

해운

Overweight
(Maintain)

2017. 11. 20

18년에도 과잉 공급 부담 추가 완화

중국을 포함한 세계 각국의 원자재와 완제품 교역량은 장기적 성장 추세가 계속되고 있지만 선박 공급 과잉 부담이 운임 약세로 연결됐습니다. 그러나 벌크선은 최근 운임 반등과 함께 밸주가 소폭 재개되기는 했지만 수년간 이어진 불황 영향으로 선복량 대비 오더북 잔량이 계속 낮아지고 있습니다. 여기에 환경 규제 강화에 따른 노후 선박 해체가 불가피해 선제적 구조조정을 마무리한 국내 벌크 선사의 경쟁력 추가 강화가 기대됩니다.

조선/운송/여행

Analyst 조병희
02) 3787-5129
bhcho@kiwoom.com

이창희
02) 3787-4751
Jaydenlee@kiwoom.com

키움증권

Contents



Investment Summary	3
› 운임은 수요와 공급의 균형 상태에 따라 결정	3
› 공급 과잉 상황은 선복량 증가율을 둔화로	
추가 완화 전망	3
› Top picks: 대한해운, 팬오션	3
I. 운임 추가 반등이 가능한가	4
› 급등락을 반복하는 BDI지수	4
› 벌크선은 선박 크기별,	
컨테이너선은 노선별 운임에 관심	6
II. 확인되는 공급 부담 완화	7
› 저시황 지속으로 신규 발주 둔화	7
› 신규 주문 감소로 수급 불균형 해소 국면	8
› 선박 가격과 해체 규모도 주목	10
III. 수요 측면 성장은 지속 중	12
› 다양한 벌크 화물들의 해상 교역량은	
꾸준한 증가	12
› 철광석과 석탄, 곡물이	
해상 교역량의 61.9% 차지	13
› 중국 생산량과 가격, 운임 등 다양한 변수에도	
수입량 지속 증가	14
› 컨테이너 선사들은 상위 선사들간의	
M&A 진행	15
IV. 국내 벌크 선사의 경쟁력	17
› 고비용 장기 용선 부담 제한적	17
› 장기 운송 계약을 활용한 안정성	18
› 용선료 절감 과정에서	
낮아진 신뢰 회복 시점 주목	19
V. Valuation	20
› 저시황에도 이익을 낼 수 있는 원가 구조가	
투자 포인트	20
기업분석	21
› 대한해운 (005880)	22
› 팬오션 (028670)	26

Compliance Notice

- 당사는 11월 17일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

공급 부담 감소로 수요/공급 불균형 추가 완화 기대

>> 운임은 수요와 공급 상황에 따라 결정

지난 16년 2월 290으로 사상최저치를 기록했던 BDI지수는 17년 초 961으로 시작한 이후 지난 10월 1,588까지 반등하는 모습을 나타냈다. 해운업은 팬오션과 대한해운 등 국내 선사뿐 아니라 전세계 선사들과의 경쟁이란 점에서 원가 차별성과 운임 수준이 수익성에 결정적 요인이다. 운임은 결국 수요와 공급 사이의 균형 상황에 따라 결정되는데 수요 부문은 중국의 벌크 화물 수입 물량과 컨테이너 화물 수출 물량이 단기적 증감은 있지만 장기적 성장 추세가 계속되고 있다.

>> 수년간의 저시황으로 공급 부담 완화

반면 공급 부문인 선박은 건조되면 평균적으로 20년 정도 사용되기 때문에 한번 과잉 공급 상황으로 진입하면 해소가 쉽지 않다. 다행히 벌크 해운은 금융위기 이후에도 과잉 공급에 따른 저시황이 이어져 해운사들의 재무 상황이 개선되지 못해 신규 발주에 나서지 못했다. 여기에 강화되는 환경 규제를 피하기 위해 효율성이 낮은 노후 선박들은 해체할 수 밖에 없을 것이어서 18년 선복량 증가율은 +1.2%에 그칠 전망이며 향후에 운임이 크게 올라 선사의 수익성이 충분히 보장되는 수준 이상에 서만 신조 발주가 적극적으로 이루어질 것이다.

>> Top picks: 대한해운, 팬오션

대한해운과 팬오션은 선제적 구조조정 과정을 거치며 과거 초호황기에 체결한 고비용 장기 용선 계약 대부분을 정리했다. 물론 이 과정에서 선대규모와 화주도 같이 축소됐지만 사선 중심의 사업 구조를 확보했다. 따라서 안정적 재무구조를 통해 대형 화주와의 장기 운송 계약 추가 체결을 시작으로 보유 사선을 통한 Spot 사업 수익성 개선, 그리고 중고선 매입 등을 통한 성장도 가능할 것으로 기대된다는 점에서 대한해운 (투자의견 BUY, 목표주가 34,000원)과 coverage를 재개하는 팬오션 (투자의견 BUY, 목표주가 6,400원)을 Top picks로 제시한다.

Investment Summary

>> 운임은 수요와 공급의 균형 상태에 따라 결정

운임 결정의 한 축인 수요는 중국의 원자재 수입과 완제품 수출 성장이 원동력

BDI지수는 전 세계를 운항하는 다양한 규모의 선박 운임이어서 예상이 어렵고, 브로커들 간의 심리적 요인도 크게 작용해 급등락이 나타나는 경우가 많다. BDI지수는 지난 16년 290까지 급락하기도 했지만 연말에는 231% 급등했고, 17년에도 연초 대비 60% 넘게 상승하기도 했다. 우리는 운임은 결국 수요와 공급의 균형 상태에 따라 결정된다고 판단하고 있는데 지난 수년간의 운임 하락은 지난 04년부터 시작된 과잉공급 상황이 지속되고 있기 때문이다. 선박은 한번 건조되면 평균 20년 정도는 사용되기 때문에 수요 급증만으로는 수급 불균형 상태를 해소하기 어렵다. 원자재 물동량은 일반적 5대 메이저 광물 가운데 철광석과 석탄 비중이 가장 높고, 브라질과 호주의 수출량과 이를 가장 많이 수입하는 중국의 수입량이 가장 중요 변수이다. 다행히 지난 수년간의 추세를 보면 월별 증감은 있지만 연간 마이너스 성장이 나타난 적은 거의 없고, 향후에도 연평균 3% 수준의 추가적 성장이 예상된다. 결국 수요는 꾸준히 증가하고 있어 운임이 추가 상승하기 위해서는 선박 공급 부담 해소가 필요한 상황이다.

>> 공급 과잉 상황은 선복량 증가율 둔화로 추가 완화 전망

벌크 선박 중심으로 제한적인 신규 발주와 노후 선박 추가 해체 진행

벌크 선복량은 지난 10월 말 기준 전년 말 대비 2.8% 증가한 816.3Mdwt를 기록하고 있고 클락슨 기준 선복량 대비 오더북 잔량 비중은 7.95%에 불과하다. 지난 상반기 운임 상승으로 신조 발주가 일부 재개되기도 했지만 금융 위기 직후 반짝 호황 이후 지난해까지 저시황이 이어졌기 때문에 오더북 잔량은 최저 수준에 머무르고 있다. 물론 최근의 운임 반등으로 선박 해체 규모가 감소하고 있어 공급 증가율이 연초보다 다소 높아진 것도 사실이다. 그러나 전세계적으로 환경 규제가 강화되는 상황에서 노후 선박들에 대한 해체 압력은 더욱 높아질 수 밖에 없다. 현재 15년 이상 선령 비중은 DWT 기준 14%에 달한다. 따라서 우리는 18년 공급 증가율은 17년보다 더 낮아진 1.2%에 불과해 수급 불균형이 추가 완화될 것이고, 향후 신조선 발주는 운임이 급등해 선사들의 수익이 크게 증가한 이후가 될 것이며 그전까지는 수익성 유지와 재무적 측면에서 노후 선박 해체와 중고선 매입 등을 통해 선대를 구성할 것으로 전망한다.

