

해상운송업

Demand Surprise가 이끄는 Up-Cycle 진입



양지환
이지수

jhwang.yang@daishin.com
jane.lee@daishin.com

투자의견

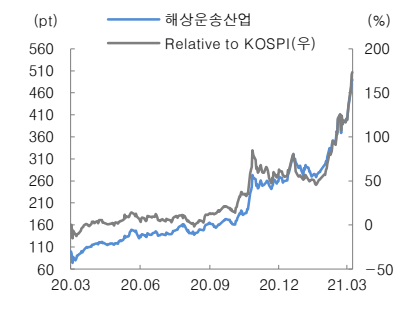
Overweight

비중확대, 유지

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
HMM	Buy	38,000원
팬오션	Buy	8,500원
대한해운	Marketperform	4,000원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	50.3	88.7	218.5	483.0
상대수익률	50.3	76.8	141.6	213.3



투자의견 비중확대 유지, Top-Pick HMM

- 해상운송업에 대한 투자의견 비중확대 유지. 운송업 세부 섹터 중 최선호
- Top-Pick은 HMM(BUY, TP 38,000원), 차선호는 팬오션(BUY, TP 8,500원)
- 2020년 컨테이너 업황 턴어라운드 이후 2021년 건화물 시장 상승 사이클 진입. 양 부문 모두 Demand Surprise가 이끄는 전형적인 상승 사이클로 적어도 2022년까지 지속될 전망
- 과거 컨테이너와 건화물 부문이 동반 상승 사이클에 진입한 것은 1)2006년 ~ 2008년과 2)2010년 두 차례. 1)의 경우는 중국이 글로벌 경제의 성장을 견인하면서 급부상 하던 시기로 Demand Surprise 시기, 2)의 경우는 2008년 글로벌 금융위기 이후로 공급 조절과 경기회복에 따른 재고 확충 시기
- 2020~2022년 상승 사이클은 컨테이너는 미국의 Demand Surprise, 건화물은 석탄과 곡물 물동량 증가에서 시작하여 철광석 수요 증가로 이어지는 전형적인 중·장기 상승 사이클 판단하며, 1)시기와 유사(수요증가, 조선사 수주 잔고 낮아 공급 부담 없음)

Container: 미국의 소비 증가가 이끄는 상승 사이클 이미 시작

- 2020년 컨테이너 호황은 태평양 항로의 물동량 증가 때문. 박스 부족과 항만 체선은 미주 항로 물동량이 급격히 증가하면서 나타난 부수적인 현상
- 2021~2022년 컨테이너 업황의 Key는 미국 소비 및 유통 채널의 변화 지속과 경기회복에 따른 물동량 증가에 있다는 판단. 공급에 대한 우려는 제한적
- 2021년 3분기까지 미주 항로 건조, 유럽항로 운임 조정 2분기내 마무리 예상
- 미국 소매판매 중 E-Commerce 비중 상승 지속된다면, 장기 호황도 가능

Dry Bulk: 중형 선형이 이끄는 Upcycle 시작. Coal과 Grain이 주도

- 2021년 1분기 시장 반등을 이끈 건 중형선 시장. 중형선 시장 강세는 단기 사이클에 끝나지 않고, 중장기적으로 안정적인 흐름이 나타날 가능성 높음
- '21년 석탄, 곡물이 리드하고, 철광석이 밀어주는 구도 예상
- '22~'23년 신조 인도 제한적인 가운데 해체 선박 증가로 안정적 수급 전망

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	9,175	8,987	9,794	13,443	14,011
영업이익	-220	39	1,352	3,504	2,797
세전순이익	-555	-349	246	3,671	2,453
총당기순이익	-564	-341	243	3,570	2,390
지배지분순이익	-562	-348	242	3,563	2,383
EPS	-1,263	-775	534	7,779	5,202
PER	NA	NA	33.0	2.2	3.4
BPS	9,959	10,714	11,784	19,397	24,541
PBR	0.9	0.9	1.5	0.9	0.7
ROE	-12.7	-7.5	4.8	50.1	23.7

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 대한해운, HMM, 팬오션 합산, 대신증권 Research Center

Contents

I. Investment Summary	3
II. Container: 2020년 미주 향로를 중심으로 한 시황 상승 배경	5
III. Container : Demand Surprise에 따른 시황 강세	13
IV. Bulk : 苦盡甘來(고진감래)의 시작	17
V. 기업분석	26

I. Investment Summary

해상운송업에 대한 투자의견 Overweight 유지. Top-Pick 은 HMM

해상운송업에 대한 투자의견 비중확대(Overweight) 의견을 유지하며, Top-Pick은 HMM(BUY, TP 38,000원), 차선호 주로 팬오션(BUY, TP 8,500원)을 제시한다. 2020년 하반기부터 시작된 컨테이너 업황의 턴어라운드로 HMM의 주가 상승률이 높았지만, Valuation과 실적 Momentum 측면에서 건화물 선사 대비 매력적이라 판단한다.

HMM의 목표주가 38,000원은 2021년 추정 BPS에 Target PBR 2.5배를 적용하여 산출한 것이다. 이번 사이클 이전의 Up-Cycle 국면에서 동사가 받았던 PBR Multiple은 2007년 2.8배, 2011년 2.1배 수준이다. 당사는 이번 상승 사이클은 2006년~2008년의 컨테이너 상승 사이클과 유사하다고 판단하고 있으며, 2022년까지는 업황 급락 가능성은 낮다고 전망한다.

차선호주인 팬오션은 투자의견 매수와 목표주가 8,500원, 대한해운에 대해서는 투자의견 시장수익률, 목표주가 4,000원을 제시한다. 팬오션과 대한해운 모두 대표적인 건화물 선사지만, 업황 상승국면에서 영업 레버리지 효과가 나타날 수 있는 팬오션을 선호한다. 대한해운은 전략적으로 Wet-Bulk를 강화하고 있고, Dry-Bulk는 안정적이 장기계약 위주의 운영으로 2021년 Dry-bulk Upcycle 진입에도 실적 모멘텀이 부족할 전망이다.

팬오션의 목표주가 8,500원은 2021년 추정 BPS에 Target PBR 1.5배를 적용한 것이다. 이전 상승 사이클 시점인 2007년~2008년과 2010년과 현 시점의 차이가 크기 때문에 단순 비교는 어렵다. 2007년 동사의 PBR은 3.5배 수준이었지만, 2007~2008년은 Dry Bulk Super Cycle 시기로 당시의 Multiple을 적용하기는 어렵다. 2021~2022년 추정 실적 및 FROE 대비 적용 Multiple은 높지만, 건화물 시장 Up cycle 진입 초기라는 점과 ROE 개선 국면에서의 Premium은 정당화될 수 있다는 판단이다.

컨테이너 : 2021 년 현황 결정의 가장 큰 변수는 미국의 소비

2020년 컨테이너 업황 턴어라운드는 미주항로의 물동량 증가 때문이다. 코로나19 국면에서도 미주항로의 물동량은 감소하지 않았으며, 2020년 4분기에는 약 27%(yoy) 증가하였다. 미주항로의 물동량 증가의 가장 큰 원인은 1)늘어난 가져분 소득, 2)상품에 대한 지출 증가, 3)E-Commerce 소비와 해외 직구 증가이다.

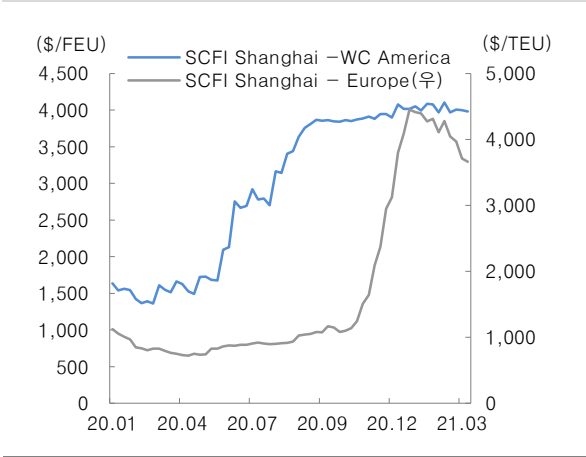
2021년 상반기 미국의 Retail Import는 +24%(yoy)늘어날 전망이다. 상반기까지 미주항로에 대한 긍정적 전망의 이유다. 하반기에 대한 불확실성은 있지만, 당사는 미국 소비자들의 소비채널 변화와 소비의 Lock-in 효과에 주목한다. 한번 늘어난 소비는 경기불황이 오지 않는다면 쉽게 꺾이지 않고, E-Commerce를 활용하는 행태도 지속될 것이다.

건화물 : 대형선형의 단기 강세가 아닌 중형선형이 이끄는 상승 사이클 진입

2021년 G2의 경기부양책 및 글로벌 경기회복에 따른 석탄물동량 증가와 미국의 곡물수출 증가로 건화물 시장은 상승 사이클에 진입했다는 판단이다. 수요측면에서 인플레이션과 글로벌 경기회복, 그리고 G2의 경기부양책이 기대되고, 공급측면에서는 낮은 공급 증가율과 노후선 폐선으로 이번 사이클은 완만하지만 장기간 가능하다는 판단이다.

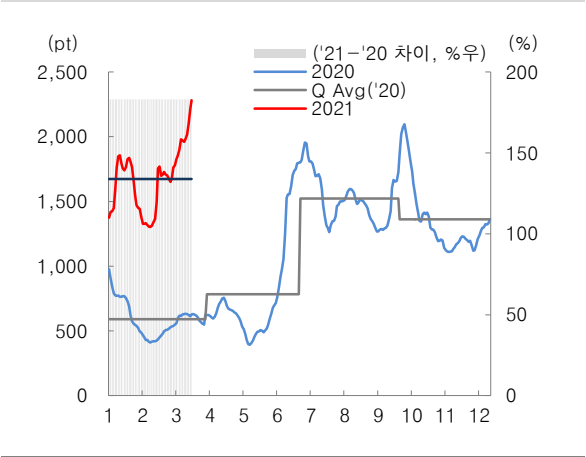
Key Driver

SCFI WC America & Europe 항로 운임 추이



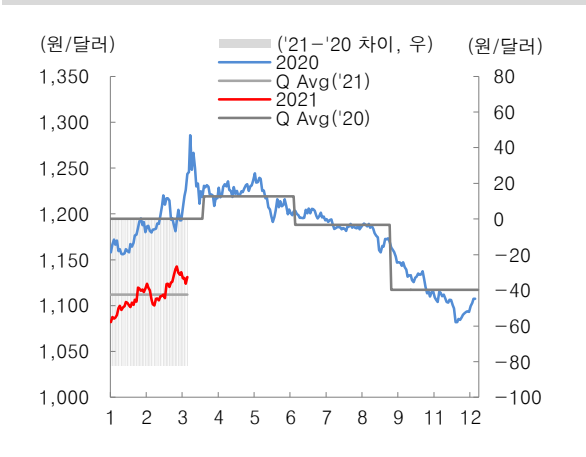
자료: Shanghai Shipping Exchange, 대신증권 Research Center

2020~2021년 일간 및 분기 평균 BDI 추이



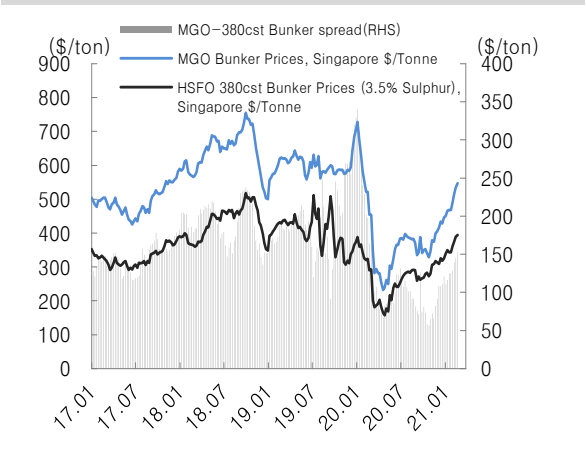
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

2020~2021년 일간 및 분기 평균 원/달러 환율 추이



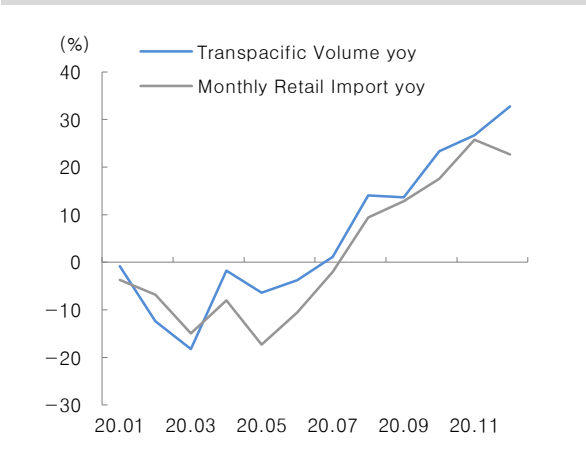
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

Singapore HSFO와 MGO 가격 및 Spread 추이



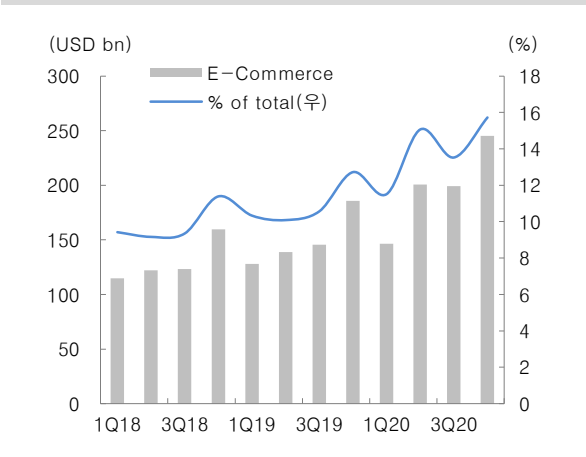
자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

Container Transpacific Volume 과 US Retail Import



자료: Alphaliner, National Retail Federation, 대신증권 Research Center

US Retail Sales 중 E-commerce 비중 추이



자료: Bureau of Census, 대신증권 Research Center

II. Container : 2020년 미주 항로를 중심으로 한 시황 상승 배경

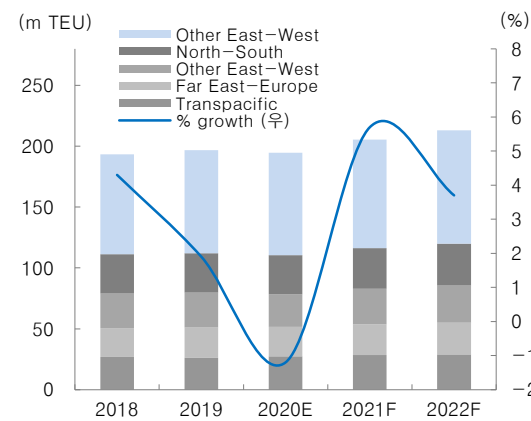
2020년 컨테이너 물동량 당초 예상을 크게 상회한 194백만 TEUs

2020년 전세계적인 코로나 팬데믹 상황에도 글로벌 컨테이너 해운 시황은 사상 유례 없는 호황을 기록하였다. 2020년 상반기 대부분의 전망기관에서 코로나19로 인해 글로벌 교역량이 크게 감소할 것으로 예상하였던 점을 기억한다면 전혀 예상하지 못했던 일이 발생한 것이다. 실제로 2020년 4월 IMF에서 발간한 WEO(World Economic Outlook)에서는 2020년 전세계 GDP는 -3.0%(yoy), 교역량은 -11.0%(yoy)로 전망했었다.

2020년 4월 발간된 Clarkson의 Container Intelligence Monthly를 보더라도, 2020년 글로벌 컨테이너 물동량은 176백만TEUs(-10.6% yoy)를 기록할 것으로 전망했었다. 하지만, 실재는 이와는 달랐다. 2020년 전세계 컨테이너 물동량은 예상을 크게 상회한 194백만TEUs(-1.2% yoy)를 기록한 것이다. 특히 미주항로의 컨테이너 물동량은 2020년 27.5백만TEUs를 기록하여 전년동기대비 오히려 +4.9% 증가하였다.

