
EPS 성장률	2016	47.7	(23.5)	(57.7)	-	-	-	-	-	-
	2017	9	523.6	(31.8)	-	103.4	(7.0)	-	-	-
	2018E	72.4	(45.8)	14.3	-	177.9	(0.6)	-	-	-
순이익률(%)	2016	5.2	5.7	20.0	(141.6)	0.3	(7.1)	(69.4)	(3.6)	(49.5)
	2017	6.0	7.4	13.4	(55.3)	0.8	10.5	(5.5)	0.4	(0.7)
	2018E	7.6	8.0	9.8	(14.1)	3.1	8.5	15.9	3.2	16.3

자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

기업분석

팬오션 (028670KS Buy 유지 TP 8,000원 상향)	14
대한해운 (005880KS Buy 유지 TP 44,000원 상향)	19

Analyst 신민석 · 02)6923-7340 · ms.shin94@capefn.com

팬오션 (028670KS | Buy 유지 | TP 8,000원 상향)**보수적인 상황에서도 이익 성장이 가능하다**

경기 확장국면에 진입하면서 운임 상승에 따른 주가 반등이 예상됩니다. 2018년 벌크운임지수는 전년대비 13.8% 상승한 1,308포인트가 예상되며, 운임 상승으로 자사선 이익이 확대될 전망입니다. 장기적으로 Fibria, Vale 등 대형화주와 장기화물 운송계약을 늘려가면서 단계별 이익 성장이 예상됩니다.

투자 의견 BUY 유지, 목표주가 8,000원으로 상향

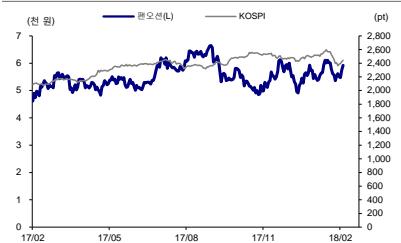
- 2018년 예상실적을 기준으로 PBR 1.5배를 적용해 목표주가 8,000원으로 상향. PER이 18년 예상실적 기준으로 17.1배로 다소 부담스럽지만, 33척의 자사선이 상황에 노출되어 있어 상황 상승기에 이익 개선이 가능함.
- 당사는 2018년 평균 벌크운임지수(BDI)를 1,308포인트로 전망함. BDI가 예상보다 높은 1,500포인트를 상회할 경우 PER은 14배 이하로 Valuation 부담이 낮아질 전망임.
- 세계 경기가 확장국면에 진입하면서 물동량이 예상보다 높은 증가세가 예상됨. 2월 춘절 이후 중국이 철광석 수입을 재개할 경우 벌크 운임 반등으로 주가 상승이 기대됨.

2018년 영업이익 2,263억원으로 전년대비 16.1% 증가 전망

- 2017년 4분기 영업이익은 531억원으로 당사 예상치에 부합함. 4분기 평균 BDI는 1,509포인트였지만, 원/달러 환율 하락과 성과급 지급, 화물운송 비용 증가 등으로 상황 대비 낮은 이익을 달성함.
- 2018년 운임 상승에 따른 이익성장이 예상되며, 장기적으로 전용 선대 확대로 단계별 실적 성장이 전망됨.

운임 상승과 더불어 2018년 Fibria, 2019년 Vale 등 전용선대 확대로 단계별 실적 성장 전망

- 자사선 원가 구조를 낮춰 저 상황에서도 안정적인 이익이 가능하며, 운임 상승 시기에 실적 향상이 가능함.
- Fibria 선박 5척(계약기간 15년)은 2018년 12월, Vale 선박 6척(계약기간 27년)은 2019년 12월 인도될 예정임. 지난해부터 대형화주와 장기 화물 운송 계약을 늘리면서 단계별 이익 성장이 가능한 구조로 재편 중.

Stock Data

주가(2/19)	5,920원		
액면가	1,000원		
시가총액	3,164십억원		
52주 최고/최저가	6,650원/ 4,600원		
주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	9.4	-8.2	28.7
상대주가(%)	12.9	-11.4	9.6

경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
매출액	(십억원)	1,819	1,874	2,336	2,403	2,606
영업이익	(십억원)	229	168	195	226	264
영업이익률	(%)	12.6	9.0	8.3	9.4	10.1
순이익	(십억원)	46	98	107	185	220
EPS	(원)	125	184	200	346	411
증감률	(%)	-97.9	47.7	9.0	72.4	18.9
PER	(배)	29.6	21.7	26.3	17.1	14.4
PBR	(배)	0.8	0.8	1.1	1.1	1.0
ROE	(%)	2.4	3.9	4.1	6.7	7.4
EV/EBITDA	(배)	8.1	10.1	10.1	9.9	8.8
순차입금	(십억원)	1,229	1,256	762	760	721
부채비율	(%)	77.4	68.8	55.1	51.9	49.0

분기 실적 추이 및 전망

4분기 영업이익
531억원(YoY 6.0%)
으로 기대치 하회

2017년 4분기 매출액은 전년대비 16.5% 증가한 5,970억원을 달성했다. 벌크운임지수인 BDI가 1,509포인트로 전년대비 52.1% 증가했음에도 불구하고 매출액은 16.5%가 증가했다. 지난 3분기부터 운임이 반등하면서 화물영업보다는 대선영업을 비중을 높였고, 원/달러 환율이 하락했기 때문이다.

영업이익은 531억원으로 전년대비 6.0% 증가했다. 당사 추정치에 부합했지만, BDI 1,509포인트를 감안하면 다소 실망스러운 실적이다. 실적 부진 원인은 1)시황에 노출되어 있는 자사선(34척)을 대선을 통해 이익을 확정하고, 2)원/달러 환율 하락으로 원화 수입이 감소했다. 3)그리고 성과급 지급으로 일시적인 비용이 늘어났기 때문이다.