>> Top picks: 대한해운, 팬오션

물론 FFA 거래 상황과 수년간 누적된 선박을 고려하면 18년 큰 폭의 운임 상승이 쉽지 않을 수 있다. 그럼에도 불구하고 대한해운과 팬오션은 선제적인 구조조정을 거치며 고가의 장기 용선 계약 해지 등을 통해 비용 부담이 크게 완화됐고 재무구조도 개선됨에 따라 지난 16년에도 이익을 창출시키는 안정성을 확보해 주요 화주들과의 장기 운송 계약 체결에서 유리한 위치를 확보하게 됐다.

따라서 대한상선 정상화와 주요 화주와 거래 재개 효과가 기대되는 대한해운(투자의견 BUY, 목표주가 34,000원)과 미계약 사선 34척과 다양한 화물 운송 경험을 보유하고 있는 팬오션(투자의견 BUY, 목표주가 6,400원)의 coverage를 재개하며 Top picks로 제시한다.

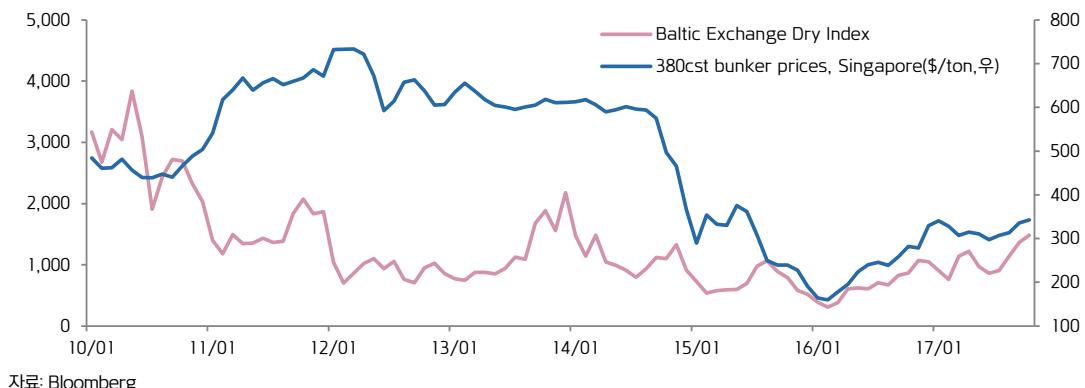
I. 운임 추가 반등이 가능한가

>>> 급등락을 반복하는 BDI지수

해운 시황은 계절성과 노선별 차이가 존재

BDI지수는 The Baltic Exchange에서 월요일부터 금요일까지 일간으로 발표하는 지수로 선박 크기가 200,000dwt 이상 급인 Cape 선박부터 가장 작은 10,000dwt 급인 Handy 선박들의 주요 노선 평균 운임으로 구성된다. 따라서 운임이 상대적으로 높은 Cape 선박 시황이 가장 큰 영향을 미치는 경우가 많아 선사들의 선박 구성에 따라 BDI지수 움직임과 선사들의 수익성간에 차이가 나타난다. 또한 운임이 유류비를 반영하고 있어 벙커C유 가격과 같은 방향으로 움직이는 것이 일반적이다.

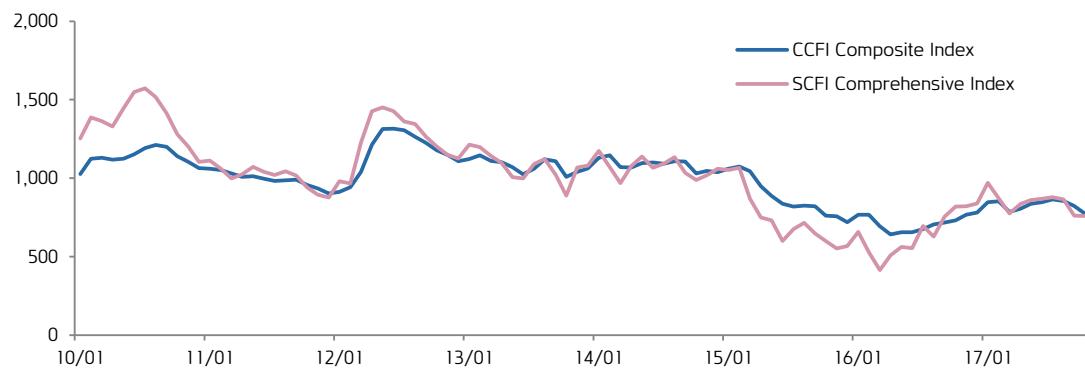
2010년 이후 월평균 BDI지수와 벙커C유 가격



자료: Bloomberg

컨테이너 운임 지수인 SCFI지수는 전세계 노선이 아닌 중국 발 노선 운임이다. 하지만 컨테이너 화물은 중국 발 화물이 많고 운임도 높아 주요 지표로 활용되고 있다. SCFI지수는 중국 내에서도 상해 발 Spot 운임 지수이며 CCFI지수는 중국 전 지역의 spot 운임과 장기 계약 운임이 함께 반영된다. 따라서 단기 시황은 SCFI가, 선사들의 수익 상황은 CCFI가 대변한다고 볼 수 있다.

2010년 이후 월평균 CCFI지수와 SCFI지수

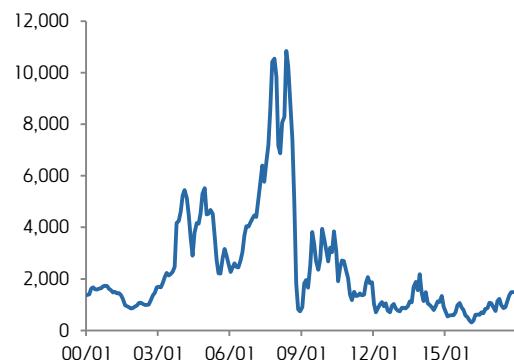


자료: Shanghai Shipping Exchange

변동성이 높은 전세계를 운항하는 다양한 크기 선박 운임

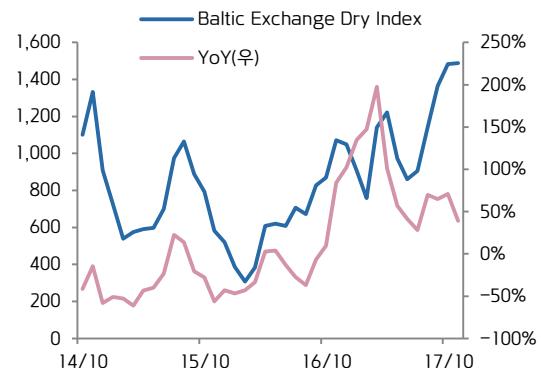
전세계 바다에는 다양한 크기의 선박이 다양한 노선에서 다양한 화물을 수송하고 있다. 벌크 화물의 대표 운임 지수인 BDI지수는 Cape, Panamax, Handymax 등 다양한 크기의 선박들의 전세계 노선 운임의 평균으로 산정된다. BDI지수는 지난 해 사상 최저치를 기록했지만 연말에는 큰 폭으로 반등했고, 금년에도 상승 추세가 이어지고 있다. 그러나 지난 07년과 08년 1만 수준을 돌파했었고, 금융 위기 이후에도 3천 이상을 유지했었다는 점을 고려하면 절대적으로는 여전히 낮은 수준이다.