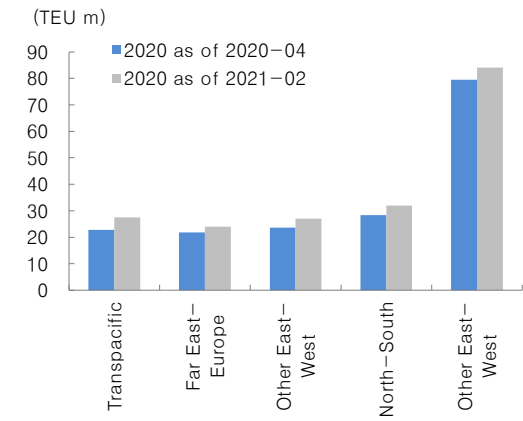
미주항로를 제외한 유럽, 그외 동서항로, 남북항로, 그리고 기타(아시아 역내 등)항로의 물동량은 모두 2019년대비 소폭 감소한 것으로 나타났다. 따라서 2020년 컨테이너 시황의 유례없는 호황은 미주항로 때문에 나타난 현상으로 볼 수 있다. 코로나 팬데믹 상황에서도 미주항로의 물동량은 왜 이렇게 많이 늘어난 것인가? 이에 대한 해답을 찾고, 2021년에도 이러한 현상이 지속될 수 있는지 예상해보는 것이 향후 컨테이너 시황을 전망하는데 가장 중요한 요인이라는 판단이다.

그림 1. Container Volume by Route



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

그림 2. Container Volume 전망치 변화



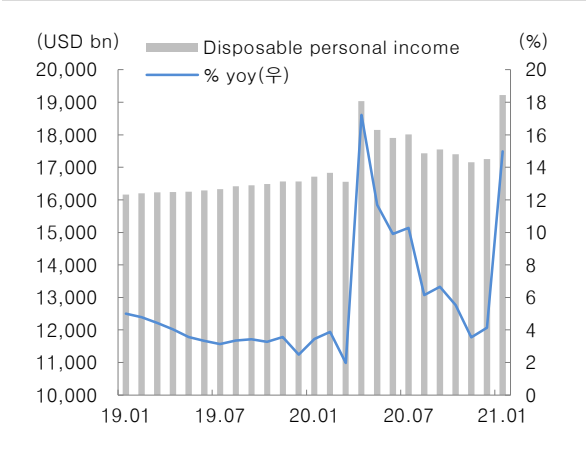
자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

2020년 미 정부 지원금으로 가처분 소득 증가하였지만 소비는 오히려 감소

2020년 미국의 가처분 소득은 코로나19로 인한 팬데믹 상황에도 오히려 증가하였다. 가처분 소득 증가의 가장 큰 이유는 정부의 경기 및 소비 부양을 위한 지원책 영향이 크다. 2020년 미국의 가처분 소득은 약 210조달러로 13.7조달러(+7.0% yoy)증가하였는데, 이는 정부의 지원금 증가분 13조 7,310억달러 영향이다.

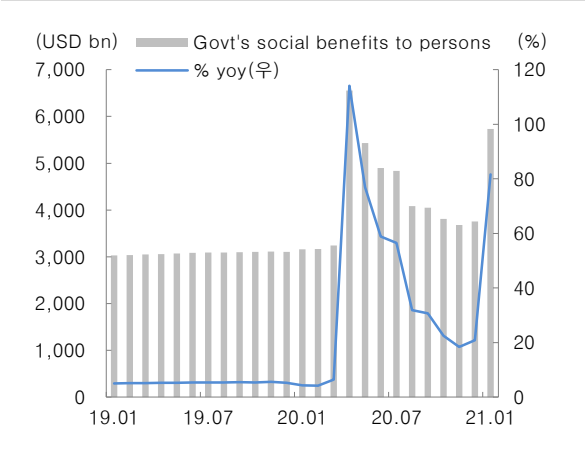
2020년 미주향로의 컨테이너 물동량 증가는 미국인들의 가처분 소득 증가에 따른 소비가 늘었기 때문이라고 보는 시장의 시각이 많다. 하지만 실제 미국의 소비 데이터는 다르게 나타났다. 2020년 미국의 소비지출금액은 약 169.7조달러로 2019년대비 2.7% 감소하였다. 가처분 소득이 늘었지만, 미국인들은 소비를 늘리기 보다는 코로나 지속에 따른 경기침체 우려로 오히려 저축을 많이 한 것이다. 미국의 가처분 소득 중 저축이 차지하는 비중은 2018년 7.8%, 2019년 7.5%를 기록하였지만, 2020년에는 16.4%로 2018~2019년에 비해 2배 이상 증가하였다.

그림 3. 코로나19에도 미 가처분 소득 증가



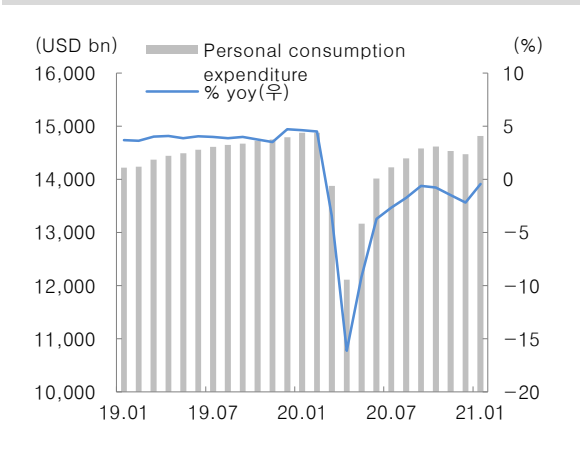
자료: Bureau of Economic Analysis, 대신증권 Research Center

그림 4. 가처분 소득 증가는 정부지원금 영향



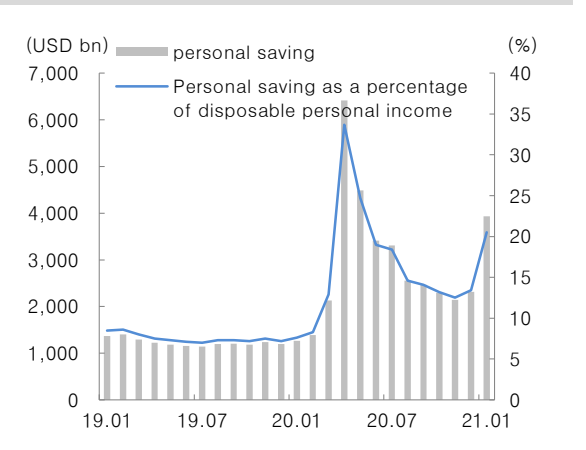
자료: Bureau of Economic Analysis, 대신증권 Research Center

그림 5. 미국 소비자들의 소비는 전년대비 감소



자료: Bureau of Economic Analysis, 대신증권 Research Center

그림 6. 가처분 소득 중 저축 비중이 크게 상승



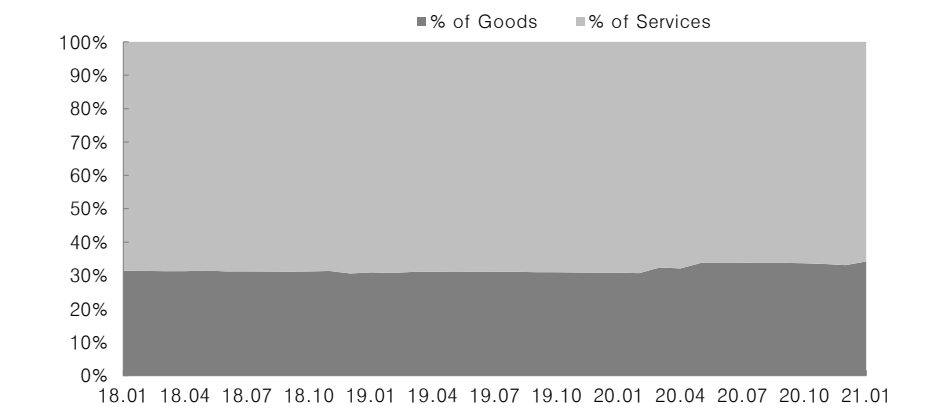
자료: Bureau of Economic Analysis, 대신증권 Research Center

총 소비 지출 감소는 저축율 증가 및 서비스 소비 감소의 영향

미국의 총 소비 지출 금액은 줄었지만 상품 및 제품에 대한 소비는 늘어났고, 서비스 소비는 크게 감소한 것으로 나타났다. 코로나19로 인해 여행 및 레저활동을 하지 못하는데 따른 보복 소비가 상품에 대한 구매로 이어진 것으로 판단한다. 2020년 미국의 소비지출 중 상품에 대한 소비지출금액은 55조 9천억달러로 2019년대비 약 3.3% 증가하였다.

반면, 2020년 서비스 소비는 113조 8,349억달러로 2019년 대비 약 5.4% 감소하였다. 2018~2019년 미국의 소비에서 상품(Goods)이 차지하는 비율은 평균 약 31.1%, 서비스 부문이 차지하는 비중은 약 68.9%로 서비스 부문에 대한 소비가 2배 이상 크다. 하지만 2020년 코로나19로 인해 서비스 부문에 대한 소비의 감소로 인해 총 소비중 서비스부문이 차지하는 비중은 2020년 1월 69.1%에서 2021년 1월 65.8%로 3.3%pt 감소하였다. 반면, 상품에 대한 소비 비중은 2020년 1월 30.9%에서 2021년 1월 34.2%로 3.3%pt 상승한 것으로 나타났다.

그림 7. 미국의 소비지출 중 Goods와 Service 가 차지하는 비중



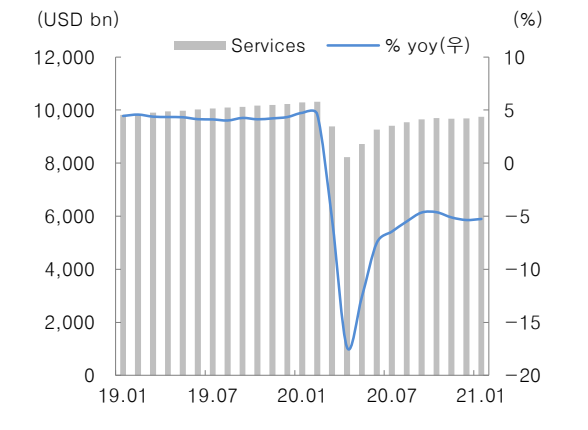
자료: Bureau of Economic Analysis, 대신증권 Research Center

그림 8. Goods에 대한 소비는 코로나에도 증가



자료: Bureau of Economic Analysis, 대신증권 Research Center

그림 9. Services 소비 큰 폭으로 감소



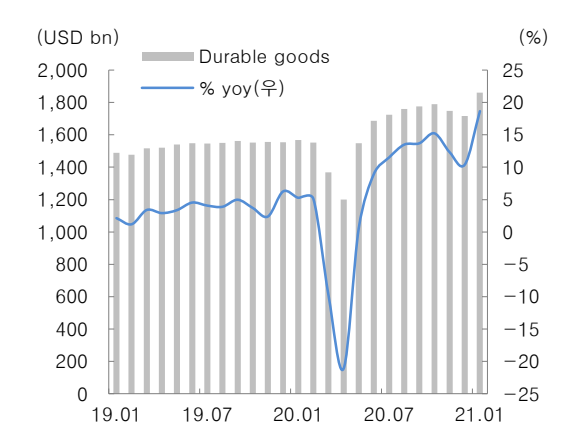
자료: Bureau of Economic Analysis, 대신증권 Research Center

내구재에 대한 소비가 비내구재에 대한 소비보다 큰 폭으로 증가

2020년 코로나 상황에서 미국인들은 내구재인 자동차 및 자동차 부품, 텔레비전, 가구 등 비교적 수명이 오랜 제품들에 대한 소비를 늘린 것으로 나타났다. 비내구재 중에서는 음식료품에 대한 소비는 집콕 생활로 인해 증가한 것으로 나타났지만, 그 외 의류 및 신발, 그리고 휘발유 등 에너지에 대한 소비는 감소하였다. 경제활동 위축과 재택근무 등의 영향으로 의류, 신발, 그리고 휘발유에 대한 소비는 감소한 것으로 판단한다.

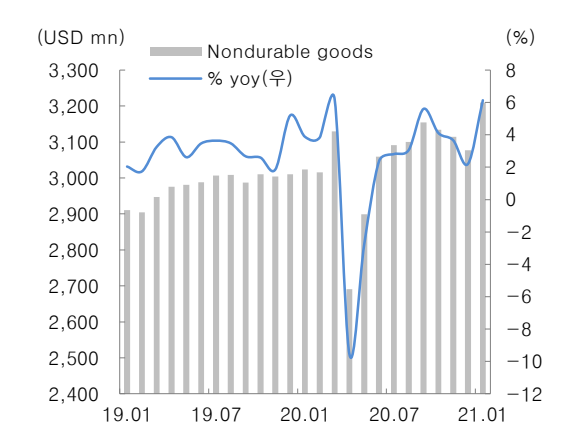
서비스부문의 경우는 운송과 레크레이션 서비스에 대한 소비가 크게 감소한 것으로 나타났다. 운송서비스에 대한 소비는 코로나가 확산되기 시작한 2020년 3월부터 2021년 1월까지 전년동월대비 평균 약 29.7% 감소하였으며, 레크레이션 서비스에 대한 소비는 월평균 36.3% 감소하였다. 레크레이션 서비스 부문이 크게 감소한 것과 대비하여 내구재 중 레크레이션에 필요한 제품(카누, 스키, 자전거 등)에 대한 소비는 2020년 4월부터 2021년 1월까지 전년동월대비 약 19% 증가하였다.

그림 10. Durable goods 소비 큰 폭으로 증가



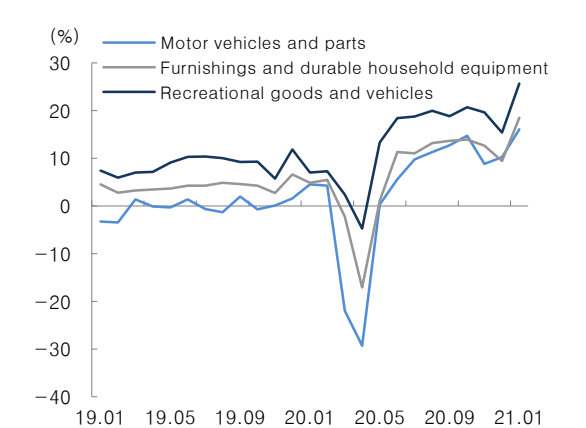
자료: Bureau of Economic Analysis, 대신증권 Research Center

그림 11. Nondurable goods 소비도 증가



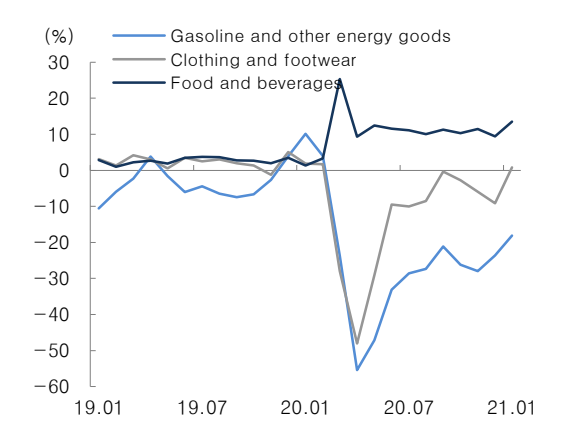
자료: Bureau of Economic Analysis, 대신증권 Research Center

그림 12. Durable goods에 대한 소비 증가



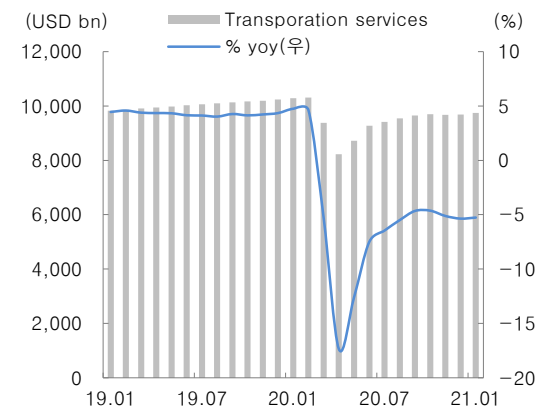
자료: Bureau of Economic Analysis, 대신증권 Research Center