2월 춘절 이후
운임 반등으로 실적
성장세 지속 전망

2018년 1분기 영업이익은 전년대비 34.9% 증가한 552억원이 예상된다. 연초부터 운임이 하락하고 있지만, 춘절 이후 운임이 반등할 경우 달성 가능한 수치이다. 지난해 연말 예상보다 강한 운임을 대비하면서 대선비중을 높였다. 연초 이후 운임이 예상 범위 내에서 조정을 받고 있다. 춘절 이후 운임이 반등할 경우 벌크 부문을 중심으로 이익 성장이 가능할 전망이다.

영업이익은 상반기까지 전년도 낮은 기저효과로 두 자리 이상의 높은 증가세 예상되며, 하반기 운임이 당사 예상치를 상회할 경우 실적 모멘텀은 좀 더 이어질 전망이다.

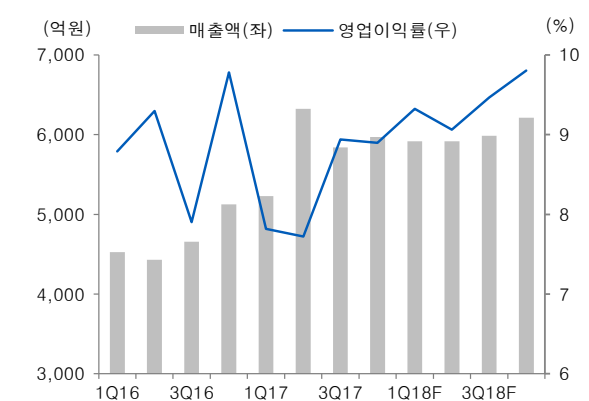
표1. 팬오션 분기별 실적 추이

(단위: 억원, %)

	2017				2018F				1Q18 증감률	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF	QoQ	YoY
매출액	5,229	6,325	5,838	5,970	5,916	5,917	5,985	6,210	(0.9)	13.2
벌크	4,057	4,387	4,453	4,567	4,457	4,280	4,586	4,747	(2.4)	9.8
컨테이너	269	618	333	352	363	424	327	345	3.2	35.0
탱커 등	903	1,320	1,052	1,051	1,097	1,213	1,073	1,119	4.3	21.5
영업이익	409	488	522	531	552	536	567	609	3.9	34.9
법인세전이익	334	212	420	455	471	454	486	528	3.5	41.0
순이익	319	199	399	475	447	432	462	502	(5.8)	40.2
영업이익률	7.8	7.7	8.9	8.9	9.3	9.1	9.5	9.8		
법인세전이익률	6.4	3.3	7.2	7.6	8.0	7.7	8.1	8.5		
순이익률	6.1	3.2	6.8	8.0	7.6	7.3	7.7	8.1		
BDI	945	1,015	1,137	1,509	1,280	1,200	1,300	1,450	(15.2)	35.4
환율	1,154	1,130	1,125	1,109	1,100	1,090	1,080	1,100	(0.8)	(4.7)

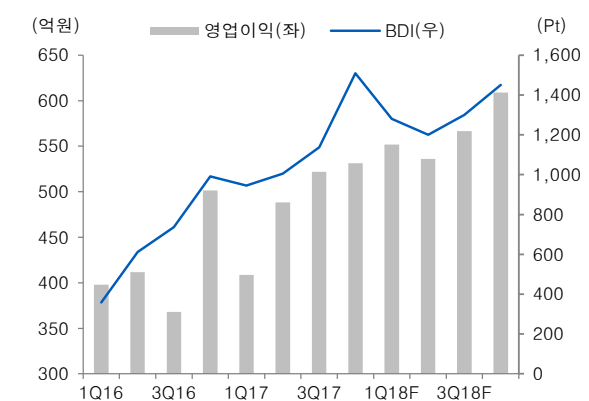
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림1. 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



자료:Clarkson, 케이프투자증권 리서치본부

그림2. 분기영업이익과 BDI 추이



자료:Clarkson, 케이프투자증권 리서치본부

연간 실적 전망과 운임에 따른 이익 민감도 분석

운임 1,308포인트를
가정한 영업이익은
2,263억원 전망

2018년 연간 벌크운임은 1,308포인트로 예상한다. 자사선 33척(2018년 1월 1척 폐선)이 운임에 노출되어 있으며, 운임 상승 시 실적이 동반 개선된다. 운임 상승으로 자사선 이익이 증가하면서 영업이익은 전년대비 16.1% 증가한 2,263억원이 전망된다.

시황에 노출되어 있는 선박 33척은 운임에 따라 이익 레벨이 달라 질 수 있다. 법정관리 기간에 자사선 원가를 낮춰(유형자산 상각) 저 시황에서도 이익이 가능한 구조로 만들었다. 동사의 자사선 원가는 벌크운임 기준 1,100포인트 내외이며, 화물영업과 단기 대선을 통해 운임 변동에 따라 이익이 달라진다.

[표2]를 보면, 운임에 따른 동사의 영업이익 민감도를 파악할 수 있다. 33척의 자사선 원가를 개별로 확인할 수는 없지만, 대략 1,100포인트를 원가로 추정했다. 당사는 2018년 운임을 1,308포인트로 예상했으며, 예상보다 강한 1,500포인트를 유지할 경우 영업이익은 2,680억원까지 확대될 전망이다. 2018년 예상실적 기준 현재 PER은 17.2배이지만, 운임이 상승할 경우 14.1배 수준으로 낮아질 수 있다.