2000년 이후 BDI지수



자료: Bloomberg

지난 2년간 BDI지수와 YoY 등락률



자료: Bloomberg

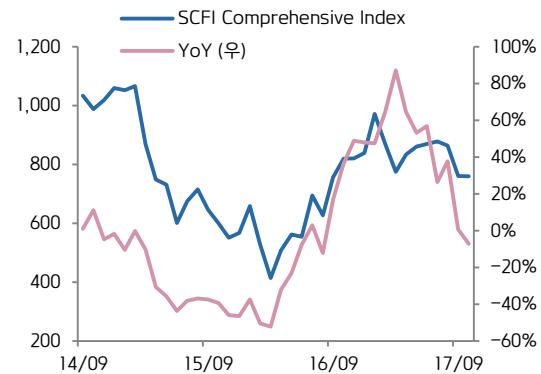
컨테이너 운임 지수인 SCFI지수는 한진해운 사태로 선박 공급이 차질을 보인 지난 해 모처럼 반등에 성공했지만 이후 선박들이 다시 투입되기 시작하면서 금년에는 계절적 성수기 효과도 제한적으로 나타났다. 특히 금년 성수기는 물동량이 지난 수년간의 평균보다 크게 늘어난 것으로 집계되고 있어 초대형 선박 투입 영향이 반영되는 것으로 판단된다.

CCFI지수



자료: Shanghai Shipping Exchange

지난 2년간 SCFI지수와 YoY 등락률



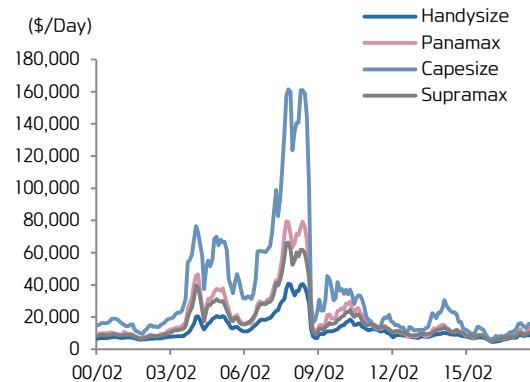
자료: Shanghai Shipping Exchange

>>> 벌크선은 선박 크기별, 컨테이너선은 노선별 운임에 관심

벌크선과 컨테이너선은 전혀 다른 운임 구조

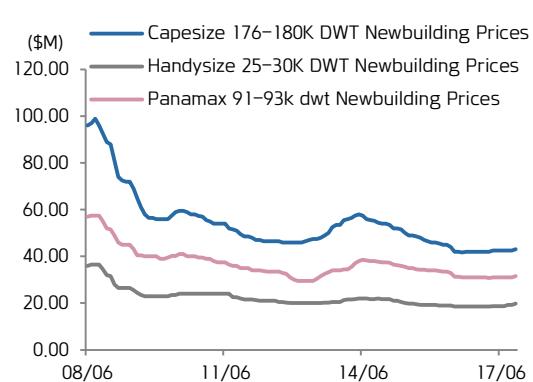
일반적으로 벌크 운임을 BDI지수로 살펴보고 있지만 개별 선박의 운임은 등락폭의 차이가 크다. 선박 크기 별로 주로 수송하는 화물이 다르고 같은 화물도 태평양 노선과 대서양 노선간의 차이도 있다. 특히 저시황 시기에는 크기와 가격 차이가 있는 선박들의 용선료가 비슷한 수준으로 책정되기도 한다.

벌크 선박 크기별 1년 Time Charter 운임



자료: Clarksons

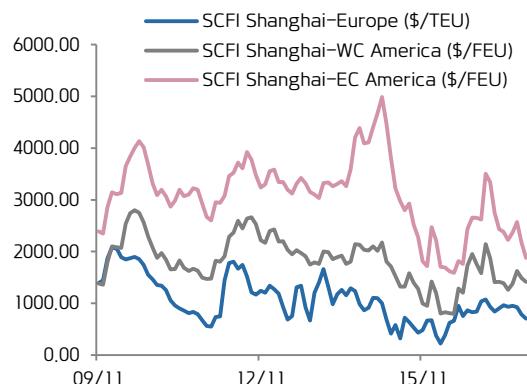
벌크 선박 크기별 신조 가격 추이



자료: Clarksons

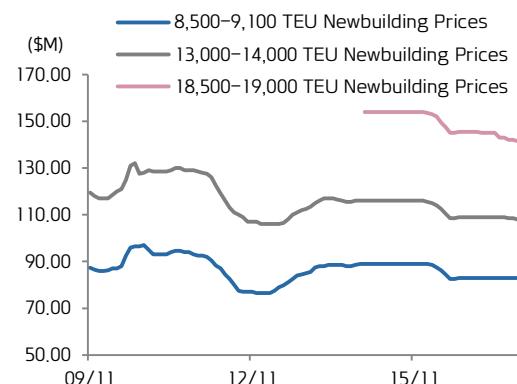
컨테이너선은 컨테이너 박스를 통해 화물을 수송하기 때문에 노선 별 운임 차이는 있지만 선박 크기 별 운임 차이는 없다. 다만 대형 선박을 투입하는 경우 박스 단위 당 수송 비용이 낮아지는 효과가 있어 초대형 선박 발주가 경쟁적으로 진행됐지만 일부 선사들은 오히려 선가 부담과 적정 탑재율 유지를 위한 화물 확보에 실패해 재무구조 악화로 연결되기도 했다.

컨테이너 선박 노선별 SCFI 운임



자료: Shanghai Shipping Exchange

Mega Container선 신조가격 추이



자료: Clarksons

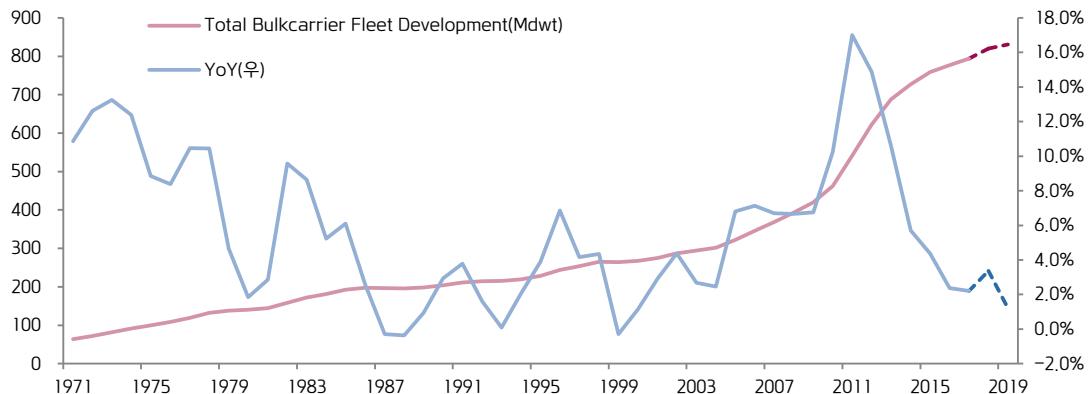
II. 확인되는 공급 부담 완화

>> 저시황 지속으로 신규 발주 둔화

벌크선 15년 +2.4%, 16년 +2.2%, 17년 +3.4%에 이어 18년 +1.2% 증가 전망

원자재 가격과 세계 경기에 따라 증감이 있는 수요와 달리 선박 공급은 상대적으로 예측이 쉽다. 새로운 선박을 만들기 위해서는 조선소에 발주를 해야 하고, 인도 시점은 선사와 조선사 상황에 따라 변경은 가능하지만 최소한의 건조 시간은 필요하기 때문에 클락슨 오더북에 없는 선박이 갑자기 투입될 수는 없기 때문이다. 전년 동기 대비 벌크 선복량 증가률은 15년 +2.4%, 16년 +2.2%, 17년 +3.4% 증가가 예상되는데 최근 운임 반등과 함께 해체량이 감소하고 있어 18년 증가율도 다소 높아질 수 있다.