그림 13. Nondurable goods는 식료품 위주로 증가



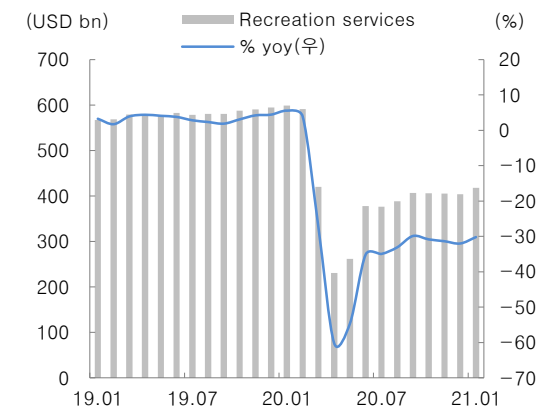
자료: Bureau of Economic Analysis, 대신증권 Research Center

그림 14. Transportation services



자료: Bureau of Economic Analysis, 대신증권 Research Center

그림 15. Recreation services



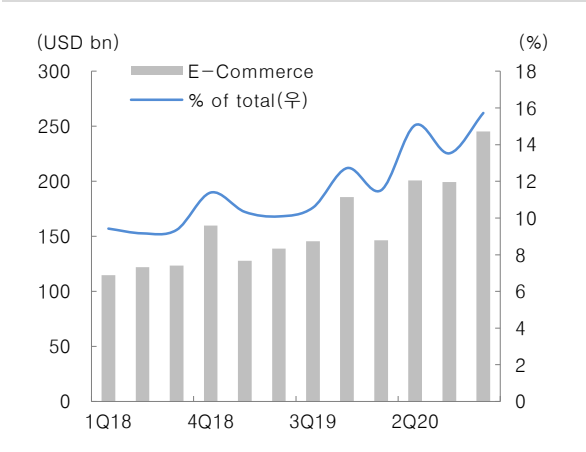
자료: Bureau of Economic Analysis, 대신증권 Research Center

코로나 19로 인해 미국 소비 채널의 변화가 크게 나타남

코로나19로 인한 사회적 거리두기와 주요 도시의 봉쇄조치로 인해 미국 소비자들의 소비 채널은 크게 변화한 것으로 판단한다. 미국의 소매판매에서 온라인이 차지하는 비중은 2018년까지도 약 10%에 불과하였으며, 2019년에도 11%로 1년간 약 1%p 증가하는데 그쳤다. 하지만, 2020년 코로나19로 인해 미국의 소매판매에서 온라인이 차지하는 비중은 14%까지 상승하였으며, 2020년 4분기만 놓고 본다면 15.7%까지 증가하였다.

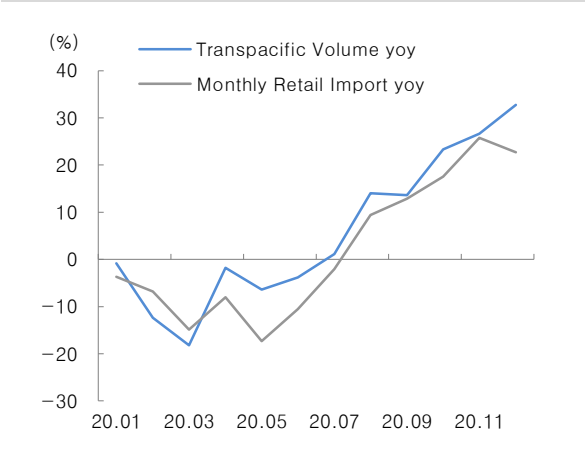
미주항로의 컨테이너 물동량의 증가에는 미국 소비자들의 온라인 직구 증가가 큰 영향을 준 것으로 판단한다. 2000년~2019년 약 20년간 미국의 소매판매에서 이커머스가 차지하는 비중을 살펴보면 0.8%에서 11.3%로 증가하였는데, 연평균으로 살펴보면 0.5%p씩 이커머스의 비중이 상승하였다고 볼 수 있다. 하지만 2020년 2분기부터~4분기까지만 놓고 보면 소매판매에서 온라인이 차지하는 비중은 전년동기대비 평균 약 4%pt 증가하였다. 코로나19가 약 8년이라는 기간을 앞당겨 미국 소비자들의 소비행태를 변화시킨 것이다.

그림 16. 미국 연간 이커머스 비중 추이



자료: Bureau of Census, 대신증권 Research Center

그림 17. US Retail Import 와 컨테이너 물동량 증가



자료: National Retail Federation, Alphaliner, 대신증권 Research Center

미국의 해외직구 소비 증가가 컨테이너 공급망 차질로 이어진 것으로 추정

2020년 3분기말~4분기 아시아-태평양 항로의 컨테이너 물동량의 급격한 증가는 미국인의 해외 직구를 통한 소비가 급증한 데 따른 것으로 추정한다. 2020년 10월~12월 미국의 Retail Import는 전년동기대비 약 22% 증가하였는데, 이 기간 아시아-태평양항로의 물동량은 27.6%(yoy)증가한 것으로 나타났기 때문이다. 장기간에 걸쳐 나타날 것으로 예상됐던 미국 소비채널의 급격한 변화가 컨테이너 공급망 차질로 이어진 것으로 추정한다.

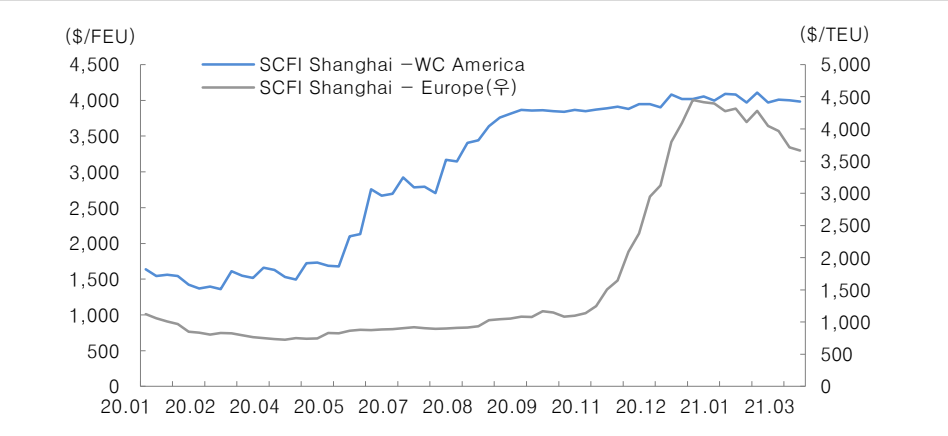
컨테이너박스 부족과 항만체선, 그리고 Intermodal Service 차질 등은 2020년 4분기 전 세계 컨테이너 운임 상승의 가장 큰 원인으로 지목되고 있다. 태평양항로의 컨테이너 물동량 증가에 따른 40피트 컨테이너 박스 부족현상은 유럽 및 다른 항로의 운임을 동반 상승시키는 촉매가 된 것으로 판단한다.

컨테이너박스는 20피트와 40피트 컨테이너 박스가 존재하는데, 미국은 40피트 컨테이너를 유럽은 20피트와 40피트 컨테이너를 함께 사용하고 있다. 미국의 소비 증가에 따라 미주항로의 운임이 유럽에 비해 크게 높은 상황이 유지되고, 40피트 컨테이너박스가 부족한 상황이 나타나면서 유럽 및 기타 항로에 투입되었던 40피트 컨테이너 박스가 미주항로로 이동하면서 글로벌 컨테이너 박스 부족현상이 확산된 것으로 추정한다.

2020년 10월부터 유럽항로와 미주항로의 운임을 살펴보면 10월 미주서안의 운임은 \$3,853/FEU(TEU환산시 \$1,926/TEU), 유럽항로는 \$1,128/TEU를 기록하여, 미주항로의 운임이 유럽에 비해 70%이상 높은 상황이었다. 이런 가운데 미주항로의 40피트 컨테이너 박스 부족현상이 나타나자 유럽 및 기타 항로의 40피트 컨테이너 박스를 미주항로로 투입시키면서 유럽항로의 운임이 11월부터 급등한 것으로 판단한다.

유럽항로의 운임은 2020년 11월 \$1,622/TEU, 12월 \$3,266/TEU, 2021년 1월 \$4,383/TEU, 2월 \$4,187/TEU를 기록하여 2021년 1월 8일을 Peak로 조정세를 나타내고 있다. 유럽항로의 운임 상승과 4분기 유럽항로의 물동량 증가로 선사들이 미주항로에 투입했던 박스 등을 다시 유럽항로로 투입시키고 있기 때문으로 추정한다.

그림 18. 미서안 SCFI의 급등 이후 유럽노선 SCFI가 상승



자료: Shanghai Shipping Exchange, 대신증권 Research Center

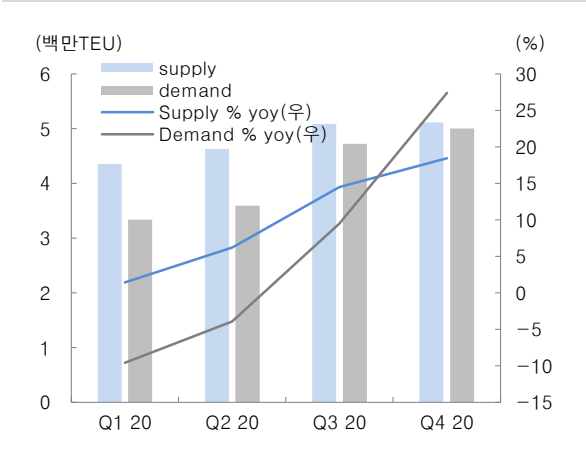
항로별 수익성에 따른 컨테이너 박스 이동 현상이 항로별 운임의 변수

미주항로와 유럽 및 지중해 항로의 단순운임 비교로 항로별 수익성을 논하기는 어렵다. 이유는 1)항로별 투입선박의 크기 차이, 2)항로별 1항차 서비스를 수행하는 데 걸리는 기간이 다르기 때문이다. 미서안의 경우는 1항차가 6주 정도이지만, 유럽항로는 1항차에 11~13주 정도의 시일이 소요된다. 또한 유럽항로는 16,000TEU이상의 초대형 컨테이너가 주로 투입되기 때문에, 미 서안에 투입되는 선박에 비해 TEU당 서비스 원가가 다르기 때문이다.

2021년 1~3월 미주항로와 유럽항로의 운임을 비교해보면 유럽은 \$4,250/TEU, 미서안은 \$4,031/FEU(TEU환산시 \$2,015)로 유럽항로의 운임이 미주항로에 비해 두 배 이상 높은 상황이다. 2020년 3~4분기와는 반대의 상황이 연출되고 있는 것이다. 유럽항로의 운임이 크게 상승한데 따라 컨테이너 선사들은 당분간 유럽항로의 컨테이너 공급을 증가시킬 것으로 전망한다. 따라서 단기적으로 유럽항로의 운임은 조정국면이 이어질 가능성이 높다.

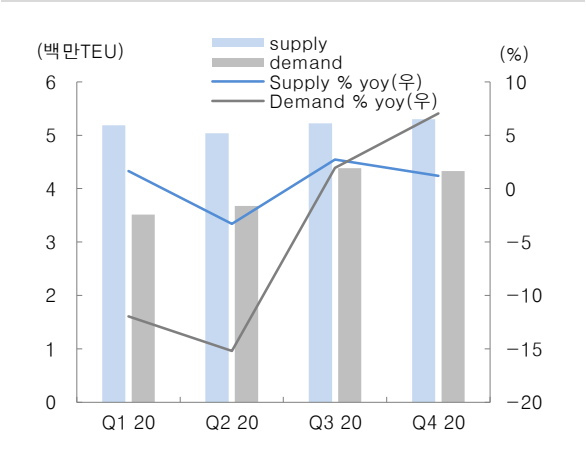
유럽항로 운임 조정은 미주항로에 달려있다. 유럽항로의 운임이 계속 조정을 받고, 미주항로의 타이트한 수급에 따른 운임 강세가 지속될 경우 선사들은 수익성이 높은 미주항로로 선박 및 장비를 이동시킬 것으로 전망하기 때문이다. 2021년 컨테이너 시장은 미주항로의 상황이 어떻게 전개되느냐가 좌우할 것으로 판단한다.

그림 19. 미주항로 컨테이너 수급 타이트한 상황



자료: Clarkson, Alphaliner, 대신증권 Research Center

그림 20. 유럽항로는 컨테이너 수급 여유로운 상황



자료: Clarkson, Alphaliner, 대신증권 Research Center

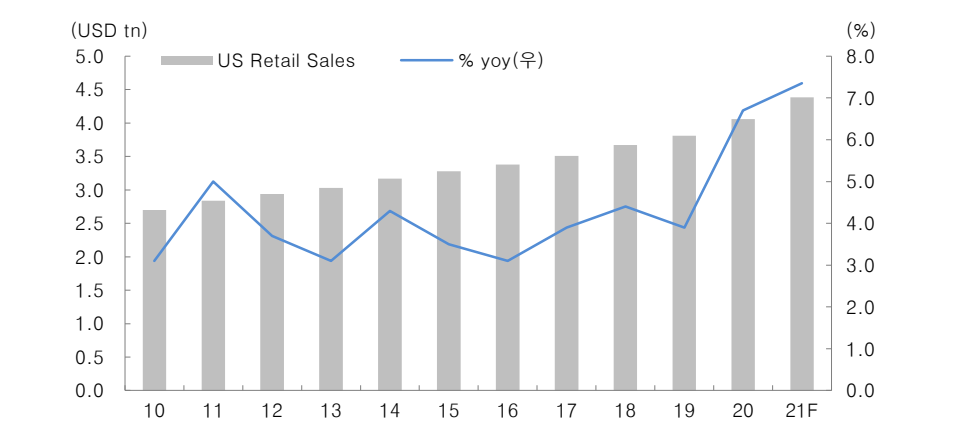
III. Container: Demand Surprise에 따른 시황 강세

2021 년에도 미주항로가 전체 시장을 결정하는 변수로 작용할 전망

2021년 컨테이너업황을 예측하는데는 미국 소비자들의 소비행태와 소비채널 변화에 대한 전망이 필수적이다. 2020년 가처분 소득의 증가에도 미국 소비자들의 전체소비는 감소한 것으로 나타났지만, 상품 및 재화에 대한 소비 증가, 온라인 직구의 증가로 인해 컨테이너 물동량이 크게 증가한 것으로 추정하기 때문이다.

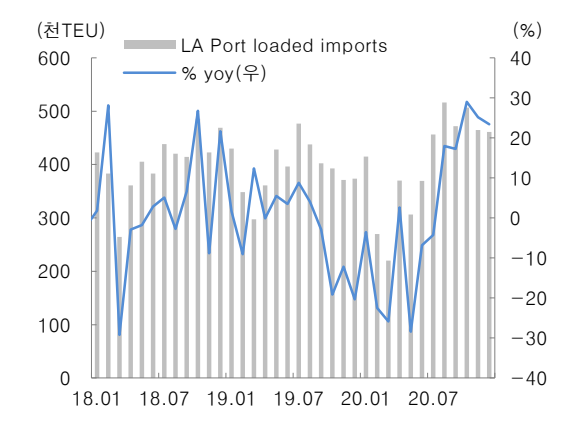
2021년 경제활동이 정상화되어 서비스 부문에 대한 소비 증가가 상품 및 재화에 대한 소비의 감소로 이어진다면 컨테이너 수요에는 부정적이다. 하지만 당사는 이러한 일들이 벌어질 가능성은 크지 않다고 판단한다. 그 이유는 1)여행 및 레저 등 서비스 부문에 대한 소비는 점진적으로 회복 전망, 2)미 바이든 행정부의 경기부양책과 경기회복에 따른 가처분 소득 증가, 3)온라인 채널을 통한 소비 확산 지속, 4)공급망 차질 등 때문이다.