표2. 운임(BDI) 변화에 따른 팬오션 이익 민감도 분석 (2018년 기준)

운임(BDI)	950	1,100	1,308	1,500	1,700
매출액(십억원)	2,103	2,211	2,403	2,571	2,739
영업이익(십억원)	167	197	226	268	318
영업이익률(%)	8.0	8.9	9.4	10.4	11.6
세전이익(십억원)	135	164	194	236	286
순이익(십억원)	128	156	184	224	271
EPS(원)	240	292	345	419	508
PER(배)	24.7	20.3	17.2	14.1	11.7
Cape용선료(\$/일)	11,521	15,957	18,254	22,500	28,000
Panamax용선료(\$/일)	9,733	10,435	12,315	13,500	17,500
Handymax용선료(\$/일)	9,500	11,000	12,029	13,000	15,000
Handy용선료(\$/일)	6,962	8,587	9,930	10,000	12,000

자료: 케이프투자증권 리서치본부

표3. 팬오션 연간 실적 추이

(단위: 억원, %)

	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액	16,456	18,193	18,740	23,361	24,029	26,059
벌크	13,870	15,772	13,857	17,464	18,070	19,910
컨테이너	1,052	1,082	1,600	1,572	1,458	1,502
탱커 등	1,534	1,339	3,283	4,325	4,501	4,647
영업이익	2,160	2,294	1,679	1,950	2,263	2,640
법인세전이익	7,901	478	991	1,432	1,940	2,308
순이익	7,897	470	971	1,413	1,843	2,192
영업이익률	13.1	12.6	9.0	8.3	9.4	10.1
법인세전이익률	48.0	2.6	5.3	6.1	8.1	8.9
순이익률	48.0	2.6	5.2	6.0	7.7	8.4
BDI	1,194	715	675	1,149	1,308	1,300
환율	1,053	1,131	1,161	1,130	1,093	1,138

자료: 케이프투자증권 리서치본부

팬오션 | 보수적인 시황에서도 이익 성장이 가능하다

전용선대 확대를 통한 이익 안정성 확보

Fibria 5척, Vale 6척
도입으로 전용선 매출
성장세 지속 전망

2018년 운임이 전년대비 13.8% 상승하면서 영업이익이 증가가 예상된다. 하지만, 동사는 벌크 전용선 27척을 운용하고 있다. 운임이 상승하지 않아도 안정적인 영업이익을 기록하는 전용선박이 27척이다. 척당 평균 잔여 계약기간이 14.7년이며, 2018년 12월부터 추가 전용선박이 증가할 전망이다.

법정관리 기간 신규 전용선 계약에 어려움이 있었지만, 법정관리 탈피 이후 장기 화물 운송계약을 통한 전용선박을 꾸준히 늘리고 있다. 2018년 12월 Fibria 선박 5척이 순차적으로 인도될 예정이며, 계약기간도 15년이다. 2019년 12월은 지난해 계약한 Vale와 27년 철광석 운반계약을 맺은 선박 6척이 순차적으로 도입된다.

국내외 대형화주와 안정적인 계약을 통해 전용선박을 꾸준히 늘리고 있어 장기적으로 매출과 영업이익은 단계별 상승이 가능할 전망이다.

표4. 팬오션 장기화물운송계약(CVC) 수행 현황

화주명	운행 선박	척당 잔여 계약기간	비고
Vale	8척	19.0년	
발전자회사	6척	9.5년	남부 3척, 남동 2척, 중부 1척
Fibria	5척	19.7년	
포스코	4척	11.2년	
현대제철	3척	12.4년	
Coal & Oil	1척	4.6년	
합계	27척	14.7년	

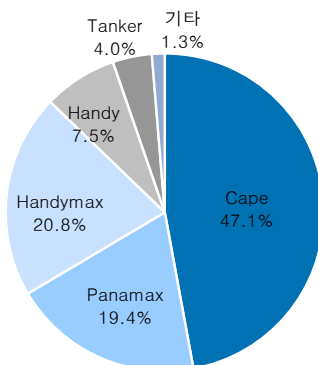
자료: 팬오션,케이프투자증권 리서치본부

표5. 팬오션 도입 예정 선박

화주명	척수	인도 예정 시점	계약기간	비고
Fibria	5척	2018년 12월 - 2020년 9월	15년	62K Open Hatch Type Bulker
Vale	6척	2019년 12월 - 2021년 9월	27년	325K VLOC Bulker
합계	11척			

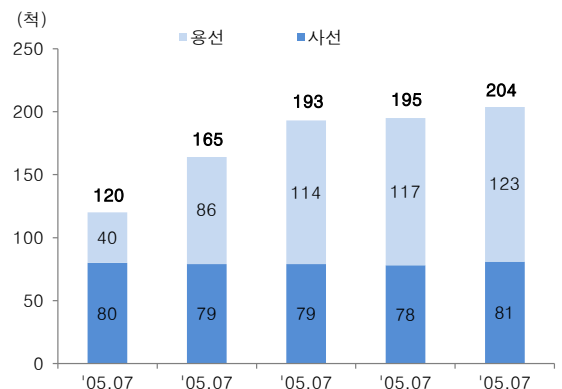
자료: 팬오션,케이프투자증권 리서치본부

그림3. 팬오션 운용선대 현황



자료: 팬오션,케이프투자증권 리서치본부

그림4. 팬오션 운용선대 변화 추이



자료: 팬오션,케이프투자증권 리서치본부

팬오션 | 보수적인 시황에서도 이익 성장이 가능하다

재무상태표

(십억원)	2016A	2017E	2018E	2019E
유동자산	573	792	805	877
현금및현금성자산	245	383	384	420
매출채권 및 기타채권	169	211	217	235
재고자산	48	60	61	66
비유동자산	3,757	3,355	3,535	3,710
투자자산	40	50	51	56
유형자산	3,678	3,266	3,446	3,617
무형자산	10	9	9	8
자산총계	4,331	4,147	4,340	4,586
유동부채	524	573	580	601
매입채무 및 기타채무	162	202	208	226
단기차입금	2	2	2	2
유동성장기부채	323	323	323	323
비유동부채	1,241	901	902	907
사채 및 장기차입금	144	144	144	144
부채총계	1,765	1,474	1,482	1,509
지배기업소유지분	2,541	2,648	2,833	3,052
자본금	534	534	534	534
자본잉여금	1,940	1,940	1,940	1,940
이익잉여금	-210	-103	82	302
기타자본	276	276	276	276
비지배지분	25	25	25	25
자본총계	2,566	2,673	2,858	3,077
총차입금	1,521	1,170	1,170	1,170
순차입금	1,256	762	760	721