연도별 벌크선 선복량과 YoY 증감률과 전망치

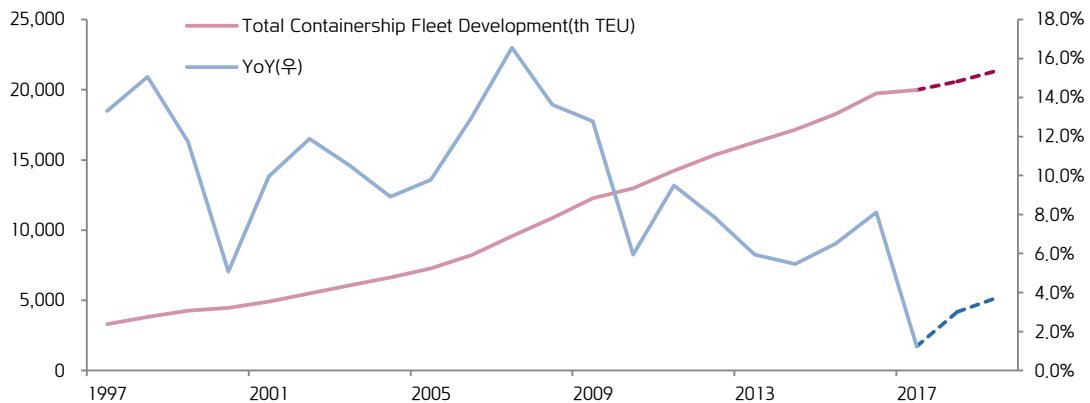


자료: Clarksons

컨테이너선 15년 +8.1%, 16년 +1.2%, 17년 +3.0%, 18년 +3.7% 예상

컨테이너선은 전년 동기 대비 증가율이 15년 +8.1%, 16년 +1.2%, 17년 +3.0%가 예상되는데 파나마 운하 확장을 앞두고 대형 선박이 늘어났고, 2만TEU 이상 급 초대형 선박 인도가 예정되어 있어 18년 공급 증가율이 오히려 높아지고 있다.

연도별 벌크선 선복량과 YoY 증감률과 전망치



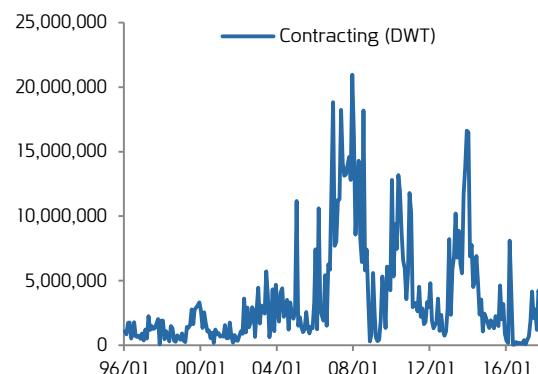
자료: Clarksons

>>> 신규 주문 감소로 수급 불균형 해소 국면

벌크선: 지속된 저운임과 높은 변동성으로 신조선 발주 자제

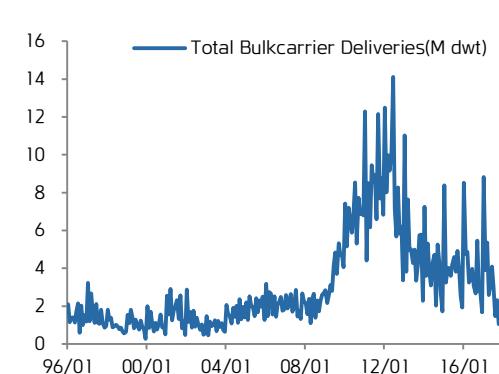
벌크 선박량 증가율이 둔화되는 가장 큰 이유는 역시 신조 주문이 감소했기 때문이다. 비록 지난 수년간 선박해체 선령이 낮아지고 있지만 15~20년간 사용되는 선박 공급 과잉 상황을 해소하기는 쉽지 않다. 특히 BDI지수가 사상 최대를 기록했던 지난 2천년대 중반과 금융 위기 이후 일시적 시황 개선이 나타났던 시기의 신조 주문 후유증이 여전히 남아 있는 상황이지만 지난 수년간 신조 주문이 없었다는 점이 과잉 공급 부담 해소 원동력으로 작용하고 있다.

월별 벌크선 신조 주문규모



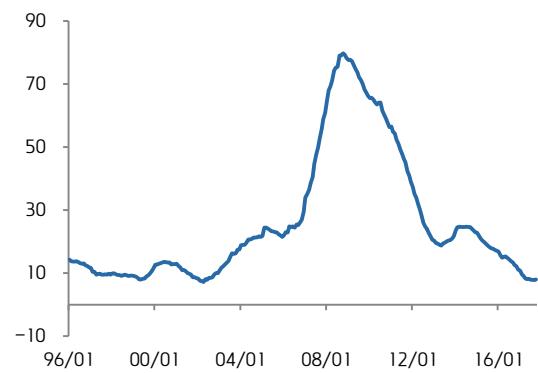
자료: Clarksons

월별 선복량 순증 규모



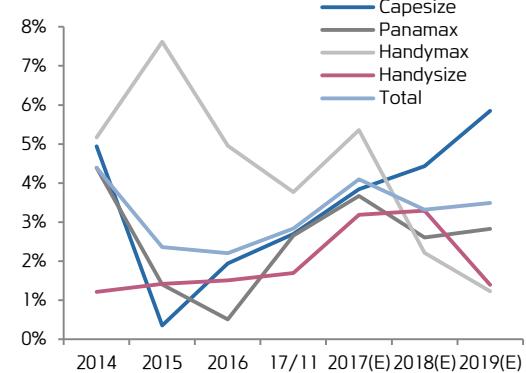
자료: Clarksons

선복량 대비 오더북 잔량 비중 (%)



자료: Clarksons

오더북 기준 연도별 인도 예정 선복량 증가율

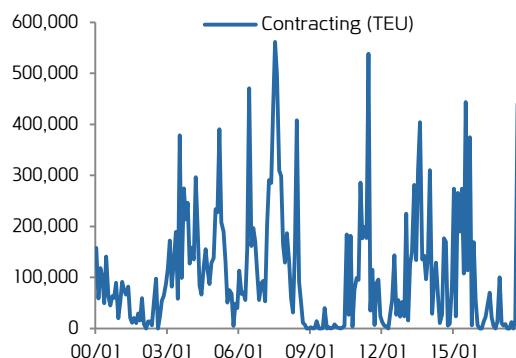


자료: Clarksons

컨테이너선: 초대형 선박 중심으로 발주 재개 움직임

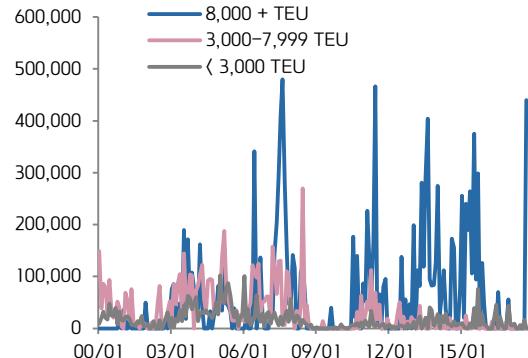
컨테이너선은 크기 별 주력 투입 노선 차이가 있어 전체 발주 규모보다는 선박 크기별 발주 상황이 중요하다. 지난 2~3년간 컨테이너 업계의 최대 이슈는 발주가 아니라 선사들간의 M&A였다. 초대형 선박 발주는 후발 주자들도 동참하면서 격차가 벌어지지 못했기 때문이다. 하지만 상위 10개 선사간의 M&A가 마무리되면서 얼라이언스 내에서의 경쟁력 유지를 위해 초대형 선박 발주를 다시 시작하려는 움직임이 나타나고 있어 이들 선박 중심으로 선복량 증가가 예상된다.