그림 21. 2021 년 US Retail Sales 2020 년 대비 7.4% 증가 전망



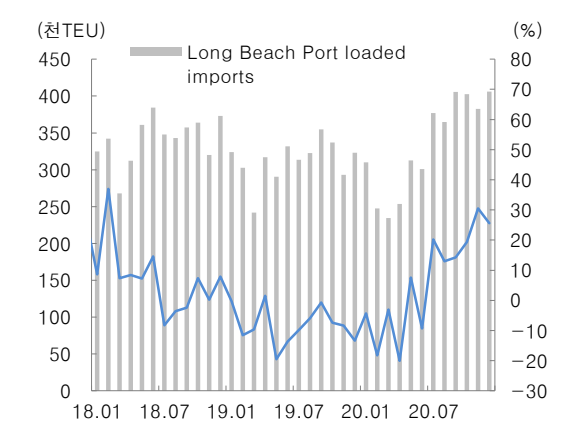
자료: Bureau of Census, 대신증권 Research Center

그림 22. 미 서안 LA 컨테이너 처리량 급증



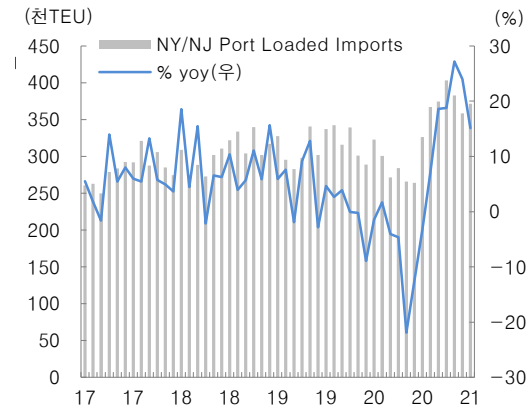
자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

그림 23. 미 서안 LB 컨테이너 처리량 급증



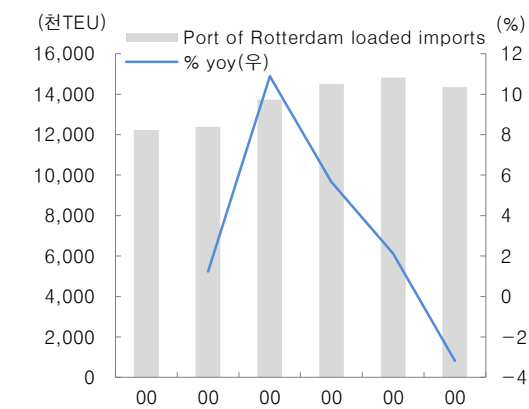
자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

그림 24. Port of NY/NJ Loaded Imports



자료: Port of New York and New Jersey, 대신증권 Research Center

그림 25. Port of Rotterdam Loaded Imports



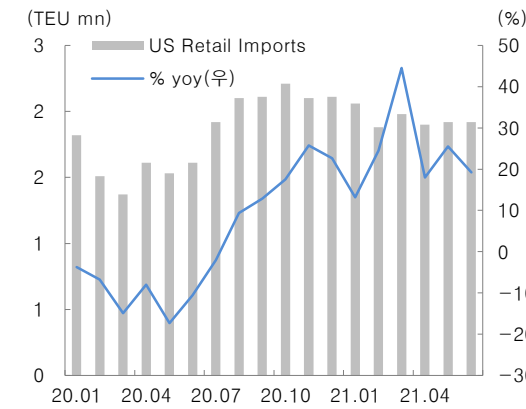
자료: Port of Rotterdam, 대신증권 Research Center

2021 년 하반기 시황 조정 오더라도, 2022 년 다시 좋아질 것

향후 컨테이너업황에 대한 업계의 컨센서스는 상반기까지는 호황이 지속될 것으로 예상 하지만, 하반기 업황은 조정을 받을 가능성이 높다고 보고 있다. 사실 이는 2020년 하반기 미주항로의 업황 및 운임이 너무 좋았던 데 따른 기저효과를 우려하고 있는 것이다. Global Port Tracker에서는 2021년 1월~ 6월까지 미국의 Retail Import는 평균 24%(yoy)의 증가를 예상하고 있다.

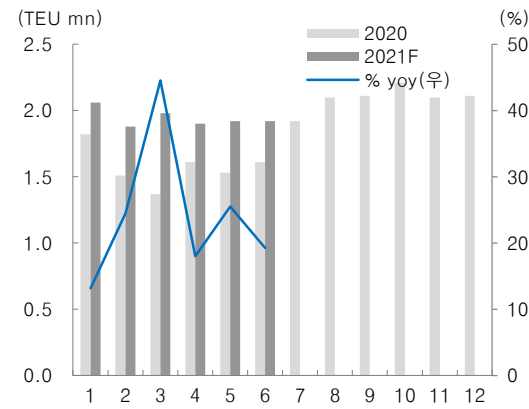
2021년 하반기에 대한 전망은 아직 없지만, 7월 이후 미국의 Retail Import는 2020년의 높은 기저로 인해 5~10% 내외의 증가 전망이 유력하다. 이에 따라 2021년 하반기 컨테이너 시황은 조정 받을 것으로 보는 시각이 많다. 하지만, 당사는 2021년 하반기 시황 조정국면이 찾아오더라도 2022년 컨테이너 시황은 다시 개선될 가능성이 높다고 전망 한다. 그렇게 보는 이유는 컨테이너선 및 컨테이너 박스의 공급이 2년안에 급격히 증가 할 가능성은 낮다고 보기 때문이다.

그림 26. 2020 ~ 1H.2021 US Monthly Retail Imports



자료: Global Port Tracker, 대신증권 Research Center

그림 27. 1H21 US Retail Imports +24%(yoy)로 전망



자료: Global Port Tracker, 대신증권 Research Center

2022 년 컨테이너선 수급 개선으로 2021 년 하반기 이후 우려 크지 않아

Clarkson에서는 2021년 컨테이너 물동량 증가율은 205백만TEU(+5.7% yoy)개선될 것으로 전망하고 있다. 반면, 컨테이너 선복량은 2020년 대비 약 +3.8%(yoy)증가하는 것으로 전망하고 있어, 공급증가율이 수요증가율을 하회할 것으로 예상하고 있다. 2022년 까지 시야를 확대해보면, 컨테이너 수요증가율은 3.9%(yoy), 공급증가율은 +1.5%(yoy)로 수급 격차는 더 확대될 전망이다. 따라서 2021년 하반기 시황 조정은 단기에 그칠 가능성이 높다는 판단이다.

표 1. 주요 항로별 컨테이너 물동량 전망 (단위: 백만 TEU, %)

m. TEU	2018	2019	2020E	2021F	2022F	2020 % yoy	2021 % yoy	2022 % yoy
Transpacific	26.8	26.2	27.5	28.5	29.1	5.0	3.6	2.1
Far East–Europe	23.8	24.8	24	25.2	25.9	−3.2	5.0	2.8
Other East–West	28.4	28.6	27	29.2	30.4	−5.6	8.1	4.1
North–South	32.3	32.5	32	33.5	34.5	−1.5	4.7	3.0
Other East–West	81.9	84.7	84.1	89.1	93.2	−0.7	5.9	4.6
Total Trade, m. TEU	193	197	194	205	213	−1.5	5.7	3.9

자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

표 2. 컨테이너 Fleet Growth 전망 (단위: 척, 천 TEU)

	Feeder		Intermediate		Intermediate		Neo–Panamax		Neo–Panamax		Post–Panamax		Total Fleet	
	100–2,999		3,000–5,999		6,000–7,999		8,000–11,999		12,000–14,999		15,000+			
	No. ,000TEU		No. ,000TEU		No. ,000TEU		No. ,000TEU		No. ,000TEU		No. ,000TEU		No. ,000TEU	
2018	2,926	3,967	1,088	4,869	270	1,803	603	5,554	210	2,860	101	1,859	5,198	20,912
2019	2,965	4,064	1,086	4,853	270	1,803	621	5,751	232	3,170	131	2,446	5,305	22,085
2020	2,996	4,127	1,076	4,797	270	1,803	623	5,774	250	3,417	161	3,053	5,376	22,970
2021	3,030	4,234	1,066	4,739	267	1,782	623	5,776	266	3,632	179	3,470	5,431	23,632
2022F		4,328		4,678		1,770		5,956		3,797		4,002		24,529
2023F		4,307		4,584		1,742		5,968		4,022		4,283		24,905
% Capacity growth														
2020		2.6		−1.2		−1.2		0.0		6.3		13.7		2.9
2021F		2.2		−1.3		−0.7		3.1		4.5		15.3		3.8
2022F		−0.5		−2.0		−1.6		0.2		5.9		7.0		1.5

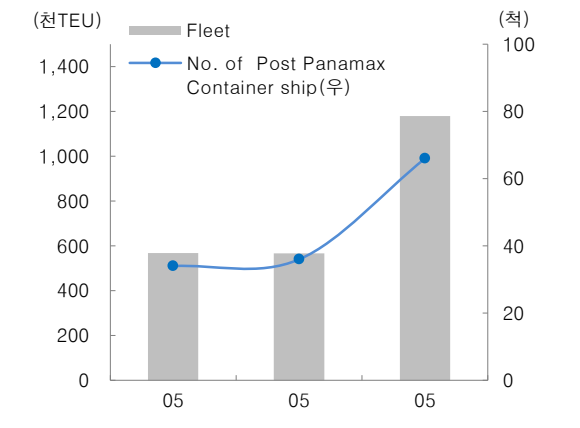
자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

3 월 Orderbook 기준 21 년 인도량 708 천 TEU, 22 년 인도량 686 천 TEU

Clarkson의 2021년 3월기준 컨테이너선 Orderbook을 살펴보면, 2021년~2023년 인도 예정 컨테이너선복량은 708천TEU(‘21), 686천TEU(‘22), 그리고 1,218천TEU(‘23)이다. 2023년 인도예정선복량이 2020년 10월말에 예상했던 선복량보다 크게 증가하였는데, 이는 2020년 11월~2021년 2월 사이 컨테이너선 발주가 크게 늘어났기 때문이다.

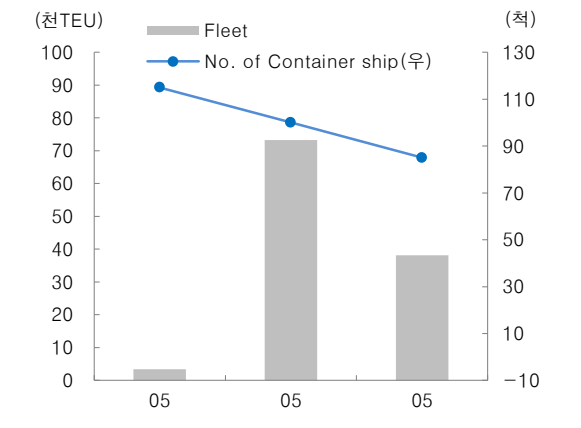
태평양항로 및 유럽항로에 주로 투입되는 컨테이너선인 Post–Panamax선형의 인도예정 선복량을 살펴보면, 2021년 569천TEU, 2022년 566천TEU, 그리고 2023년 1,180천TEU 이다.

그림 28. '21~'23년 Post-Pmax 컨선 인도 예정 선박량



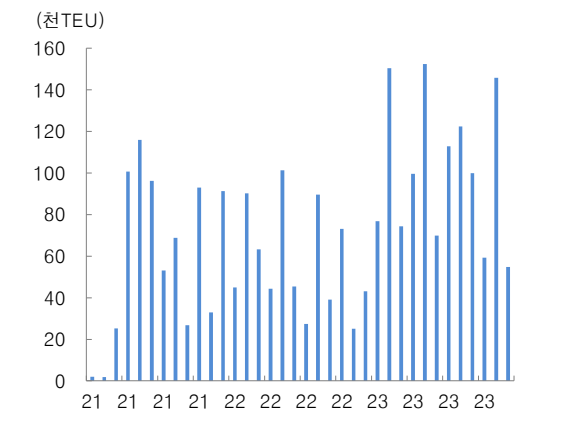
자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

그림 29. '21~'23년 인도 예정 컨테이너 선박량



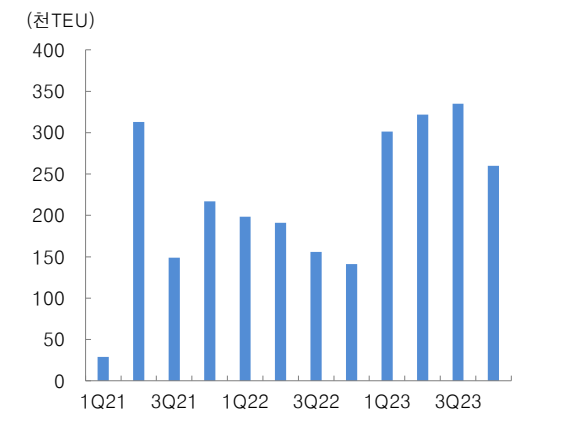
자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

그림 30. '21~'23년 월별 컨테이너선 인도 예정 선박량



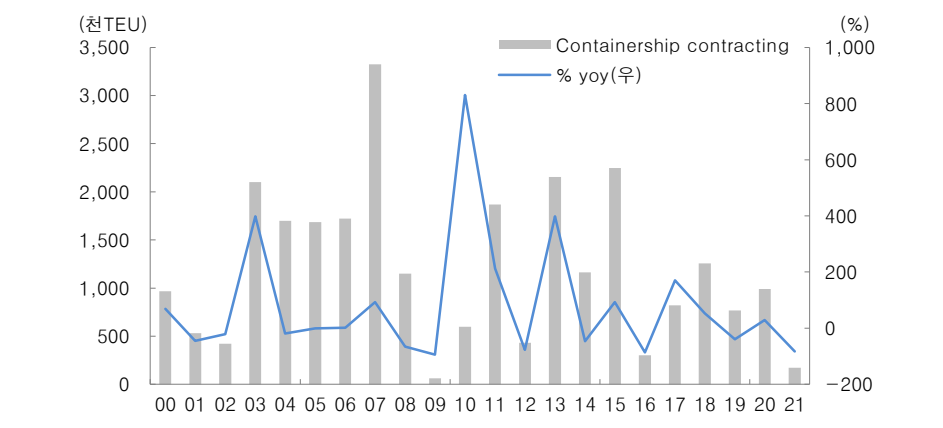
자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

그림 31. '21~'23년 분기별 컨선 인도 예정 선박량



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

그림 32. 연도별 컨테이너 발주량 추이



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

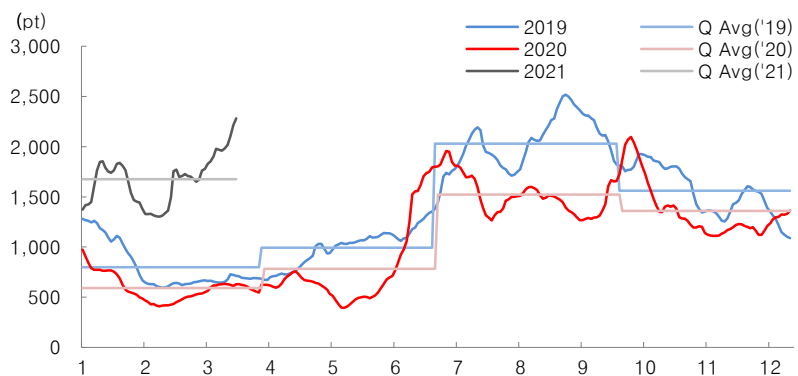
IV. Bulk : 고진감래의 시작

2021 년 건화물 시장 Upcycle 진입을 위한 행보 시작

2021년 건화물 시장이 심상치 않다. 2021년 2월 전통적인 비수기인 1월~2월 BDI 조정은 크지 않았고, 2월 중순 중국의 춘절 이후 예상보다 빠르고 강하게 시장이 반등하고 있기 때문이다. 2021년 3월 19일까지의 BDI는 평균 1,675pt를 기록하고 있는데, 2019년과 2020년 1분기 평균치인 798pt, 592pt와 비교해보면 시장이 얼마나 강하게 상승하고 있는지를 바로 알수 있다.