포괄손익계산서

(십억원)	2016A	2017E	2018E	2019E
매출액	1,874	2,336	2,403	2,606
증가율(%)	3.0	24.7	2.9	8.4
매출원가	1,650	2,072	2,103	2,264
매출총이익	224	264	300	342
매출총이익률(%)	11.9	11.3	12.5	13.1
판매비와 관리비	56	69	74	78
영업이익	168	195	226	264
영업이익률(%)	9.0	8.3	9.4	10.1
EBITDA	337	357	398	444
EBITDA M%	18.0	15.3	16.5	17.0
영업외손익	-69	-86	-32	-33
지분법관련손익	0	0	0	0
금융손익	-45	-70	-32	-33
기타영업외손익	-24	-16	0	0
세전이익	99	109	194	231
법인세비용	2	2	10	12
당기순이익	97	107	185	220
지배주주순이익	98	107	185	220
지배주주순이익률(%)	5.2	4.6	7.7	8.4
비지배주주순이익	-1	0	0	0
기타포괄이익	79	0	0	0
총포괄이익	176	107	185	220
EPS 증가율(%, 지배)	47.7	9.0	72.4	18.9
이자손익	-41	-36	-32	-33
총외화관련손익	-3	0	0	0

현금흐름표

(십억원)	2016A	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	251	250	349	388
영업에서 창출된 현금흐름	300	291	395	437
이자 수취	0	0	0	0
이자 지급	-48	-39	-36	-37
배당금 수입	0	0	0	0
법인세부담액	-1	-2	-10	-12
투자활동 현금흐름	-92	239	-347	-352
유동자산의 감소(증가)	-6	-5	-1	-2
투자자산의 감소(증가)	-19	-10	-1	-4
유형자산 감소(증가)	-76	250	-350	-350
무형자산 감소(증가)	-2	0	0	0
재무활동 현금흐름	-198	-351	0	0
사채 및 차입금증가(감소)	-1	-351	0	0
자본금및자본잉여금 증감	37	0	0	0
배당금 지급	0	0	0	0
외환환산으로 인한 현금변동	6	0	0	0
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0
현금증감	-33	138	2	36
기초현금	278	245	383	384
기말현금	245	383	384	420
FCF	152	250	-1	38

주요지표

	2016A	2017E	2018E	2019E
총발행주식수(천주)	534,397	534,538	534,540	534,540
시가총액(십억원)	2,130	2,817	3,164	3,164
주가(원)	3,985	5,270	5,920	5,920
EPS(원)	184	200	346	411
BPS(원)	4,754	4,953	5,299	5,710
DPS(원)	0	0	0	0
PER(X)	21.7	26.3	17.1	14.4
PBR(X)	0.8	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA(X)	10.1	10.1	9.9	8.8
ROE(%)	3.9	4.1	6.7	7.4
ROA(%)	2.2	2.5	4.4	4.9
ROIC(%)	4.4	5.3	6.1	6.8
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
부채비율(%)	68.8	55.1	51.9	49.0
순차입금/자기자본(%)	48.9	28.5	26.6	23.4
유동비율(%)	109.4	138.2	138.8	145.8
이자보상배율(X)	3.8	5.0	6.2	7.1
총자산회전율	0.4	0.6	0.6	0.6
매출채권 회전율	10.4	12.3	11.2	11.5
재고자산 회전율	42.7	43.5	39.8	40.8
매입채무 회전율	9.4	11.4	10.2	10.4

자료: 케이프투자증권 리서치본부

Analyst 신민석 · 02)6923-7340 · ms.shin94@capefn.com

대한해운 (005880KS | Buy 유지 | TP 44,000원 상향)**주가 급등락은 마무리, 2018년 안정적인 이익 성장 기대**

2017년말 기준으로 컨테이너사업인 SM상선은 연결에서 제외됐습니다. 2017년 SM상선 영업적자가 606억원인 것을 감안하면 연결제외는 긍정적으로 판단됩니다. 2018년 벌크 시황 회복과 선대 확장으로 이익 성장이 예상됩니다. 경쟁사대비 저 평가 상태인 주가는 시장 평균 Valuation까지 반등이 가능할 전망입니다.

투자 의견 BUY 유지, 목표주가 44,000원으로 상향

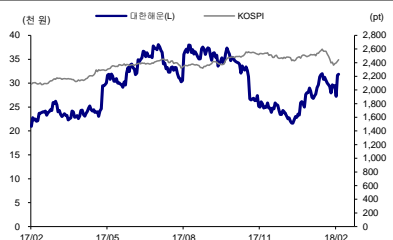
- 2018년 예상실적을 기준으로 PBR 1.2배를 적용해 목표주가 44,000원으로 상향. 경쟁사대비 Valuation 수준은 여전히 낮은 상태이며, 이익 성장과 컨테이너사업 불확실성 해소로 주가 반등이 기대됨.
- 2018년 컨테이너 사업부문 연결 제외(2017년 606억원 적자 추정)로 영업이익은 전년대비 53.7% 증가가 예상됨.
- 벌크 부문의 안정적인 영업실적과 더불어 적극적인 M&A로 외형 성장이 2018년에도 이어질 전망이다.