월별 컨테이너선 신조 주문규모



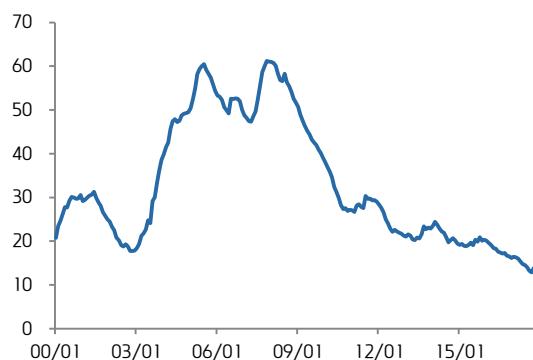
자료: Clarksons

월별 선박 크기별 발주 규모



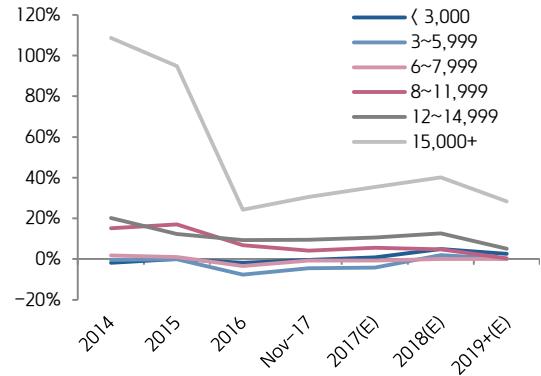
자료: Clarksons

선복량 대비 오더북 잔량 비중



자료: Clarksons

오더북 기준 연도별 인도 예정 선복량 증가율



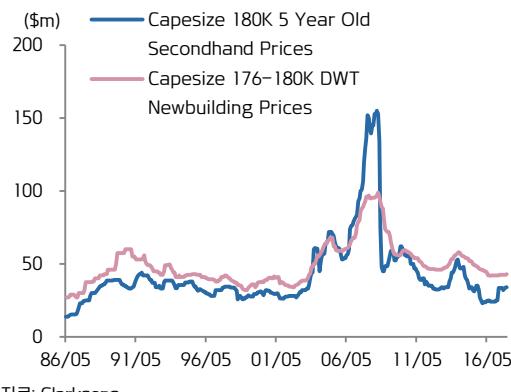
자료: Clarksons

>>> 선박 가격과 해체 규모도 주목

장기 시황 불확실성으로 중고선 매매 활발

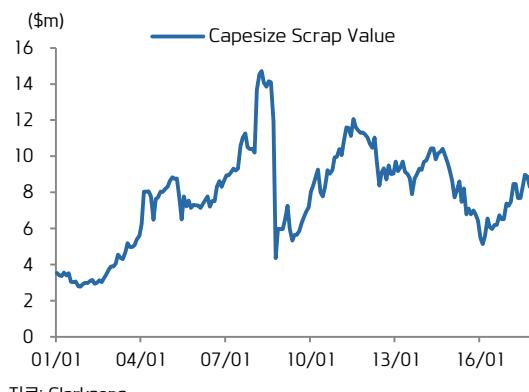
선박 인도와 함께 살펴볼 점은 선박 가격과 해체 규모이다. 선박은 운송 수단이기도 하지만 투자 수단이기도 해서 선사뿐 아니라 각종 펀드와 선박 임대업만을 하는 회사도 있다. 따라서 향후 선박 수요가 증가하거나 가치가 상승할 것으로 예상되면 발주가 재개되며 공급 부담이 높아지는 상황이 반복되어 왔다. 최근 중고선박 가격 반등은 운임 반등에 따른 선사들의 선박 수요가 증가하고 있기 때문으로 해석된다. 반면 신조선의 경우 지금 당장 주문을 해도 2년 가량 소요되는 인도 시점까지 불확실성이 남아 있고 신조선 가격이 중고선에 비해 높다는 점이 금융 측면에서 부담이 되는 것으로 판단한다. 따라서 운임 반등으로 노후 선박 해체가 지연될 수 있겠지만 강화되는 환경 규제와 해체 가치 상승을 고려하면 다시 해체 선령이 크게 늘어나기는 어려울 것으로 전망한다.

벌크선 신조선 가격과 중고선 가격



자료: Clarksons

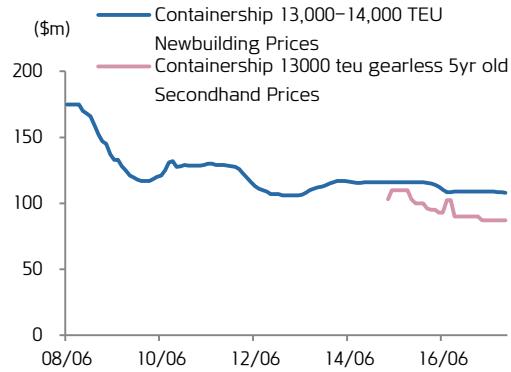
벌크선 해체 가격



자료: Clarksons

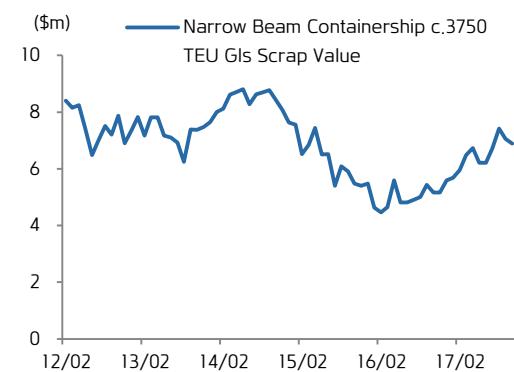
컨테이너선은 선령보다 선박 크기가 더 관건이다. 파나마 운하 확장으로 기존 파나막스급 선박 수요가 급감하며 가격도 낮아지고 있는 반면 미주 동안과 구주 노선에 투입이 가능한 초대형 선박은 선사들의 구조조정 과정이 마무리되고 있어 수요가 다시 늘어날 가능성이 있다고 판단된다.