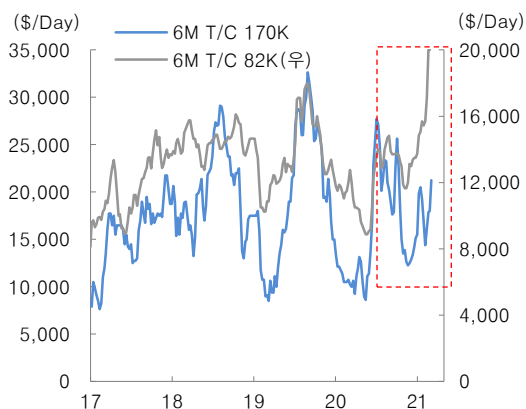
2021년 2월 중순부터 시작된 시장 상승의 가장 큰 특징은 예전과 달리 Capesize선형이 주도하는 것이 아닌 Pmax(or Kamsarmax)와 Smax(or Handymax)선형이 주도하고 있다는 점이다. 기간 용선료 추이를 보면, Capesize인 170K선형의 6M TC(Timecharter)보더라도 Panamax인 82K의 6M TC가 오히려 높게 나타나고 있다. Tubarao-China의 운임을 살펴보더라도 80K의 톤당 운임이 177K의 운임대비 높게 형성되어 있다.

그림 33. BDI 월별 추이



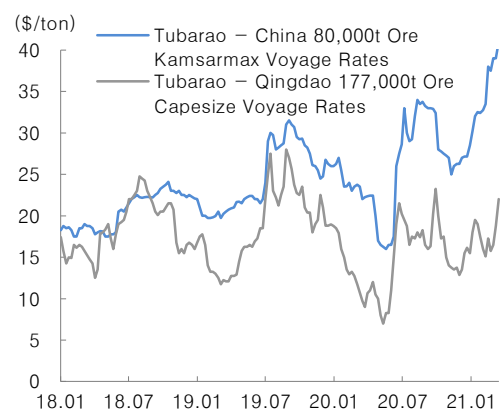
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 34. Panamax 선형이 주도하는 용선료 강세



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

그림 35. Ore 운임도 Kamsarmax 선형이 주도



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

Pmax 와 Smax 강세는 석탄과 곡물 물동량 증가 때문으로 추정

철광석과 석탄을 주로 운반하는 Capesize와 달리 Panamax와 Supramax는 철광석도 운반하지만, 주로 곡물과 석탄을 운반하는데 이용되는 선박이다. 2021년 2월 중순이후의 시황 상승은 곡물과 석탄의 물동량이 늘어나고 있기 때문으로 추정한다. 2020년 코로나 19로 인한 경기침체에 따른 전력수요 감소 등의 영향으로 2020년 석탄 물동량은 1,165백만톤(-9.5% yoy) 감소하였다. 2020년 하반기부터 시작된 중국과 미국의 백신접종과 경기부양책 영향으로 발전용 석탄수요가 크게 증가하고 있는 것으로 추정된다.

Clarkson에서는 2021년 전세계 석탄 물동량이 1,221백만톤(+4.8% yoy)으로 전망하고 있으며, 그 중 발전용 석탄 물동량은 958백만톤(+4.4% yoy)을 기록할 것으로 예상하고 있다. 당사는 석탄 외에 곡물수요의 증가도 Panamax와 Supramax 시황 강세의 주요한 원인으로 추정하고 있다.

표 3. Dry Bulk Trade

(단위: mn tonnes, DWT'000, %)

	2018	2019	2020	2021F	2022F	21 % Change	22 % Change
Iron Ore	1,476	1,456	1,503	1,544	1,564	2.7	1.3
Total Coal	1,264	1,287	1,165	1,221	1,242	4.8	1.7
steam coal	997	1,017	918	958	965	4.4	0.7
coking coal	267	270	247	263	277	6.5	5.3
Grain	475	477	514	523	537	1.8	2.7
wheat/coarse grain	328	329	348	356	363	2.3	2.0
soybean	146	148	166	167	174	0.6	4.2
Major Bunks	3,215	3,220	3,182	3,288	3,343	3.3	1.7
% change	2.0	0.2	-1.2	3.3	1.7		
Steel products	388	371	341	355	361	4.1	1.7
Minor bunks	2,009	2,023	1,959	2,042	2,103	4.2	3.0
% change	3.8	0.7	-3.2	4.2	3.0		
Total dry bulk	5,224	5,243	5,142	5,331	5,446	3.7	2.2
% change	2.7	0.4	-1.9	3.7	2.2		
Est. bn tonne miles	29,191	29,311	29,376	30,468	31,331	3.7	2.8
% change	2.5	0.4	0.2	3.7	2.8		

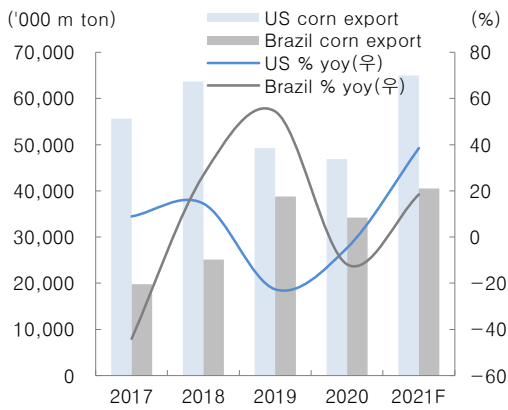
자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

USDA 2021년 2월 월간 전망을 통해 2021년 곡물 수출 크게 증가 추정

곡물 물동량의 증가가 Smax와 Pmax 선형의 시황 반등의 원인으로 보는 이유는 미국으로부터 중국의 곡물수입이 바이든 행정부 출범 이후 크게 증가할 것으로 보기 때문이다. 중국과 미국은 트럼프 행정부의 집권 기간 동안 미·중 무역분쟁으로 인해 교역량이 크게 감소하였다.

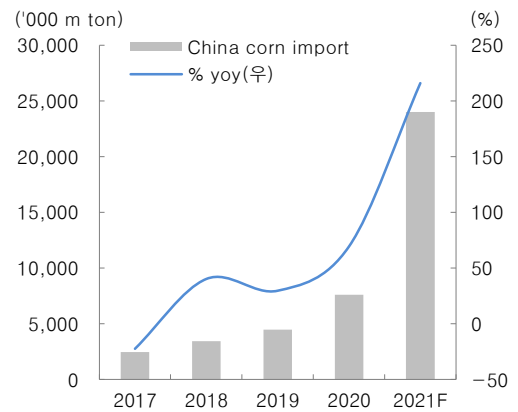
하지만 2021년 2월 USDA(US Department of Agriculture)의 보고서에 따르면 2021년 미국의 곡물 수출이 크게 증가할 것으로 전망치를 크게 변경하였다. 이외에도 USDA는 중국의 2021년 보리 수입량이 크게 늘어날 것으로 예상하였다. 보리의 주요 수출국은 호주와 아르헨티나이다.

그림 36. 미국과 브라질 옥수수 수출



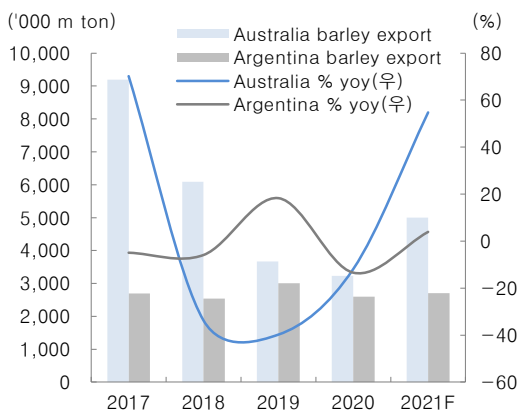
자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

그림 37. 중국 옥수수 수입



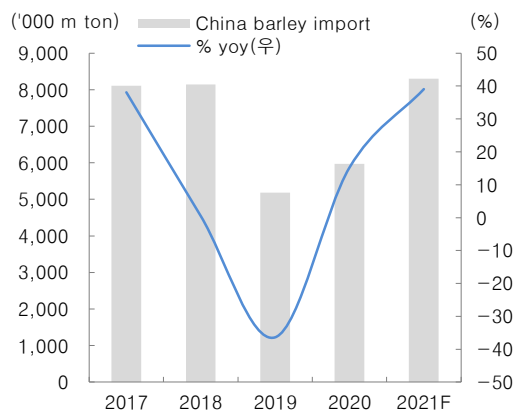
자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

그림 38. 호주와 아르헨티나 보리 수출



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

그림 39. 중국 보리 수입



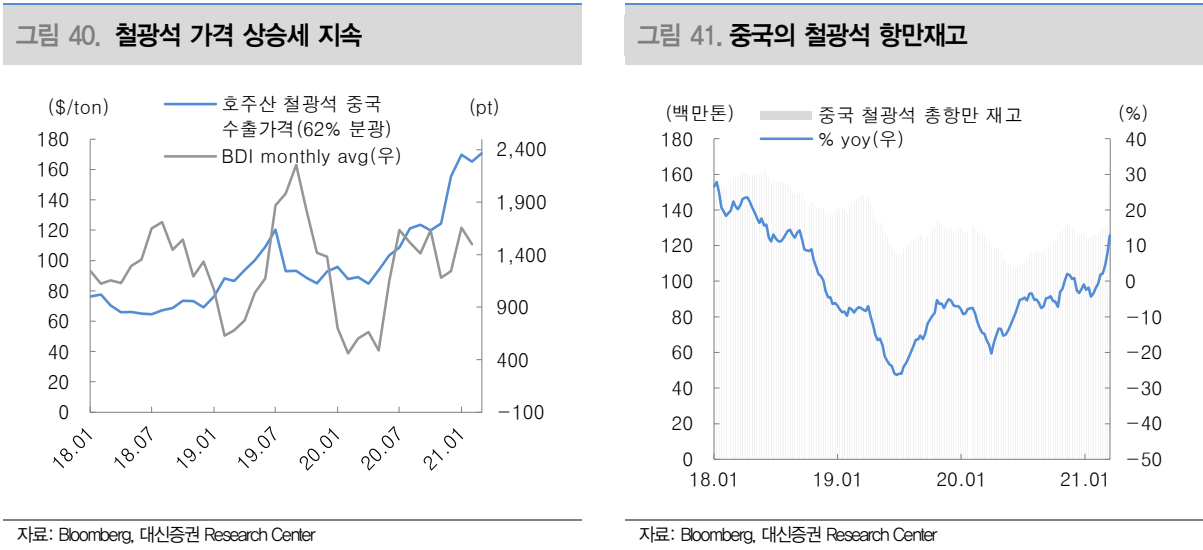
자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

컨테이너 미주항로의 박스 수급 문제도 건화물 시황에 영향

2020년 하반기 급등한 태평양 항로의 컨테이너 운임도 건화물 시황에 영향을 주고 있는 것으로 판단한다. 아시아에서 미주로 컨테이너를 운반한 선사들은 Intermodal 서비스를 통해 미 내륙으로 컨테이너를 이동시킨 이후, 회항시에 곡물, 폐지류, 플라스틱 및 철 스크랩 등을 컨테이너에 싣고 돌아오는게 일반적이다.

2020년 10월부터 급증하기 시작한 태평양항로의 컨테이너 물동량은 미주지역의 항만제한 및 내륙운송 서비스 차질 그리고 박스부족 현상을 불러 일으켰다. 이로 인해 미주향 컨테이너 운임이 \$4,000/FEU를 상회하면서 태평양항로 Eastbound(Outbound)운임이 Westbound(Inbound)운임에 비해 4배 이상 높은 상황이 발생하였을 것으로 추정된다. 따라서, 선사들은 수익성이 낮은 Inbound Cargo를 포기하고 신속히 빈 컨테이너를 싣고 아시아로 돌아오는 경우가 증가한 것이다.

최근 로이드리스트의 기사에 따르면, 미국에서 아시아로 돌아오는 컨테이너 박스 중 3/4가 빈 컨테이너로 돌아오고 있는 것으로 알려지고 있다. 이에 따라 미국의 곡물 및 폐지류 수출업자들의 수출이 크게 영향을 받고 있는 것으로 추정된다. 컨테이너선사들의 스페이스를 확보하지 못한 미국의 곡물 수출업자들이 건화물 선사와의 계약이 증가하고 있을 것으로 예상된다.



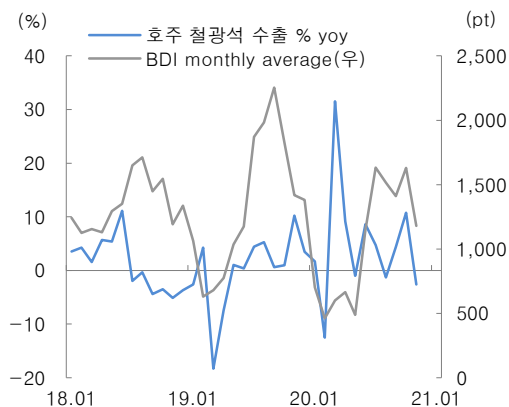
경기회복 기대감에 따른 원자재 가격 상승도 BDI 강세에 영향

인플레이션 기대감, 원자재 가격의 상승도 BDI의 강세에 영향을 주고 있는 것으로 판단한다. 코로나19 백신 접종으로 팬데믹 상황이 완화될 것이라는 전망에 따라 경기회복 및 인플레이션 기대심리가 상승하고 있다. 이에 따라 미국의 국제금리 상승, 원자재 가격의 상승이 나타나고 있다.

인플레이션 및 상품가격의 상승은 BDI 시황에 긍정적인 영향을 줄 것으로 기대한다. 그 이유는 상품 가격이 상승할 것으로 기대한 수입업자들은 상품의 가격이 낮은 상황에서 재고를 확보하려는 노력을 할 것으로 예상되며, 이는 원자재 물동량 증가로 이어지기 때문이다. 실제로 2020년 상반기 이후 철광석 가격이 상승하면서 중국의 철광석 항만 재고는 늘어나고 있다.

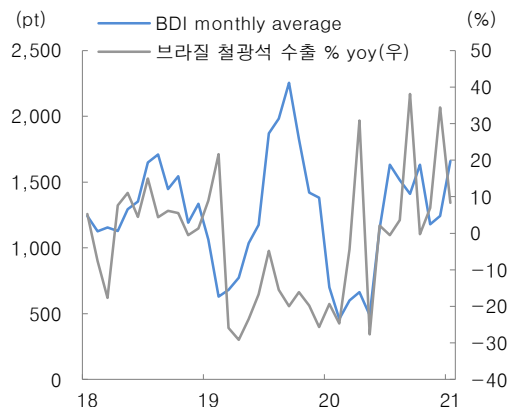
2020년 3~4월 코로나 확산에 따라 \$85/ton을 기록했던 호주산 철광석 수출가격은 2021년 3월에는 \$171/ton으로 +101.2%(yoy)상승하였으며, 중국의 철광석 항만 재고량도 2020년 4월말 115백만톤에서 2021년 3월 19일 기준으로 133.9백만톤으로 18.9백만톤(+16.4%) 증가하였다.

그림 42. 호주 철광석 수출 % yoy 와 BDI 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 43. 브라질 철광석 수출 % yoy 와 BDI 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

2021 년 브라질의 철광석 수출량 증가시 건화물 시황 상승 여력 커질 전망

브라질의 철광석 수출량이 늘어난다면, 건화물 시황 강세에 크게 도움이 될 전망이다. 2019년 1월 예상치 못했던 브라질에서의 댐 붕괴 사고로 브라질의 철광석 수출량은 크게 감소하였다. 브라질 당국의 주요 광산에 대한 안정성 평가에 수 개월이 소요되면서, 중국은 브라질산 철광석 수입대신 호주산 철광석의 수입량을 증대시켰다.