2018년 영업이익 1,552억원으로 전년대비 53.7% 증가 전망

- 2017년 4분기 영업이익은 컨테이너사업부문 대규모 적자로 전년대비 54.6% 감소한 72억원을 기록함. 컨테이너사업 부문은 2018년 1분기부터 지분법이익으로 반영되기 때문에 영업이익은 큰 폭으로 개선될 전망이다.
- 2018년 영업이익은 벌크 시황 회복과 전용선 매출 증가로 전년대비 53.7% 증가한 1,552억원이 전망됨.

SM상선 연결제외, 창명해운 지분확대로 벌크부문 외형 확대 지속

- 2017년 영업적자 606억원을 기록한 SM상선은 우방건설산업과 합병으로 연결 지분이 14.2%로 낮아짐. 2018년부터 SM상선 연결 법인에서 제외되면서 영업이익 개선이 예상됨.
- 지난해 말 창명해운 지분 27.7%를 공개입찰로 매입해 30.6%까지 늘렸음. 창명해운은 벌크선 7척, 유조선 1척을 운영하는 선사로 2017년 2월 회생절차가 마무리됨. 2018년 추가 지분을 확보해 계열사 편입이 기대됨.

Stock Data

주가(2/19)	31,850원		
액면가	5,000원		
시가총액	778십억원		
52주 최고/최저가	38,050원/ 20,950원		
주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	16.5	-14.2	50.6
상대주가(%)	20.1	-17.1	28.3

경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
매출액	(십억원)	532	540	1,561	1,256	1,305
영업이익	(십억원)	86	44	101	155	166
영업이익률	(%)	16.2	8.2	6.5	12.4	12.7
순이익	(십억원)	39	30	186	101	120
EPS	(원)	1,594	1,220	7,609	4,122	4,927
증감률	(%)	-46.1	-23.5	523.6	-45.8	19.5
PER	(배)	11.9	14.1	3.0	7.7	6.5
PBR	(배)	0.8	0.7	0.7	0.9	0.8
ROE	(%)	7.4	5.2	17.0	12.7	13.3
EV/EBITDA	(배)	7.6	13.4	9.5	7.8	7.1
순차입금	(십억원)	817	1,286	1,392	1,287	1,172
부채비율	(%)	166.6	252.1	280.0	222.3	196.3

대한해운 | 주가 급등락은 마무리, 2018년 안정적인 이익 성장 기대

실적 추이 및 전망

2017년 4분기
영업이익은 SM상선
적자로 72억원 달성

2017년 4분기 영업이익은 전년대비 54.6%가 감소한 72억원을 기록했다. 매출액은 전년대비 180.9%가 증가했음에도 불구하고 영업이익이 급감한 이유는 2017년 연결로 편입한 SM상선(컨테이너사업부문) 때문이다. 4분기 SM상선 영업적자가 351억원을 기록하면서 매출 증가에도 불구하고 영업이익이 급감했다.

SM상선은 한진해운 미주컨테이너 사업부문을 인수한 회사로 초기 투자비 증가와 고정비 부담으로 적자가 지속되고 있다. 실적 악화로 지난해 우방건설과 합병을 진행하고 있으며, 합병이 마무리되는 2018년 1분기부터 연결 실적에서 제외될 전망이다.

SM상선 적자를 제외할 경우 2017년 4분기 영업이익은 423억원으로 시장 컨센서스에 부합했다. 벌크 시황 개선과 전용선 확대로 안정적인 이익 구조를 확보하고 있다.

2018년 매 분기
400억원 수준의
영업이익 달성 전망

2018년 1분기 영업이익은 전년대비 34.5% 증가한 430억원이 전망된다. 벌크 운임 상승에 따른 벌크부문 실적 정상화와 한국가스공사 전용선 매출 실적이 반영되면서 이익 증가세를 이어갈 전망이다. 전용선 사업부문의 매출을 감안한다면 매 분기 400억원 내외의 안정적인 영업이익 달성이 가능할 전망이다.

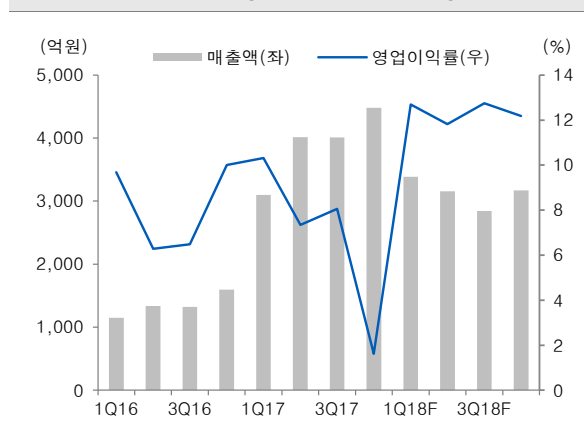
표1. 대한해운 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	2017				2018				1Q18 증감률	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF	QoQ	YoY
매출액	3,101	4,017	4,008	4,481	3,388	3,156	2,845	3,172	(24.4)	9.3
벌크	1,667	1,734	1,774	1,828	1,933	1,945	1,712	1,874	5.8	16.0
컨테이너	88	734	1,212	1,292	-	-	-	-	-	-
기타	1,346	1,549	1,022	1,361	1,455	1,211	1,133	1,298	2.9	(22.8)
영업이익	320	295	323	72	430	373	362	387	493.5	34.5
벌크	274	316	405	389	353	315	305	323	(9.3)	28.9
컨테이너	(81)	(57)	(117)	(351)	-	-	-	-	-	-
기타	127	36	35	35	77	58	58	64	120.5	(39.1)
세전이익	324	209	449	249	308	261	261	288	24.0	(4.8)
순이익	294	211	431	225	278	235	235	259	23.5	(5.6)
영업이익률	10.3	7.3	8.1	1.6	12.7	11.8	12.7	12.2		
세전이익률	10.4	5.2	11.2	5.5	9.1	8.3	9.2	9.1		
순이익률	9.5	5.3	10.8	5.0	8.2	7.4	8.3	8.2		
BDI(벌크운임)	945	1,015	1,137	1,509	1,280	1,200	1,300	1,450	(15.2)	35.4