컨테이너선 신조선 가격과 중고선 가격



자료: Clarksons

컨테이너선 해체 가치



자료: Clarksons

환경 규제를 벗어나기 어려운 노후 선박 해체

전세계를 이동하는 선박들로 인해 생태계 교란과 병거C유 사용으로 인한 환경 오염 등의 이슈가 늘어나고 있어 환경 규제도 강화되고 있다. 선박 평형수, 황산화물, 질산화물 등에 대한 기준이 높아지고 있어 이를 해결하기 위해 선사와 선주들은 관련 설비 장착 혹은 폐선 이후 신규 발주 등 다양한 선택을 해야한다. 물론 선박평형수 처리 설비처럼 도입 시기가 지연될 가능성은 있지만 시기상의 문제일 뿐 환경 규제가 완화될 가능성은 없다는 점에서 규제를 충족시키기에 비용이 많이 드는 노후 선박 해체는 이어질 것이다. 다만 해체 이후 신규로 발주에 나설지 중고선박을 매입할지는 향후 선박 가격뿐 아니라 금융 상황도 반영해야 할 것이다.

벌크 선박 선령별 선복량

	20+	15~19	10~14	5~9	0~4
Handysize	12%	8%	9%	41%	29%
Handymax	6%	7%	12%	39%	36%
Panamax	6%	12%	14%	35%	33%
Capesize	6%	4%	12%	46%	31%
Total > 10,000	7%	7%	12%	41%	32%

자료: Clarksons

컨테이너 선박 선령별 선복량

	25+	20~24	15~19	10~14	5~9	0~4
< 3,000	4.6%	10.5%	19.8%	28.9%	24.3%	11.7%
3~5,999	0.8%	3.8%	14.9%	30.9%	37.1%	12.6%
6~7,999	0.0%	2.4%	17.2%	32.2%	38.9%	9.3%
8~11,999	0.0%	0.0%	2.8%	22.2%	31.0%	44.1%
12~14,999	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	46.9%	53.1%
15,000+	0.0%	0.0%	0.0%	6.1%	2.0%	91.8%
Total	1.1%	3.1%	9.6%	22.0%	32.0%	32.2%

자료: Clarksons

III. 수요 측면 성장은 지속중

>> 다양한 벌크 화물들의 해상 교역량은 꾸준한 증가

장기적 교역량 증가 추세 지속

전세계에는 다양한 원자재들이 거래되고 있고 수출과 수입 대륙간의 거리가 멀어 해상 교역량 비중이 높다. 다양한 건화물 가운데 철광석, 석탄, 밀, 콩 등의 곡물을 물동량 기준 주요 화물로 구분하고 있고, 특히 이 가운데서 물동량이 가장 많고 선박 규모도 가장 큰 Cape 급 이상이 주로 투입된다는 점에서 철광석 물동량이 벌크 운임의 주요 변수로 작용한다.

주요 벌크 화물 물동량 추이와 증감률

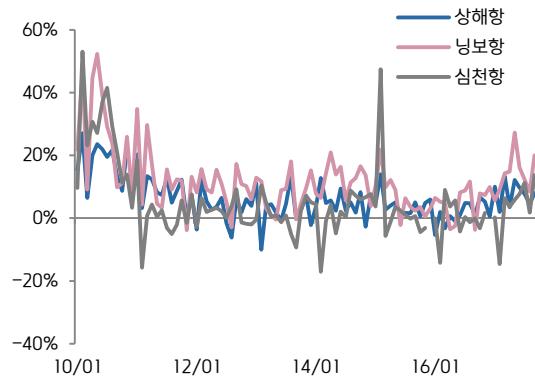
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017(E)
Iron Ore	777	841	898	991	1,052	1,110	1,189	1,338	1,363	1,410	1,478
YoY		8.2%	6.8%	10.4%	6.2%	5.5%	7.1%	12.5%	1.9%	3.4%	4.8%
Coal	773	797	808	932	1,001	1,121	1,184	1,218	1,144	1,140	1,193
YoY		3.1%	1.4%	15.3%	7.4%	12.0%	5.6%	2.9%	-6.1%	-0.3%	4.6%
Grains	306	319	321	343	345	375	392	432	459	480	505
YoY		4.2%	0.6%	6.9%	0.6%	8.7%	4.5%	10.2%	6.3%	4.6%	5.2%
Minor Bulks	1,637	1,602	1,402	1,578	1,682	1,736	1,823	1,843	1,869	1,864	1,905
YoY		-2.1%	-12.5%	12.6%	6.6%	3.2%	5.0%	1.1%	1.4%	-0.3%	2.2%

자료: Clarksons, 단위: 백만톤

주요 항구 컨테이너 처리량 증가

컨테이너 화물은 화물별로 구분하기 보다는 노선별, 그 가운데서 아웃바운드 물동량이 중요하다. 수익성을 유지하기 위해 인바운드 화물 유치도 중요하지만 주요 수익은 운임이 높은 중국 발 아웃바운드 노선에서 발생하기 때문이다. 향후 중국 경제 수준이 높아져 수입 물품 가격이 상승하게 되면 선사들의 수익성은 더욱 개선될 수 있겠지만 아직은 인바운드 화물은 운임 측면의 메리트가 크게 없는 상황이다.

중국 3대 항구 월별 컨테이너 처리량 증감률



>>> 철광석과 석탄, 곡물이 해상 교역량의 61.9% 차지

건화물 교역량 가운데 철광석 비중 16년 기준 28.8%

해상 교역에서 중국이 중요한 이유는 원자재 수입량과 완제품 수출량이 가장 많기 때문이다. 중국은 지난해 전체 철광석 해상 교역량에서 절반 이상을 차지하는 최대 수입국이고, 앞에서 언급한 것처럼 철광석을 수송하는 Cape 급 선박 운임이 가장 높은 경우가 일반적이기 때문이다. 긍정적인 점은 철광석 수요는 꾸준히 증가하고 있다는 점이며 다른 벌크 화물도 지난 15년 1.6% 감소한 이후 16년 6.1% 성장하는 등 장기적 성장 추세가 이어지고 있다는 점이다.

품목별 중국 해상 수입량

	2012	2013	2014	2015	2016	2017(E)
원유 및 관련 제품	284	293	309	335	381	421
철광석	723.9	794.9	913.8	939.7	1,007.9	1,075.4
석탄	262.7	302.2	268	188	226.5	233.4
곡물	69.6	75.4	87.8	110.3	100.7	116.8
기타 건화물	267.3	328.6	272	278.3	273.1	315.9
컨테이너 화물	113	116	117	120	115	120
기타 화물	111	116	124	142	151	171
화물 총계	1,832	2,026	2,091	2,114	2,256	2,454
YoY		10.6%	3.2%	1.1%	6.7%	8.8%
건화물 총계	1,323.5	1,501.1	1,541.6	1,516.3	1,608.2	1,741.5
YoY		13.4%	2.7%	-1.6%	6.1%	8.3%

자료: Clarksons, 단위: 백만톤

전세계 철광석 해상 교역량과 중국 비중

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017(E)
중국	435.9	614.6	602.6	665.4	723.9	794.9	913.8	939.7	1,007.9	1,078
총 교역량	849	902	997	1,058	1,115	1,194	1,342	1,368	1,415	1,487
중국 비중	51.3%	68.1%	60.4%	62.9%	64.9%	66.6%	68.1%	68.7%	71.2%	72.5%

자료: Clarksons, 단위: 백만톤

전세계 석탄 해상 교역량과 중국 비중

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017(E)
중국	91.7	141.3	165.6	228.7	264.9	239.1	163.6	200.5	219.4	221.7
총 교역량	809	932	1,001	1,122	1,184	1,218	1,144	1,141	1,199	1,221
중국 비중	11.3%	15.2%	16.5%	20.4%	22.4%	19.6%	14.3%	17.6%	18.3%	18.2%