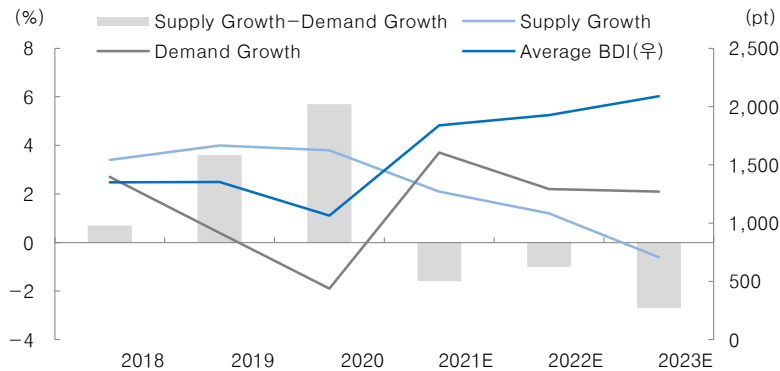
중국-브라질 항로는 중국-호주항로에 비해 1항차에 소요되는 기간이 4배 이상 길다. 따라서 중국의 철광석 수입량이 동일하더라도 브라질에서 수입하느냐, 호주에서 수입하느냐에 따라 톤-마일은 크게 차이가 나타날 수 밖에 없다. 2019년 하반기부터 점진적으로 회복될 것으로 기대했던 중국의 브라질산 철광석 수입량은 2020년 코로나 19로 인해 크게 증가하지 못하였다.

2021년 코로나 팬데믹 완화로 인해 브라질 Vale사의 철광석 수출이 정상화되고 중국의 브라질로부터의 철광석 수입이 증가할 경우 건화물 시황 회복은 훨씬 더 속도감 있게 나타날 수 있다. 특히 브라질산 철광석은 주로 Capesize로 운반되어 BDI에 미치는 영향도 다른 선형에 비해 월등히 높다.

2021 년 건화물 시황 수급 Balance 개선의 원년

2021년~2023년까지 건화물 수급이 개선되는 부분은 향후 시황 전망을 밝게 하는 요인이다. 2021년 건화물 공급은 +2.1%(yoy)로 전망되는데 반해, 수요 증가율을 이를 크게 상회하는 +3.7%(yoy)로 예상되기 때문이다. 건화물 해운 수급 여건은 2023년까지 공급증가율이 수요증가율을 하회하는 상황이 이어질 전망이다. 2021년 Bunker-C 가격의 상승으로 노후 선박의 해체 및 감속운항(Slow-steaming)이 늘어날 것으로 예상되는데, 당사 추정시에는 해체량을 보수적으로 가정하였기 때문에 수급 Balance 개선은 전망치를 상회할 가능성도 있다.

그림 44. Dry Bulk Supply / Demand Balance



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

표 4. Bulk Fleet Development

(단위: DWT'000, %)

		2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Capesize (100K~)	Fleet	335.0	348.1	361.0	366.7	369.4	363.4
	Scheduled delivery				12.7	9.7	1.0
	Demolition	3.0	5.7	12.2	7.0	7.0	7.0
	%Change yoy	3.4	3.9	3.7	1.6	0.7	-1.6
Panamax (60K~100K)	Fleet	206.8	217.7	228.7	236.2	240.1	241.3
	Scheduled delivery				8.0	4.5	1.8
	Demolition	0.1	0.4	1.1	0.6	0.6	0.6
	%Change yoy	2.6	5.3	5.1	3.2	1.7	0.5
Supramax (40K~60K)	Fleet	200.9	208.4	216.0	220.8	225.4	224.9
	Scheduled delivery				5.9	5.8	0.6
	Demolition	0.5	0.9	1.9	1.1	1.1	1.1
	%Change yoy	2.5	3.7	3.7	2.2	2.1	-0.3
Handysize (~40K)	Fleet	102.7	104.7	106.2	107.8	107.9	107.3
	Scheduled delivery				2.4	0.8	0.1
	Demolition	0.5	0.8	1.0	0.7	0.7	0.7
	%Change yoy	6.9	2.0	1.4	1.6	0.1	-0.6
Total	Fleet	845.4	878.9	911.9	931.5	942.9	936.8
	Scheduled delivery				29.0	20.8	3.4
	Demolition	0.5	0.9	0.8	9.4	0.2	0.2
	%Change yoy	3.4	4.0	3.8	2.1	1.2	-0.6

자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

표 5. Bulk Peer Valuation

(단위: 백만달러, %, 달러, 배)

	Ticker	028670 KS Equity	005880 KS Equity	2343 HK Equity	EGLE US Equity
	Company	Pan Ocean	Korea Line	Pacific Basin	Eagle Bulk
계산월	Period	12/21 Y	12/21 Y	12/21 Y	12/21 Y
Price	Local Curr	6,600	3,585	2	36
Marketcap	USD	3,110	772	1,245	451
수익률 (%)	1W	9.8	4.1	-9.0	-3.6
	1M	18.3	11.9	12.9	15.5
	3M	39.8	21.5	42.6	96.5
	YTD	153.8	214.5	116.1	164.0
Sales	20	2,120	751	1,471	275
	21E	2,492	833	1,848	257
	22E	2,652	858	1,996	263
OP	20	191	124	-168	-5
	21E	229	134	166	62
	22E	250	139	207	65
OP margin	20	9.0	16.5	-11.4	-1.7
	21E	9.2	16.0	9.0	24.2
	22E	9.4	16.2	10.3	24.7
Net Income	20	78.6	79.9	-208.2	-35.1
	21E	163.6	66.6	121.6	38.1
	22E	184.5	65.4	145.2	32.1
EPS	20	0.3	0.1	0.0	-3.3
	21E	0.3	0.3	0.0	2.9
	22E	0.3	0.3	0.0	3.0
BPS	20	4.8	3.1	0.2	40.3
	21E	5.2	3.5	0.2	47.2
	22E	5.6	3.8	0.3	52.5
EV/EBITDA(x)	20	9.3	10.7	-195.8	9.0
	21E	9.5	10.3	5.5	7.0
	22E	9.1	10.3	4.7	5.9
PER(x)	20	29.0	28.8	NA	NA
	21E	19.1	11.0	11.2	12.4
	22E	17.0	12.0	9.2	12.0
PBR(x)	20	1.0	0.9	0.8	0.5
	21E	1.1	0.9	1.0	0.8
	22E	1.1	0.9	1.0	0.7
ROE(%)	20	3.2	3.1	-17.8	-7.4
	21E	6.0	9.2	12.0	0.3
	22E	6.4	7.8	13.0	6.2

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

표 6. Container Peer Valuation

(단위: 백만달러, %, 달러, 배)

	Ticker	011200 KS Equity	MaerskB DC Equity	HLA GR Equity	2603 TT Equity	7012 JP Equity	9104 JP Equity
	Company	HMM	Maersk	Hapag Lloyd	Evergreen	K Line	Mitsui OSK Lines
결산월	Period	12/21 Y	12/21 Y	12/21 Y	12/21 Y	03/21 Y	03/21 Y
Price	Local Curr	29,150	13,845	132	44	2,677	3,860
Marketcap	USD	8,500	42,864	27,476	7,999	4,118	4,287
수익률 (%)	1W	30.1	-2.8	-3.2	9.0	-4.5	-4.5
	1M	71.5	0.3	5.9	18.9	12.9	12.9
	3M	126.8	0.7	52.5	41.0	25.6	25.6
	YTD	1,145.7	151.5	102.8	362.9	73.9	73.9
Sales	20	5,445	39,740	14,583	7,033	15,098	10,628
	21E	7,687	44,874	16,738	8,959	13,725	9,145
	22E	7,664	43,606	16,317	8,771	14,007	9,874
OP	20	833	3,887	1,466	1,177	571	219
	21E	1,946	6,741	2,810	2,055	-88	-9
	22E	1,823	5,183	2,199	NA	225	186
OP margin	20	15.3	9.8	10.1	16.7	3.8	2.1
	21E	25.3	15.0	16.8	22.9	-0.6	-0.1
	22E	23.8	11.9	13.5	NA	1.6	1.9
Net Income	20	105.2	2,850.0	1,058.2	827.5	171.7	300.1
	21E	1,784.0	4,919.7	2,577.5	1,577.0	-192.8	567.7
	22E	1,456.4	3,599.4	1,799.8	1,209.6	103.0	751.3
EPS	20	-0.2	146.9	6.7	0.2	1.1	2.4
	21E	4.5	269.0	14.4	0.3	-1.2	5.0
	22E	3.3	192.0	10.4	0.2	0.6	6.3
BPS	20	4.7	1,538.1	46.6	0.7	25.3	40.0
	21E	8.9	1,694.4	58.1	0.9	24.0	42.1
	22E	12.2	1,778.3	62.4	1.0	24.6	48.7
EV/EBITDA(x)	20	6.6	6.4	8.5	6.2	5.8	12.0
	21E	4.8	4.6	6.5	3.3	17.8	17.7
	22E	4.6	5.3	7.6	3.6	10.4	14.4
PER(x)	20	135.4	15.5	17.4	8.0	14.0	6.4
	21E	5.9	8.2	10.9	5.4	NA	NA
	22E	7.9	11.5	15.2	7.3	37.9	5.7
PBR(x)	20	2.7	1.5	2.4	2.1	0.6	0.4
	21E	2.9	1.3	2.7	1.7	1.0	0.8
	22E	2.1	1.2	2.5	1.6	1.0	0.7
ROE(%)	20	2.4	9.8	13.9	29.7	4.0	6.3
	21E	66.8	15.9	27.4	35.4	-4.5	12.5
	22E	32.7	9.8	17.3	22.6	2.8	16.2

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

1Q21 Preview

HMM
(011200)

양지환 jhwan.yang@daishin.com
이지수 jane.lee@daishin.com

투자 의견 BUY
매수, 유지

6개월 목표주가 38,000
상향

현재주가 29,150
(21.03.24)

운송업종

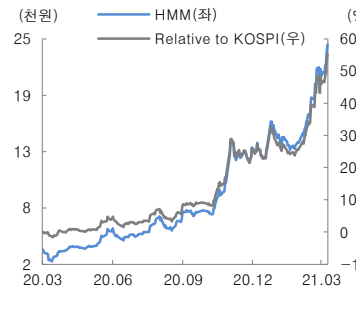
10년만의 환골탈태

투자 의견 매수 유지, 목표주가 38,000원으로 58.3% 상향

- 목표주가는 2021년 추정 BPS에 Target PBR 2.5배 적용
- 2021년 실적은 매출액 9.4조원(+46.7% yoy), 영업이익 3.1조원(+213.6% yoy), 순이익 3.3조원(+2,541% yoy)으로 전망
- 직전 추정 대비 2021~22년 영업이익 +22.5%, +17.3% 상향 조정
- 2021년 추정 EBITDA 약 3.7조원. 재무구조 급격한 개선 예상
- 산업은행과 해진공 보유 영구채의 주식 전환 가능성 낮다고 판단
- 2022년 3월 초 첫 영구채 상환 옵션 행사 시 우려 사라질 것
- 신종자본증권(영구채)의 주식 전환 없다면 밸류에이션 부담 없음
- Spot 컨테이너 운임 조정은 당연한 것. 우려할 바 아님. 향후 컨테이너 시장의 Key는 1)미국 소비자들의 온라인 구매 비중의 상승 지속 여부와 2)코로나 팬데믹 완화, 경기회복에 따른 물동량 증가임

KOSPI	2,996.35
시가총액	9,642십억원
시가총액비중	0.50%
자본금(보통주)	1,634십억원
52주 최고/최저	29,150원 / 2,340원
120일 평균거래대금	1,505억원
외국인지분율	11.53%
주요주주	한국산업은행 외 1 인 16.67% 신용보증기금 7.42%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	71.5	126.8	324.9	1,145.7
상대수익률	71.4	112.5	222.3	569.3



2021년 1분기 실적 매출액 2.14조원, 영업이익 7,460억원

- 2021년 1분기 주요 항로 별 SCFI는 1)USWC \$4,024/FEU(+3.0% yoy), 2)Europe \$4,148/TEU(+104% yoy)
- HMM의 1분기 ARPT(Average Revenue Per TEU)는 \$1,736/TEU(+14% yoy), Volume은 1,012천TEU(+15% yoy)로 추정
- 사업부문별 영업이익은 컨테이너 7,271억원, 벌크 169억원 전망

구분	1Q20	4Q20	직전추정	잠정치	1Q21				2Q21		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ	QoQ
매출액	1,313	2,007	2,004	2,135	62.6	6.4	2,122	2,275	65.4	6.5	
영업이익	-2	567	622	746	흑전	31.6	669	795	473.4	6.6	
순이익	-66	137	294	77	흑전	-44.0	459	1,839	6,443.8	2,302.2	

자료: HMM, FmGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	5,513	6,413	9,408	9,482	10,657
영업이익	-300	981	3,076	2,296	2,704
세전순이익	-587	128	3,375	2,076	2,511
총당기순이익	-590	124	3,274	2,013	2,435
지배지분순이익	-590	124	3,272	2,012	2,434
EPS	-1,860	384	10,014	6,158	7,449
PER	NA	36.3	2.8	4.6	3.8
BPS	3,434	5,231	15,179	21,337	28,786
PBR	1.0	2.7	1.9	1.3	1.0
ROE	-55.5	8.9	98.5	33.7	29.7

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 자료: HMM, 대신증권 Research Center

표 1. HMM의 분기 및 연간 실적 추정 요약 (단위: 주, %)

FX		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2020	2021F	2022F
KRW/USD	Avg	1,194	1,220	1,188	1,118	1,112	1,110	1,100	1,100	1,180	1,106	1,125
KRW/USD	End	1,185	1,195	1,170	1,110	1,130	1,100	1,100	1,100	1,110	1,100	1,130
BDI	Avg	592	783	1,516	1,367	1,750	1,850	1,800	1,950	1,065	1,838	1,925
	Change(% YoY)	-25.8	-21.3	-26.2	-12.5	195.6	136.3	18.7	42.6	-21.3	72.6	4.8
SCFI		931	897	1,191	1,874	2,746	2,332	2,382	1,968	1,223	2,357	2,097
	Change(% YoY)	8.5	16.2	50.6	127.2	195.0	160.0	100.0	5.0	50.8	92.7	-11.0
VLCC		87.3	90.5	34.4	29.0	32.5	34.1	44.3	55.4	60.3	41.6	53.9
	Change(% YoY)	55.8	120.3	-37.1	-74.1	-62.8	-62.3	28.8	91.1	-8.5	-31.0	29.5
매출액		1,313	1,375	1,718	2,007	2,135	2,275	2,605	2,393	6,413	9,408	9,482
	% yoy	-0.2	-1.6	18.7	48.4	62.6	65.4	51.6	19.3	16.3	46.7	0.8
매출원가		1,238	1,168	1,368	1,355	1,297	1,377	1,625	1,621	5,129	5,921	6,775
	% of sales	94.3	84.9	79.6	67.5	60.8	60.5	62.4	67.8	80.0	62.9	71.5
	% yoy	-7.9	-17.1	-18.7	-30.9	-35.5	-28.7	-21.6	0.3	-7.0	15.4	14.4
매출총이익		75	207	350	651	838	898	980	772	1,284	3,487	2,707
	GPM	5.7	15.1	20.4	32.5	39.2	39.5	37.6	32.2	20.0	37.1	28.5
	% yoy	-346	-694.5	1,056	2,002	1,011	333	179	18.5	적지	171.5	-22.4
판매비		77	68	73	84	92	102	112	105	304	411	411
	% of sales	5.9	5.0	4.3	4.2	4.3	4.5	4.3	4.4	4.7	4.4	4.3
	% yoy	3.2	-12.3	-4.6	28.8	18.5	49.5	52.7	24.8	2.8	35.5	0.0
영업이익		-2	139	277	567	746	795	868	666	981	3,076	2,296
	OPM	-0.2	10.1	16.1	28.3	34.9	35.0	33.3	27.8	15.3	32.7	24.2
	% yoy	-98.1	-222.9	-694.5	흑전	흑전	473.4	213.3	17.5	흑전	213.6	-25.4
사업부문별 매출액												
컨테이너		1,110.2	1,193.7	1,540.8	1,816.7	1,953.7	2,094.9	2,419.6	2,181.7	5,661	8,650	8,700
벌크		153.1	136.1	132.9	120.2	129.7	132.7	139.0	139.0	542	540	550
기타		49.8	45.4	44.7	69.6	51.8	47.2	46.5	72.4	210	218	220
합계		1,313	1,375	1,718	2,007	2,135	2,275	2,605	2,393	6,413	9,408	9,471
사업부문별 영업이익												
컨테이너		-25.9	104.1	273.9	540.9	727.1	775.3	850.3	643.7	893	2,997	2,214
벌크		22.6	30.5	2.9	17.6	16.9	17.9	16.0	19.5	74	70	73
기타		1.3	4.1	0.3	8.5	2.2	2.1	1.6	3.3	14	9	9
합계		-2.0	138.7	277.1	567.0	746.2	795.3	868.0	666.4	981	3,076	2,296
컨테이너 공급량		1,183	1,240	1,388	1,413	1,345	1,463	1,680	1,667	5,224	6,156	6,771
	Change (% yoy)	-14.0	-16.8	-7.1	8.9	13.7	18.0	21.0	18.0	-7.7	17.8	10.0
컨테이너 수송량		885	895	1,044	1,067	1,012	1,071	1,274	1,248	3,890	4,605	5,110
	Change (% yoy)	-18.6	-22.8	-2.7	10.6	14.4	19.7	22.0	17.0	-9.2	18.4	11.0
컨테이너 평균운임		1,051	1,094	1,242	1,523	1,736	1,762	1,727	1,589	1,227	1,703	1,511
	Change (% yoy)	10.4	19.0	27.0	55.8	65.2	61.1	39.0	4.3	28.3	38.8	-11.3