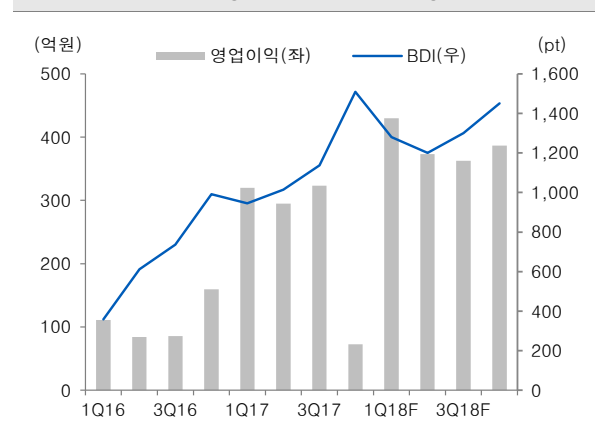
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림1. 분기 매출액과 영업이익 추이 및 전망



자료: 대한해운, 케이프투자증권 리서치본부

그림2. 벌크 운임과 영업이익 추이 및 전망



자료: 대한해운, 케이프투자증권 리서치본부

대한해운 | 주가 급등락은 마무리, 2018년 안정적인 이익 성장 기대

전용선 중심의 안정성과 M&A 를 통한 성장성 확보

안정적인 전용선
중심의 영업을 통해
단계별 이익 성장 기대

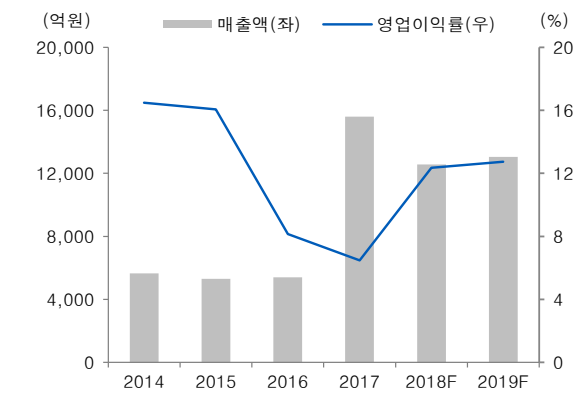
동사는 전용선과 부정기선 매출비중이 각각 64%, 36%이며, 전용선 위주로 안정적인 영업을 영위하고 있다. 전용선 주요 고객은 포스코, 한국전력, 한국가스공사 등과 같이 국내 대형화주이며, 장기 화물 계약을 통해 안정적인 이익구조를 확보하고 있다. 2017년 이후 부정기선 매출 비중이 꾸준히 증가하는 이유는 저 시황이 장기화되면서 화주들의 스팟 물량이 늘어나고 있기 때문이다. 기존 화주들과의 안정적인 화물 운송계약을 통해 신뢰도를 구축하고 있어 장기적으로 전용선 계약이 증가할 경우 수주 가능성은 높다.

벌크 시황 불황이 장기화되면서 선사들은 파산과 구조조정, 그리고 법정관리 신청 등이 이어졌다. 2016년 이후 선사들이 법정관리를 탈피하면서 중소형 해운선사들이 시장에 매물로 나오고 있다. 동사는 삼선로직스(현 대한상선) 인수를 시작으로 지난해 말 창명해운 지분을 30.6%까지 늘리면서 적극적인 M&A를 이어가고 있다. 최근 높아진 벌크선 중고 가격을 감안하면 법정관리를 탈피한 중견 해운업체는 매력적으로 판단된다.

창명해운은 벌크선 7척, 유조선(VLCC) 1척 등 8척의 선대를 운용 중이며, 2017년 2월 회생절차를 마쳤다. 2017년 상반기 기준 매출액은 210억원이며, 선박 등 자산규모는 3,731억원이다. 현재 채권단은 농협, 산은캐피탈, 신한은행 등 대부분 금융기관으로 향후 지분확대를 통해 경영권 인수가 가능할 전망이다.

법정관리 기간 장부가격이 높은 선박은 구조조정을 통해 경쟁력을 높였기 때문에 저 시황 구조에서도 안정적인 이익구조를 확보할 전망이다. 또한, 대한해운의 네트워크를 활용한 영업을 통해 시너지 확대가 가능할 전망이다.

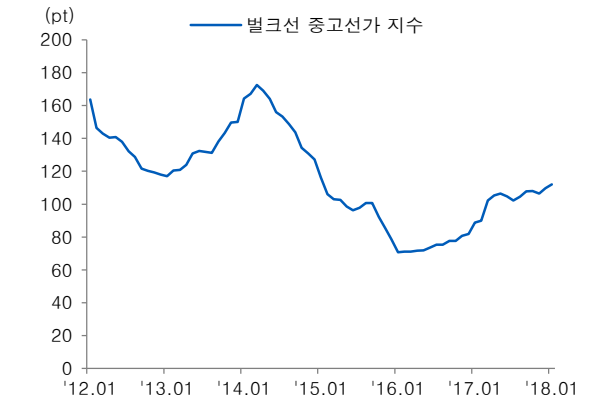
그림3. 연간 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