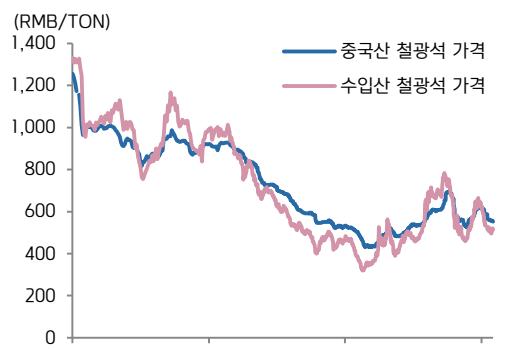
자료: Clarksons, 단위: 백만톤

>>> 중국 생산량과 가격, 운임 등 다양한 변수에도 수입량 지속 증가

가격 요인 외에 고품질 선호 및 환경 요인도 작용

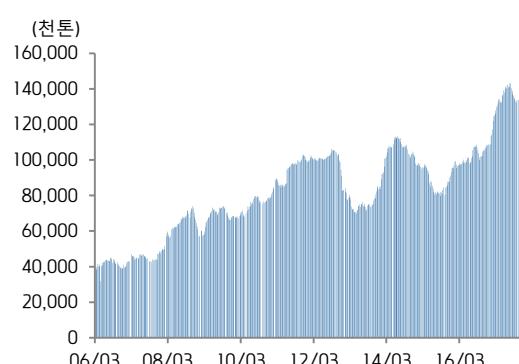
Cape 급 선박은 철광석을 수송하는데 가장 많이 사용되며, 해상으로 이동되는 철광석의 가장 큰 수입국은 중국이다. 중국의 수입량 증가에는 국내 철광석 생산 가격과 품질 등 다양한 요인이 작용하고 있다. 중국의 철광석 수입량에서 특히 주목할 지역은 브라질이 될 것이다. 브라질 철광석 수출 규모는 아직 호주에 비해 절반 수준에 불과하다. 운항 거리가 길기 때문에 운임이 상대적으로 높다는 점은 단점이지만 기존 Cape 선박보다 큰 Valemax를 통한 수출량이 증가하게 될 경우 낮은 가격의 철광석 유입으로 수요 증가 효과가 나타날 수 있기 때문이다.

중국 국내 철광석 가격과 수입 철광석 가격 추이



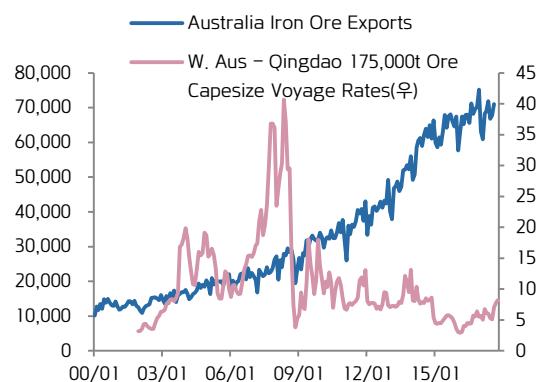
자료: CEIC

중국 철광석 재고량



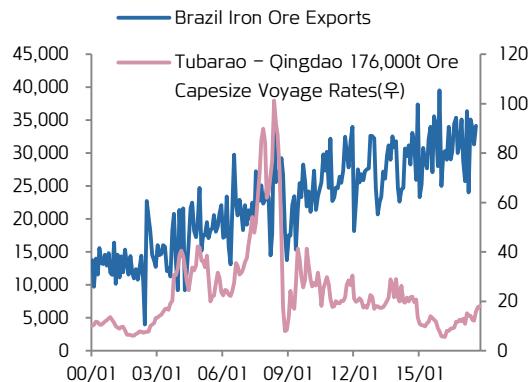
자료: CEIC

호주발 중국향 철광석 수입량과 운임



자료: Clarksons

브라질발 중국향 철광석 수입량과 운임



자료: Clarksons

>>> 컨테이너 선사들은 상위 선사들간의 M&A 진행

M&A 마무리 이후 얼라이언스 내에서 균형을 위한 발주 전망

과거 신조선 발주를 통해 규모를 확장하던 컨테이너 선사들은 후발 주자들도 발주에 동참해 선대 격차를 벌리는데 실패함에 따라 신조 발주보다는 상위 선사들간의 M&A를 통해 규모의 경제 효과를 강화시키고 있다. 이에 따라 컨테이너 100대 선사들 내에서 10위권 선사들의 선복량 기준 점유율이 더욱 높아진 상황이다. M&A 마무리 이후 대형 선사들은 얼라이언스 내에서의 균형을 위해 다시 초대형 선박 발주에 나설 움직임이 나타나고 있어 현대상선과 SM상선 등 후발 주자들의 차별적 전략이 요구되는 상황이다.

2011년 11월 28일 기준 선사별 선복량

Rnk	Operator	Total		Owned		Chartered			Orderbook		
		TEU	Ships	TEU	Ships	TEU	Ships	% Chart	TEU	Ships	% existing
1	APM-Maersk	2,503,497	655	1,178,482	218	1,325,015	437	52.9%	538,110	50	21.5%
2	Mediterranean Shg Co	2,068,001	478	985,687	206	1,082,314	272	52.3%	535,646	47	25.9%
3	CMA CGM Group	1,352,810	403	506,140	94	846,670	309	62.6%	70,070	8	5.2%
4	COSCO Container L.	644,410	146	348,005	95	296,405	51	46.0%	244,168	32	37.9%
5	Hapag-Lloyd	639,870	146	283,786	61	356,084	85	55.6%	132,000	10	20.6%
6	Evergreen Line	615,400	167	330,167	88	285,233	79	46.3%	308,000	35	50.0%
7	APL	607,031	146	169,547	45	437,484	101	72.1%	300,880	29	49.6%
8	CSCL	528,116	148	329,938	77	198,178	71	37.5%	159,822	19	30.3%
9	Hanjin Shipping	482,151	102	220,895	37	261,256	65	54.2%	243,864	30	50.6%
10	MOL	436,124	100	215,352	36	220,772	64	50.6%	109,620	11	25.1%
11	OOCL	412,760	88	281,432	46	131,328	42	31.8%	132,576	12	32.1%
12	NYK Line	412,169	104	308,175	58	103,994	46	25.2%	61,908	6	15.0%
13	Hamburg Süd Group	405,685	116	207,401	48	198,284	68	48.9%	196,788	31	48.5%
14	CSAV Group	388,609	86	52,221	11	336,388	75	86.6%	36,000	4	9.3%
15	Yang Ming Marine Transport Corp.	346,981	84	206,965	48	140,016	36	40.4%	89,038	14	25.7%
16	K Line	342,834	80	109,132	21	233,702	59	68.2%	45,200	5	13.2%
17	Zim	328,315	94	158,129	34	170,186	60	51.8%	153,216	13	46.7%
18	Hyundai M.M.	295,249	61	100,646	17	194,603	44	65.9%	156,075	15	52.9%
19	PIL (Pacific Int. Line)	269,411	143	161,819	93	107,592	50	39.9%	78,400	22	29.1%
20	UASC	231,533	55	126,696	28	104,837	27	45.3%	104,800	8	45.3%
상위 20 위 선사 Total		13,310,956	3,402	6,280,615	1,361	7,030,341	2,041		3,696,181	401	
상위 10 개 선사 비중		74.2%	73.2%	72.7%	70.3%	75.5%	75.2%		71.5%	67.6%	