자료: HMM, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	5,513	6,413	9,408	9,482	10,657
매출원가	5,517	5,129	5,921	6,775	7,491
매출총이익	-4	1,284	3,487	2,707	3,166
판매비와관리비	296	304	411	411	462
영업이익	-300	981	3,076	2,296	2,704
영업이익률	-5.4	15.3	32.7	24.2	25.4
EBITDA	205	1,567	3,660	2,862	3,256
영업외손익	-287	-853	299	-220	-193
관계기업손익	1	9	5	5	5
금융수익	83	41	1,200	42	42
외환관련이익	70	164	150	150	150
금융비용	-419	-1,185	-955	-310	-284
외환관련손실	11	203	4	4	4
기타	49	281	49	43	43
법인세비용차감전순이익	-587	128	3,375	2,076	2,511
법인세비용	-3	-4	-101	-62	-75
계속사업순이익	-590	124	3,274	2,013	2,435
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-590	124	3,274	2,013	2,435
당기순이익률	-10.7	1.9	34.8	21.2	22.9
비배지분순이익	0	0	2	1	2
지배지분순이익	-590	124	3,272	2,012	2,434
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-2	-16	-16	-16	-16
포괄순이익	-612	-34	3,116	1,856	2,278
비배지분포괄이익	0	0	2	1	1
지배지분포괄이익	-612	-34	3,114	1,854	2,276

Valuation 지표

(단위: 원 배, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	-1,860	384	10,014	6,158	7,449
PER	NA	36.3	2.8	4.6	3.8
BPS	3,434	5,231	15,179	21,337	28,786
PBR	1.0	2.7	1.9	1.3	1.0
EBITDAPS	647	4,857	11,203	8,760	9,965
EV/EBITDA	27.9	6.5	3.4	3.6	2.5
SPS	17,387	19,881	28,795	29,021	32,618
PSR	0.2	0.7	1.0	1.0	0.9
CFPS	619	5,031	15,894	11,692	12,901
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

(단위: 원 배, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증가율	5.6	16.3	46.7	0.8	12.4
영업이익 증가율	적지	흑전	213.6	-25.4	17.8
순이익 증가율	적지	흑전	2,541.0	-38.5	21.0
수익성					
ROIC	-14.5	40.8	106.8	72.9	86.8
ROA	-5.3	11.9	28.1	17.2	17.9
ROE	-55.5	8.9	98.5	33.7	29.7
안정성					
부채비율	556.7	455.1	153.0	102.2	71.6
순차입금비율	422.3	330.5	57.7	13.2	-14.5
이자보상배율	-0.7	2.4	8.8	7.8	10.0

자료: HMM, 대신증권 Research Center

재무상태표

(단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	1,427	2,237	4,879	6,367	8,329
현금및현금성자산	645	1,141	3,587	5,057	6,866
매출채권 및 기타채권	524	658	956	971	1,095
재고자산	135	153	224	226	254
기타유동자산	123	286	111	113	115
비유동자산	5,733	7,136	7,677	7,741	7,825
유형자산	2,024	2,300	2,710	2,638	2,580
관계기업투자금	273	305	335	364	394
기타비유동자산	3,436	4,531	4,633	4,739	4,851
자산총계	7,160	9,373	12,556	14,108	16,154
유동부채	1,684	2,881	2,660	2,670	2,751
매입채무 및 기타채무	580	556	751	756	833
차입금	0	0	0	0	0
유동상채무	946	1,369	972	972	972
기타유동부채	158	966	937	942	947
비유동부채	4,386	4,804	4,933	4,462	3,991
차입금	1,536	1,062	1,012	961	911
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2,850	3,742	3,921	3,501	3,080
부채총계	6,070	7,685	7,593	7,132	6,742
지배지분	1,089	1,687	4,959	6,971	9,405
자본금	1,592	1,634	1,634	1,634	1,634
자본잉여금	1,609	1,567	1,567	1,567	1,567
이익잉여금	-4,477	-4,444	-1,172	840	3,274
기타자본변동	2,365	2,930	2,930	2,930	2,930
비배지분	1	1	4	5	7
자본총계	1,090	1,689	4,963	6,976	9,412
순차입금	4,604	5,580	2,863	920	-1,362

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	399	1,409	4,617	3,502	3,848
당기순이익	-590	124	3,274	2,013	2,435
비현금항목의 가감	786	1,499	1,919	1,807	1,780
감가상각비	505	586	584	566	552
외환손익	24	-46	-49	-49	-49
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	257	959	1,383	1,289	1,276
자산부채의 증감	224	-197	-146	17	-44
기타현금흐름	-21	-17	-430	-336	-323
투자활동 현금흐름	-877	-2,034	-1,066	-569	-573
투자자산	286	-171	-52	-55	-59
유형자산	-1,076	-1,824	-994	-494	-494
기타	-87	-39	-20	-20	-20
재무활동 현금흐름	573	1,155	-1,135	-738	-738
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	-90	165	-47	-47	-47
장기차입금	590	1,766	-3	-3	-3
유상증자	11	0	0	0	0
현금배당	-54	-88	0	0	0
기타	116	-688	-1,085	-688	-688
현금의 증감	82	496	2,447	1,470	1,809
기초 현금	563	645	1,141	3,587	5,057
기말 현금	645	1,141	3,587	5,057	6,866
NOPLAT	-301	951	2,984	2,227	2,623
FCF	-895	-313	2,568	2,293	2,675

팬오션
(028670)

양지환
이재수

jhwan.yang@daishin.com
jane.lee@daishin.com

투자 의견

BUY
매수, 유지

6개월
목표주가

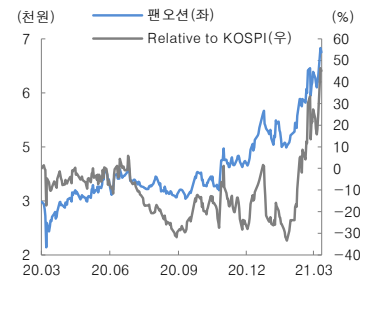
8,500
상향

현재주가
(21.03.24)

6,600
운송업종

KOSPI	2,996.35
시가총액	3,528십억원
시가총액비중	0.18%
자본금(보통주)	535십억원
52주 최고/최저	6,970원 / 2,600원
120일 평균거래대금	477억원
외국인지분율	11.19%
주요주주	하림지주 외 22 인 54.88% 국민연금공단 8.08%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	18.3	39.8	99.4	153.8
상대수익률	18.2	31.0	51.2	36.4



1분기는 워밍업!

투자의견 매수 유지, 목표주가 8,500원으로 28.8% 상향

- 목표주가 '21년 추정 BPS에 Target PBR 1.5배(적용 multiple 상향)
- Multiple 상향의 근거는 1)건화물 시장 Upcycle 진입 초기, 2)2023년까지 업황 개선 예상, 3)실적 추정치 상향에 따른 FROE개선 반영
- 2021년 실적 매출액 3.2조원(+26.3% yoy), 영업이익 2,950억원(+31.1% yoy), 순이익 2,410억원(+165.5% yoy) 전망
- 직전 추정 대비 2021~2022년 영업이익 +5%, +11% 상향
- 2021년 1분기 BDI 평균 약 1,750pt~1,800pt로 직전 2년의 798pt, 592pt대비 2.5배~3배 높은 수준
- 최근 건화물 시장 Panamax와 Supramax선형이 주도, 이는 석탄과 곡물 물동량 증가에 기인. 2분기부터 중국 경기부양 효과와 브라질 산 철광석 수입량 증가로 시장 강세 흐름 지속 전망
- 현재 Orderbook 기준으로 건화물 수급 Balance 2023년까지 개선 기대

2021년 1분기 실적은 예상치 못한 시장 상승에 따른 반 작용

- 팬오션의 1분기 실적은 매출액 6,259억원(+12.0% yoy), 영업이익 578억원(+52.8% yoy)로 업황 개선 감안한 기대치는 하회 전망
- 예상치 못한 급격한 시장 반등과 유가 상승에 따른 비용 증가 때문

구분	1Q20	4Q20	1Q21				2Q21			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	559	621	608	626	12.0	0.9	656	871	27.4	39.2
영업이익	38	60	61	58	52.8	-4.0	59	77	20.0	33.5
순이익	22	-14	48	44	105.4	흑전	40	64	49.9	43.0

자료: 팬오션, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	2,468	2,497	3,155	3,580	3,827
영업이익	210	225	295	352	380
세전순이익	148	92	244	309	340
총당기순이익	148	91	241	305	335
지배지분순이익	152	93	241	305	335
EPS	284	173	451	571	628
PER	16.0	29.0	15.2	12.0	10.9
BPS	5,400	5,250	5,651	6,171	6,749
PBR	0.8	1.0	1.2	1.1	1.0
ROE	5.5	3.3	8.3	9.7	9.7

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 팬오션, 대신증권 Research Center

팬오션 분기별 실적 추정

(단위: 십억원, %)

		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2020	2021F	2022F
평균 KRW/USD		1,194	1,220	1,188	1,118	1,112	1,110	1,100	1,100	1,180	1,106	1,125
평균 BDI		592	783	1,510	1,361	1,750	1,850	1,800	1,950	1,062	1,838	1,925
매출액		559	683	683	684	626	871	889	769	2,610	3,155	3,580
% yoy		-25.8	-21.3	-26.5	-12.9	195.6	136.3	19.2	43.3	5.8	20.9	13.5
영업이익		38	64	63	60	58	77	82	79	225	295	352
OPM		6.8	9.4	9.2	8.8	9.2	8.9	9.2	10.2	8.6	9.4	9.8
% yoy		-15.9	27.3	-0.8	17.7	52.8	20.0	29.9	30.7	7.2	31.1	19.3
사업부문별 매출액(십억원)												
해운	벌크	432	414	438	473	515	630	695	640	1,758	2,480	2,918
	컨테이너	56	68	57	66	62	62	62	62	247	248	253
	유조선	39	41	33	30	38	39	36	37	143	150	160
	해운기타(LNG, PCC 등)	4	3	4	4	4	3	4	5	15	16	18
	비벌크 합	98	112	94	100	104	104	102	104	404	415	431
	소계	531	526	532	573	619	734	797	745	2,162	2,895	3,348
곡물사업		32	169	124	51	33	167	124	54	377	377	414
임대 및 대리점 수익		38	50	60	55	36	46	57	55	202	194	202
합계		559	683	683	684	626	871	889	769	2,610	3,155	3,580
사업부문별 영업이익(십억원)												
해운	벌크	31	44	57	53	54	71	76	73	185	274	329
	컨테이너	2	8	3	7	5	5	3	3	20	16	18
	유조선(탱커)	4	10	2	-1	-1	2	2	3	15	6	6
	해운기타	0	0	1	0	0	0	0	0	2	1	1
	비벌크 합	7	19	5	7	4	7	6	6	37	23	25
	소계	37	63	62	60	58	78	82	79	222	297	354
곡물사업		-1	0	0	1	0	0	0	0	-2	-4	-4
합계		38	64	63	60	58	77	82	79	225	296	353
사업부문별 영업이익률(%)												
해운	벌크	7.2	10.7	13.0	11.3	10.5	11.2	11.0	11.4	10.6	11.1	11.3
	컨테이너	3.5	12.1	5.5	10.8	8.5	7.9	5.0	4.8	8.3	6.6	7.0
	유조선(탱커)	10.6	24.8	4.8	-2.5	-3.0	5.1	6.5	7.1	10.5	3.9	3.9
	해운기타	12.0	9.5	12.9	16.3	7.3	7.9	7.5	8.3	14.7	7.8	10.0
	비벌크 합	6.6	16.6	5.6	7.1	4.3	6.8	5.6	5.8	9.3	5.6	5.9
	소계	7.1	12.0	11.7	10.6	9.5	10.6	10.3	10.6	10.3	10.3	10.6
곡물사업		-1.6	0.2	0.3	1.3	-0.4	0.0	0.0	0.1	-0.7	-1.2	-1.1
합계		6.8	9.4	9.2	9.7	9.2	8.9	9.2	10.2	8.6	9.4	9.8
매출추정												
Dry Bulk(\$mn)		362	339	429	468	463	568	632	582	1,599	2,244	2,593
Dry Bulk(척)		167	174	182	185	186	205	209	202	708	802	876
Owned Ship	Handysize	9	10	10	10	11	11	11	11	39	44	50
	Handymax	16	16	18	18	19	19	19	19	68	76	100
	Panamax	11	11	11	13	13	13	13	13	46	52	61
	Capesize	29	29	33	33	34	35	35	35	124	139	164
	Sub total	65	66	72	74	77	78	78	78	277	311	375
Chartered Ship	Handysize	28	30	24	25	28	35	38	35	107	136	140
	Handymax	35	39	53	53	43	42	45	42	180	172	174
	Panamax	29	30	25	25	27	35	35	34	109	131	134
	Capesize	10	9	8	8	12	15	13	13	35	53	54
	Sub total	102	108	110	111	109	127	131	124	431	491	501
운항가능일수												
Bulk	사선	5,915	6,006	6,624	6,808	6,930	7,098	7,176	7,176	25,353	28,380	34,245
	용선	9,282	9,828	10,120	10,212	9,850	11,557	12,052	11,408	39,442	44,867	45,771
	소계	14,811	15,834	16,744	17,020	16,780	18,655	19,228	18,584	64,795	73,247	80,016
실제운항일수												
Bulk	사선	5,915	6,006	6,624	6,808	6,930	7,098	7,176	7,176	25,353	28,380	34,245
	용선	8,533	9,553	10,604	10,042	9,595	11,183	12,864	11,222	38,732	44,864	46,066
	소계	14,448	15,559	17,228	16,850	16,525	18,281	20,040	18,398	64,085	73,244	80,311

자료: 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	2,468	2,497	3,155	3,580	3,827
매출원가	2,180	2,193	2,760	3,114	3,326
매출총이익	288	304	395	466	501
판매비와관리비	78	79	100	114	121
영업이익	210	225	295	352	380
영업이익률	8.5	9.0	9.4	9.8	9.9
EBITDA	413	453	518	578	611
영업외손익	-62	-133	-51	-43	-40
관계기업손익	0	5	5	5	5
금융수익	18	17	17	17	17
외환관련이익	0	2	0	0	0
금융비용	-67	-65	-60	-52	-49
외환관련손실	12	23	23	23	23
기타	-13	-91	-14	-13	-13
법인세비용차감전순이익	148	92	244	309	340
법인세비용	-1	-1	-3	-4	-5
계속사업순이익	148	91	241	305	335
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	148	91	241	305	335
당기순이익률	6.0	3.6	7.6	8.5	8.8
비자배지분순이익	-4	-2	0	0	0
자배지분순이익	152	93	241	305	335
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	9	-17	-17	-17	-17
포괄순이익	239	-80	70	134	165
비자배지분포괄이익	-4	-2	0	0	0
자배지분포괄이익	243	-77	70	134	165