주: 2017년 SM상선 매출액과 영업이익 영향

자료: 대한해운, 케이프투자증권 리서치본부

그림4. 벌크 중고선가 추이



자료: Clarkson, 케이프투자증권 리서치본부

대한해운 | 주가 급등락은 마무리, 2018년 안정적인 이익 성장 기대

재무상태표

(십억원)	2016A	2017E	2018E	2019E
유동자산	379	934	786	925
현금및현금성자산	84	84	102	215
매출채권 및 기타채권	134	387	311	323
재고자산	94	270	217	226
비유동자산	1,826	1,887	1,931	1,928
투자자산	6	16	13	13
유형자산	1,783	1,834	1,881	1,878
무형자산	13	13	13	13
자산총계	2,204	2,820	2,717	2,854
유동부채	380	612	543	554
매입채무 및 기타채무	98	283	228	237
단기차입금	107	107	107	107
유동성장기부채	150	150	150	150
비유동부채	1,199	1,466	1,331	1,337
사채 및 장기차입금	406	406	406	406
부채총계	1,578	2,078	1,874	1,890
지배기업소유자본	607	792	893	1,013
자본금	122	122	122	122
자본잉여금	36	36	36	36
이익잉여금	140	326	427	547
기타자본	308	308	308	308
비지배자본	19	-50	-50	-50
자본총계	626	742	843	963
총차입금	1,394	1,545	1,444	1,444
순차입금	1,286	1,392	1,287	1,172

포괄손익계산서

(십억원)	2016A	2017E	2018E	2019E
매출액	540	1,561	1,256	1,305
증가율(%)	1.6	188.9	-19.5	3.9
매출원가	477	1,374	1,033	1,068
매출총이익	63	186	223	237
매출총이익률(%)	11.6	11.9	17.7	18.2
판매비와 관리비	19	85	68	71
영업이익	44	101	155	166
영업이익률(%)	8.2	6.5	12.4	12.7
EBITDA	129	201	258	269
EBITDA M%	23.8	12.9	20.6	20.6
영업외손익	-9	22	-43	-32
지분법관련손익	0	1	13	21
금융손익	-29	-66	-61	-59
기타영업외손익	20	87	4	6
세전이익	35	123	112	134
법인세비용	4	7	11	13
당기순이익	31	116	101	120
지배주주순이익	30	186	101	120
지배주주순이익률(%)	5.7	7.4	8.0	9.2
비지배주주순이익	1	-70	0	0
기타포괄이익	14	0	0	0
총포괄이익	45	116	101	120
EPS 증가율(%, 지배)	-23.5	523.6	-45.8	19.5
이자손익	-27	-65	-61	-59
총외화관련손익	9	0	0	0

현금흐름표

(십억원)	2016A	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	121	119	313	274
영업에서 창출된 현금흐름	121	126	324	287
이자 수취	0	0	0	0
이자 지급	0	0	0	0
배당금 수입	0	0	0	0
법인세부담액	-1	-7	-11	-13
투자활동 현금흐름	-374	-204	-132	-101
유동자산의 감소(증가)	-15	-45	13	-2
투자자산의 감소(증가)	-1	-11	3	-1
유형자산 감소(증가)	-386	-150	-150	-100
무형자산 감소(증가)	-11	0	0	0
재무활동 현금흐름	277	85	-163	-61
사채 및 차입금증가(감소)	512	151	-100	0
자본금및자본잉여금 증감	-1	0	0	0
배당금 지급	0	0	0	0
외환환산으로 인한 현금변동	4	0	0	0
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0
현금증감	28	-1	18	113
기초현금	56	84	84	102
기말현금	84	84	102	215
FCF	-308	-31	163	174

주요지표

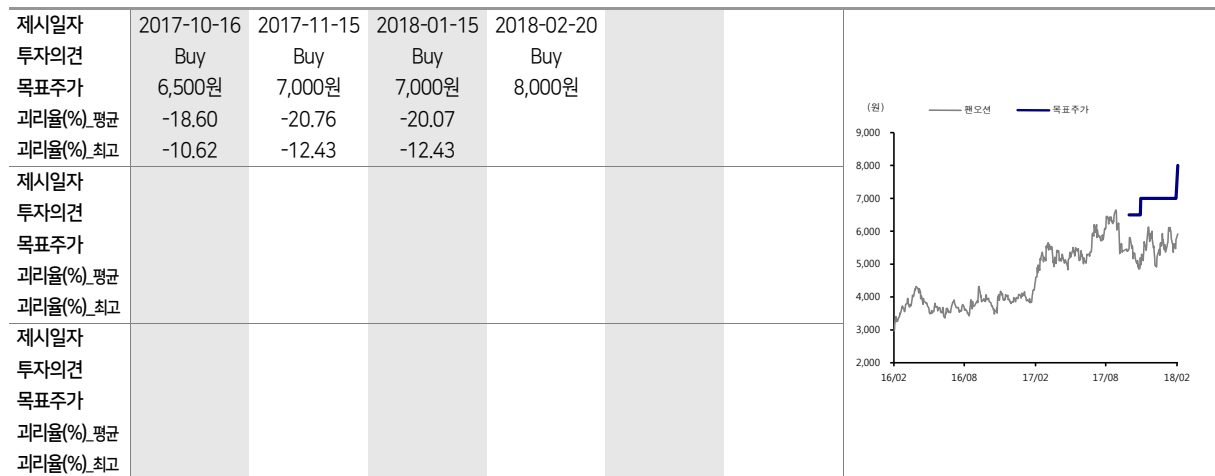
	2016A	2017E	2018E	2019E
총발행주식수(천주)	24,427	24,427	24,427	24,427
시가총액(십억원)	420	558	778	778
주가(원)	17,200	22,850	31,850	31,850
EPS(원)	1,220	7,609	4,122	4,927
BPS(원)	24,845	32,453	36,576	41,503
DPS(원)	0	0	0	0
PER(X)	14.1	3.0	7.7	6.5
PBR(X)	0.7	0.7	0.9	0.8
EV/EBITDA(X)	13.4	9.5	7.8	7.1
ROE(%)	5.2	17.0	12.7	13.3
ROA(%)	1.7	4.6	3.6	4.3
ROIC(%)	2.6	4.9	6.0	6.6
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
부채비율(%)	252.1	280.0	222.3	196.3
순차입금/자기자본(%)	205.4	187.6	152.7	121.7
유동비율(%)	99.7	152.6	144.8	167.1
이자보상배율(X)	1.6	1.5	2.5	2.7
총자산회전율	0.3	0.6	0.5	0.5
매출채권 회전율	5.9	6.0	3.6	4.1
재고자산 회전율	8.3	8.6	5.2	5.9
매입채무 회전율	6.4	7.2	4.0	4.6