Valuation 지표

	(단위: 원 배, %)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	284	173	451	571	628
PER	16.0	29.0	15.2	12.0	10.9
BPS	5,400	5,250	5,651	6,171	6,749
PBR	0.8	1.0	1.2	1.1	1.0
EBITDAPS	772	847	969	1,082	1,143
EV/EBITDA	8.3	8.6	9.2	8.0	7.3
SPS	4,617	4,671	5,902	6,697	7,159
PSR	1.0	1.1	1.2	1.0	1.0
CFPS	785	869	1,144	1,258	1,320
DPS	0	50	50	50	50

재무비율

	(단위: 원 배, %)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증가율	-7.5	1.2	26.3	13.5	6.9
영업이익 증가율	3.0	7.2	31.1	19.3	7.7
순이익 증가율	-0.6	-38.6	165.5	26.6	10.0
수익성					
ROIC	5.7	5.7	7.3	8.6	9.1
ROA	4.9	4.9	6.2	7.0	7.3
ROE	5.5	3.3	8.3	9.7	9.7
안정성					
부채비율	53.6	66.0	62.8	54.1	48.9
순차입금비율	33.5	43.2	36.1	28.7	22.5
이자보상배율	3.8	5.5	8.1	12.1	14.7

자료: 팬오션, 대신증권 Research Center

재무상태표

	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	680	663	779	804	908
현금및현금성자산	255	238	351	338	418
매출채권 및 기타채권	135	152	191	217	232
재고자산	65	57	72	82	88
기타유동자산	224	216	164	167	170
비유동자산	3,775	3,997	4,140	4,281	4,466
유형자산	3,737	3,873	3,933	3,989	4,090
관계기업투자금	2	81	166	251	336
기타비유동자산	35	43	42	41	40
자산총계	4,454	4,659	4,919	5,085	5,374
유동부채	709	604	679	622	657
매입채무 및 기타채무	184	217	254	278	292
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	430	238	256	156	156
기타유동부채	95	150	169	188	209
비유동부채	846	1,248	1,219	1,164	1,109
차입금	169	192	218	218	218
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	676	1,056	1,001	946	891
부채총계	1,555	1,853	1,898	1,786	1,766
자배지분	2,886	2,807	3,021	3,299	3,608
자본금	535	535	535	535	535
자본잉여금	1,942	1,942	1,942	1,942	1,942
이익잉여금	236	329	543	821	1,130
기타자본변동	174	1	1	1	1
비자배지분	13	0	0	0	0
자본총계	2,900	2,807	3,021	3,299	3,608
순차입금	970	1,212	1,090	948	813

현금흐름표

	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	405	470	605	679	720
당기순이익	148	91	241	305	335
비현금항목의 가감	272	374	371	367	370
감가상각비	203	228	223	226	232
외환손익	-1	10	21	21	21
자본법정가손익	0	-5	-5	-5	-5
기타	70	141	133	126	123
자산부채의 증감	51	54	31	37	42
기타현금흐름	-66	-48	-37	-31	-28
투자활동 현금흐름	-213	-337	-357	-357	-407
투자자산	-4	-76	-85	-85	-85
유형자산	-217	-271	-281	-281	-331
기타	7	10	10	10	10
재무활동 현금흐름	-152	-139	-19	-164	-64
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	8	0	0
장기차입금	-134	-102	18	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	-27	-27	-27
기타	-18	-37	-19	-137	-37
현금의 증감	47	-18	114	-13	80
기초 현금	209	255	238	351	338
기말 현금	255	238	351	338	418
NOPLAT	209	222	291	348	374
FCF	196	160	214	274	256

1Q21 Preview

대한해운
(005880)

양지환
이지수

jhwan.yang@daishin.com
jane.lee@daishin.com

투자 의견

Marketperform

시장수익률, 유지

6개월
목표주가

4,000

상향

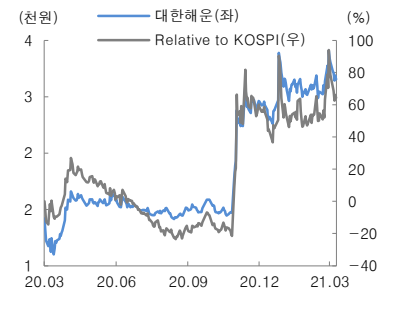
현재주가
(21.03.24)

3,585

운상업증

KOSPI	2,996.35
시가총액	876십억원
시가총액비중	0.05%
자본금(보통주)	122십억원
52주 최고/최저	3,860원 / 1,140원
120일 평균거래대금	533억원
외국인자본율	3.76%
주요주주	에스엠하이플러스 외 5 인 51.44%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	11.9	21.5	119.3	214.5
상대수익률	11.8	13.8	66.3	69.0



2021년 모멘텀 부족

- 투자 의견 시장수익률 유지, 목표주가 4,000원으로 8.1% 상향
- 목표주가는 2021년 추정 BPS에 Target PBR 1.1배 적용하여 산출
 - 건화물 시장 회복에 따른 수혜 제한적. 대부분의 건화물선이 장기 계약이고, 전략적으로 Wet Bulk사업부문을 확대하고 있기 때문
 - 2021년에는 신조 인도 예정 선박이 없어 외형 확대 쉽지 않을 전망
 - 2022년 8월~2023년 10월까지 시차를 두고 170K CBM 규모의 LNG선 4척 인도 예정. 연간 매출 증대 효과는 약 1,000억원 예상
 - 2021년 관계사 컨테이너선사인 SM상선 IPO로 주목 받을 가능성도 있으나, 직접적인 지분관계 없어 관련된 수혜도 제한적이라는 판단

2021년 1분기 실적 시장 기대치에 부합 전망

- 2021년 1분기 실적은 매출액 2,336억원(+1.1% yoy), 영업이익 343억원(+1.7% yoy), 순이익 150억원(-62.8% yoy) 전망
- 사업부문별로 1)건화물: 매출액 1,121억원, 영업이익 177억원, 2)LNG: 매출액 370억원, 영업이익 67억원, 3)탱커: 매출액 244억원, 영업이익 76억원으로 추정

구분	1Q20	4Q20	1Q21				2Q21			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	231	222	233	234	1.3	5.2	235	207	-1.7	-11.3
영업이익	34	36	34	34	1.7	-4.9	35	31	-12.5	-9.8
순이익	39	23	15	15	-62.8	-36.1	14	11	흑전	-23.6

자료: 대한해운, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	1,006	884	879	949	1,025
영업이익	129	146	132	148	153
세전순이익	89	27	52	68	71
총당기순이익	101	28	55	72	75
지배지분순이익	91	26	50	66	69
EPS	371	106	206	269	283
PER	6.2	28.8	17.4	13.3	12.6
BPS	3,394	3,500	3,706	3,975	4,259
PBR	0.7	0.9	1.0	0.9	0.8
ROE	11.5	3.1	5.7	7.0	6.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 대한해운, 대신증권 Research Center

대한해운의 분기별 실적 추정표

(단위: 십억원, %, \$mn, 천 DWT, \$/DWT)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2020	2021F	2022F
KRW/USD	1,194	1,220	1,188	1,118	1,113	1,110	1,100	1,100	1,180	1,106	1,125
BDIY Index	590	783	1,510	1,370	1,410	1,850	1,800	1,950	1,063	1,753	1,925
매출액	231	211	220	222	234	207	211	227	884	879	949
% yoy	-5.0	-24.3	-20.1	6.7	1.3	-1.7	-4.1	2.1	-12.1	-0.5	7.9
영업이익	34	35	40	36	34	31	32	35	146	132	928
OPM	14.6	16.8	18.4	16.2	14.7	14.9	15.3	15.4	16.5	15.1	97.8
% yoy	-19.4	3.4	-8.3	321.7	1.7	-12.5	-20.2	-3.3	13.1	-9.1	600.2
사업부문별 매출액(십억원)											
해운	178	159	168	162	179	156	160	164	668	659	710
벌크	111	89	95	93	112	88	89	93	389	381	389
LNG	36	40	45	39	37	39	44	41	160	161	196
탱커	25	25	23	22	24	24	22	23	95	93	99
컨테이너	6	6	5	7	6	5	5	7	24	24	26
무역업	16	11	10	13	16	10	10	13	50	49	53
제조업	7	8	10	10	10	10	10	11	34	41	46
기타	29	33	32	38	28	32	31	39	132	130	139
합계	231	211	220	222	234	207	211	227	884	879	949
사업부문별 영업이익											
해운	33	33	36	30	34	31	32	34	133	131	147
벌크	17	15	17	15	18	15	16	17	64	66	71
LNG	5	7	7	6	7	6	7	7	25	26	34
탱커	8	8	10	7	8	7	7	8	33	30	32
컨테이너	3	3	2	3	2	2	2	3	11	8	9
무역업	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
제조업	1	1	1	0	0	0	0	0	3	1	1
기타	-15	2	18	6	0	0	0	0	10	2	2
합계	34	35	40	36	34	31	32	35	146	132	148
사업부문별 OPM(%)											
해운	18.5	20.8	21.4	18.8	19.0	19.6	19.9	21.0	80	79	83
벌크	15.2	17.0	17.7	16.0	15.8	17.5	18.2	18.2	66	70	74
LNG	13.1	17.6	15.9	16.0	18.0	16.0	15.0	16.8	63	66	70
탱커	31.9	33.7	43.6	30.0	31.0	30.0	33.0	35.0	139	129	129
컨테이너	56.6	46.4	40.7	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	179	140	140
무역업	0.0	-2.3	0.4	1.5	0.2	0.5	0.6	-1.8	0	-1	-1
제조업	11.6	9.2	15.3	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	39	12	12
기타	-50.5	5.5	54.3	15.0	1.2	1.5	1.3	1.2	24	5	5
합계	14.6	16.8	18.4	16.2	14.7	14.9	15.3	15.4	66	60	63
매출추정											
Bulk(\$mn)	93	73	80	83	101	79	81	84	330	345	346
Capacity	3,701	3,701	3,863	3,863	3,863	3,863	3,863	3,863	15,127	15,452	15,452
Average Revenue per DWT	25	20	21	31	36	28	22	35	97	120	125
Change % yoy	-25.4	-36.3	-42.7	-12.3	41.7	40.9	5.8	12.7	-29.1	24.5	3.6
LNG	30	32	38	35	33	35	40	37	136	145	174
Capacity	810	810	810	810	810	810	810	810	3,241	3,241	3,589
Average Revenue per DWT	37	40	47	43	41	43	50	46	167	179	188
Change % yoy	-40.6	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	-19.5	7.1	5.0
Tanker	21	20	19	20	22	21	20	21	80	84	88
Capacity	1,342	1,342	1,342	1,342	1,342	1,342	1,342	1,342	5,366	5,366	5,366
Average Revenue per DWT	16	15	14	15	16	16	15	16	60	63	66
Change % yoy	-49.1	3.0	3.0	3.0	5.0	5.0	5.0	5.0	8.0	5.0	5.0

자료: 대산증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	1,006	884	879	949	1,025
매출원가	826	682	696	743	810
매출총이익	180	202	183	206	215
판매비와관리비	51	56	51	57	62
영업이익	129	146	132	148	153
영업이익률	12.8	16.5	15.1	15.7	14.9
EBITDA	252	270	263	276	278
영업외손익	-39	-119	-81	-81	-82
관계기업손익	11	6	10	10	10
금융수익	7	6	7	7	3
외환관련이익	17	9	7	5	5
금융비용	-101	-116	-109	-107	-105
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	43	-16	11	9	10
법인세비용차감전순이익	89	27	52	68	71
법인세비용	12	1	3	4	4
계속사업순이익	101	28	55	72	75
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	101	28	55	72	75
당기순이익률	10.0	3.2	6.2	7.5	7.3
비지배자분순이익	11	2	4	6	6
지배자분순이익	91	26	50	66	69
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	2	2	2	2	2
포괄순이익	117	44	71	87	91
비지배자분포괄이익	11	4	6	7	7
지배자분포괄이익	106	40	65	80	84

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	371	106	206	269	283
PER	6.2	28.8	17.4	13.3	12.6
BPS	3,394	3,500	3,706	3,975	4,259
PBR	0.7	0.9	1.0	0.9	0.8
EBITDAPS	1,033	1,106	1,078	1,130	1,136
EV/EBITDA	10.3	10.7	11.9	11.1	10.9
SPS	4,117	3,619	3,600	3,884	4,195
PSR	0.6	0.8	1.0	0.9	0.9
CFPS	1,087	1,448	1,453	1,447	1,456
DPS	0	0	0	0	0

재무비율	(단위: 원 배, %)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증가율	-21.7	-12.1	-0.5	7.9	8.0
영업이익 증가율	-4.6	13.1	-9.1	12.1	3.1
순이익 증가율	29.1	-72.3	95.4	30.6	5.2
수익성					
ROIC	7.3	7.1	6.2	6.9	7.2
ROA	4.1	4.3	3.7	4.1	4.1
ROE	11.5	3.1	5.7	7.0	6.9
안정성					
부채비율	273.2	276.1	272.7	251.0	230.7
순차입금비율	220.1	226.0	223.4	202.5	183.6
이자보상배율	1.4	1.4	1.4	1.6	1.6

자료: 대한해운, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	420	396	415	446	471
현금및현금성자산	100	91	106	122	132
매출채권 및 기타채권	89	80	80	86	93
재고자산	59	52	52	56	60
기타유동자산	171	173	177	181	186
비유동자산	2,921	3,076	3,228	3,234	3,244
유형자산	2,014	2,121	2,221	2,174	2,130
관계기업투자금	55	93	134	176	217
기타비유동자산	852	862	873	885	896
자산총계	3,341	3,472	3,643	3,680	3,715
유동부채	775	780	704	605	602
매입채무 및 기타채무	146	138	137	142	148
차입금	317	308	298	289	279
유동성채무	268	290	222	127	127
기타유동부채	44	44	45	46	47
비유동부채	1,670	1,769	1,962	2,027	1,990
차입금	206	374	634	762	784
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1,464	1,395	1,328	1,265	1,206
부채총계	2,446	2,549	2,666	2,632	2,591
자본지분	829	855	905	971	1,040
자본금	122	122	122	122	122
자본잉여금	43	43	43	43	43
이익잉여금	394	419	470	536	605
기타자본변동	270	270	270	270	270
비지배자지분	66	68	72	77	83
자본총계	895	923	977	1,048	1,123
순차입금	1,970	2,086	2,184	2,123	2,063

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	351	308	310	306	307
당기순이익	101	28	55	72	75
비현금항목의 가감	165	326	300	282	280
감가상각비	124	124	131	127	124
외환손익	-1	26	7	-5	-5
지분법평가손익	-11	-6	-10	-10	-10
기타	53	181	172	169	171
자산부채의 증감	78	51	43	38	37
기타현금흐름	8	-97	-88	-85	-86
투자활동 현금흐름	-473	-264	-268	-118	-118
투자자산	-35	-38	-42	-42	-42
유형자산	-374	-230	-230	-80	-80
기타	-63	4	4	4	4
재무활동 현금흐름	136	451	453	293	283
단기차입금	86	-10	-10	-10	-10
사채	-32	0	0	0	0
장기차입금	143	168	260	128	23
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-61	292	202	175	270
현금의 증감	22	-9	15	17	9
기초 현금	77	100	91	106	122
기말 현금	100	91	106	122	132
NOPLAT	146	154	140	157	162
FCF	-255	28	21	184	186

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:양지환)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자등급관련사항]

산업 투자의견	기업 투자의견
Overweight(비중확대): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상	Buy(매수): :향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
Neutral(중립): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상	Marketperform(시장수익률): :향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
Underweight(비중축소): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상	Underperform(시장수익률 하회): :향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상

[투자의견 비율공시]

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.2%	8.8%	0.9%

(기준일자: 20210302)

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

HMM(011200) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



팬오션(028670) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



대한해운(005880) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