자료: 케이프투자증권 리서치본부

Compliance Notice _ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내역

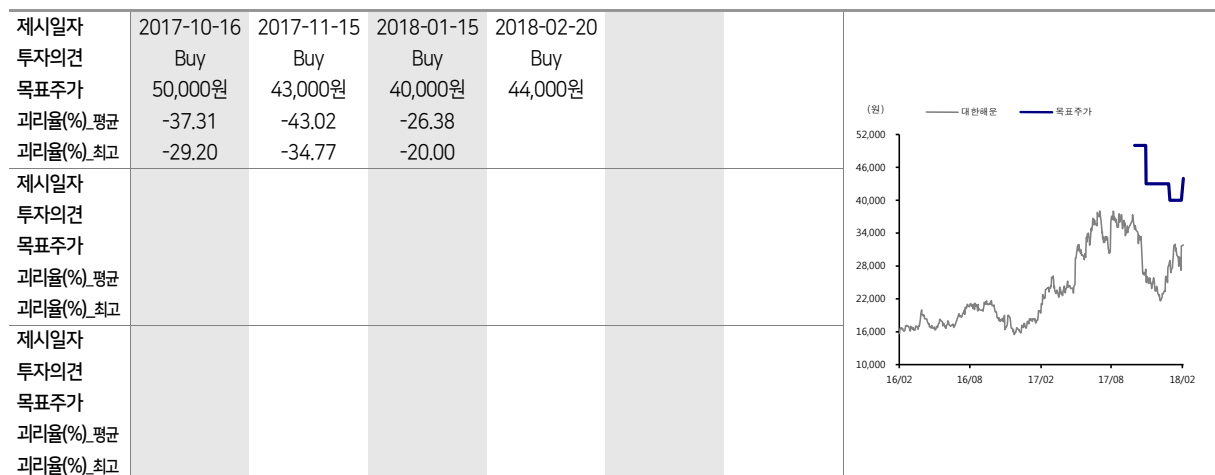
팬오션(028670)

주가 및 목표주가 추이



대한해운(005880)

주가 및 목표주가 추이



Ratings System

구분	대상기간	투자의견	비고
[기업분석]	12개월	BUY(15% 초과) · HOLD(-15%~15%) · REDUCE(-15% 미만)	* 단, 산업 및 기업에 대한 최종분석 이전에는 긍정, 중립, 부정으로 표시할 수 있음.
[산업분석]	12개월	Overweight · Neutral · Underweight	
[투자비용]	12개월	매수(87.00%) · 매도(1.00%) · 중립(12.00%)	* 기준일 2017.12.31까지

Compliance

- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 당사는 공표일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 아닙니다.
- 조사분석 담당자 및 그배우자는 공표일 기준 동 자료에 언급된 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

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.



이 페이지는 편집상 공백입니다.



이 페이지는 편집상 공백입니다.



이 페이지는 편집상 공백입니다.

리서치본부장
김유겸/이코노미스트

02)6923-7332
yukyum@capefn.com

투자전략팀

Analyst

직위

내선번호

E-Mail

이코노미스트(총괄)

김유겸

본부장

6923-7332

yukyum@capefn.com

투자전략

윤영교

연구위원

6923-7352

skyhum00@capefn.com

퀀트

방인성

책임연구원

6923-7334

antonio81@capefn.com

시황

한지영

선임연구원

6923-7349

hedge0301@capefn.com

퀀트 RA

김윤보

전임연구원

6923-7331

younbokim@capefn.com

기업분석1팀

Analyst

직위

내선번호

E-Mail

운송/유틸리티/상사(총괄)

신민석

팀장

6923-7340

ms.shin94@capefn.com

제약/바이오

김형수

연구위원

6923-7342

knkhs@capefn.com

음식료

조미진

선임연구원

6923-7317

mj27@capefn.com

화장품

강수민

전임연구원

6923-7362

soomin913@capefn.com

RA

장 영

전임연구원

6923-7311

youngjang313@capefn.com

기업분석2팀

Analyst

직위

내선번호

E-Mail

철강/금속/인터넷/게임(총괄)

김미송

팀장

6923-7336

misongkim@capefn.com

건설/건자재

김기룡

선임연구원

6923-7321

kirykim@capefn.com

조선/기계

최진명

선임연구원

6923-7337

insightjm@capefn.com

RA

홍준기

전임연구원

6923-7315

joonkih00@capefn.com

기업분석3팀

Analyst

직위

내선번호

E-Mail

스몰캡(총괄)

김인필

팀장

6923-7351

ipkim01@capefn.com

은행/증권

전배승

연구위원

6923-7353

junbs@capefn.com

RA

김광진

전임연구원

6923-7339

kwangjin.kim@capefn.com

Compliance

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.