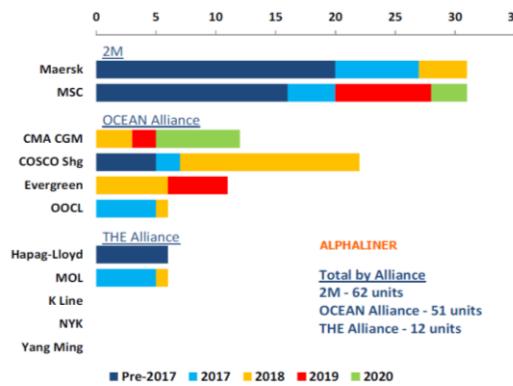
자료: Alphaliner

2017년 11월 기준 선사별 선복량

Rnk	Operator	Total		Owned		Chartered		Orderbook			
		TEU	Ships	TEU	Ships	TEU	Ships	% Chart	TEU	Ships	% existing
1	APM-Maersk	3,541,615	657	1,782,736	250	1,758,879	407	49.7%	224,990	18	6.4%
2	Mediterranean Shg Co	3,127,711	506	1,080,622	189	2,047,089	317	65.5%	378,038	22	12.1%
3	CMA CGM Group	2,480,801	494	922,170	118	1,558,631	376	62.8%	343,286	24	13.8%
4	COSCO Shipping Co Ltd	1,810,698	330	503,413	83	1,307,285	247	72.2%	522,617	29	28.9%
5	Hapag-Lloyd	1,507,604	213	1,020,000	115	487,604	98	32.3%			0.0%
6	Evergreen Line	1,068,506	194	551,817	105	516,689	89	48.4%	271,408	29	25.4%
7	OOCL	665,684	98	487,235	56	178,449	42	26.8%	42,826	2	6.4%
8	Yang Ming Marine Transport Corp.	579,826	95	209,150	45	370,676	50	63.9%	70,000	5	12.1%
9	MOL	574,083	80	240,846	27	333,237	53	58.0%	20,182	1	3.5%
10	Hamburg Süd Group	563,769	105	327,073	49	236,696	56	42.0%	22,980	6	4.1%
11	NYK Line	537,763	93	238,574	40	299,189	53	55.6%	112,208	8	20.9%
12	PIL (Pacific Int. Line)	391,355	135	272,229	113	119,126	22	30.4%	119,830	11	30.6%
13	Hyundai M.M.	363,707	62	111,358	13	252,349	49	69.4%	22,020	2	6.1%
14	Zim	356,869	73	27,800	6	329,069	67	92.2%			0.0%
15	K Line	341,746	58	80,150	12	261,596	46	76.5%	69,350	5	20.3%
16	Wan Hai Lines	223,844	88	172,286	72	51,558	16	23.0%			0.0%
17	X-press Fedders Group	144,695	95	24,020	20	120,675	75	83.4%			0.0%
18	KMTC	124,715	59	60,236	29	64,479	30	51.7%	1,000	1	0.8%
19	Antong Holdings (QASC)	104,694	99	71,259	41	33,435	58	31.9%	24,440	10	23.3%
20	SITC	104,453	78	71,625	52	33,828	26	32.4%	6,066	6	5.8%
상위 20위 선사 Total		18,614,138		3612,8254,599		1435,0360,539		2177	2,251,241		179
상위 10개 선사 비중				85.5%	76.7%	86.3%	72.3%	84.9%	79.7%	84.2%	76.0%

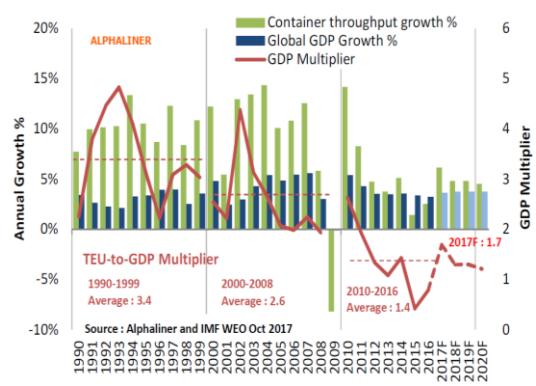
자료: Alphaliner

선사별 18,000TEU 이상 선박 인도 시기



자료: Alphaliner

세계 GDP 성장률과 컨테이너 처리량 증가를 비교



자료: Alphaliner

IV. 국내 벌크 선사의 경쟁력

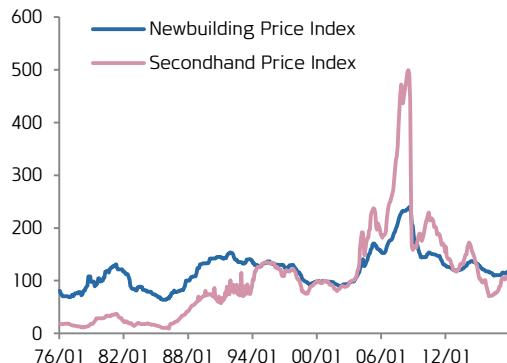
>> 고비용 장기 용선 부담 제한적

구조조정 마무리로 안정적 수익 구조 확보

특정 노선에서 화물을 수송함에 있어서 벌크 선사간의 운임 차이는 크지 않다. 컨테이너 선사는 선사 별 노선이 다양하고, 특정 노선을 장기간 운항해야 하는 특징이 있어 선사간의 운임 차이가 발생하기도 하지만 벌크선은 이런 화물은 COA와 CVC 등으로 수송하고, 여러 화주의 화물을 한 선박에 섞어서 수송하는 경우가 드물기 때문이다. 따라서 동일한 수준의 운임에서 수익을 창출하기 위해서는 원가를 절감하는 방법이 유일하다. 유류비는 차별화하기도 어렵다는 점에서 관건은 투입 선박 원가 차이이다. 선박 원가는 용선과 사선 모두 얼마나 낮은 시기에 계약을 체결해 용선료와 감가상각비를 절감하느냐에 달려있다.

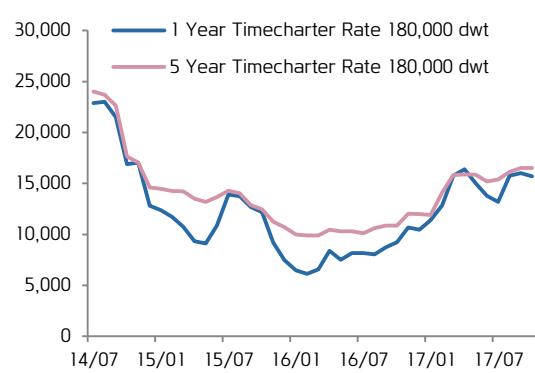
하단의 그래프를 살펴보면 용선료와 선박 가격은 계약 및 발주 시기에 따라 차이가 크다. 또한 용선료를 절감하기 위한 장기 용선은 계약 이후 저시황 시기로 진입해도 계약을 파기하기 어렵다. 국내 일부 선사는 과거 장기 용선 선박들의 용선료 부담으로 최근의 시황 개선 효과가 나타나지 못하고 있는 사례도 있다. 그러나 대한해운과 팬오션은 법정관리를 거치면서 수익을 내기 어려운 장기 용선 계약을 정리했다는 점이 투자 포인트가 될 것이다.

벌크선 신조선과 중고선 가격 추이



자료: Clarksons

벌크선 용선료 추이



자료: Clarksons

>>> 장기 운송 계약을 활용한 안정성

운임 급등 시기에는 다소 아쉽지만 안정적인 cash cow 역할

벌크와 컨테이너 해운은 전세계 화주를 대상으로 영업을 하고 있다는 점은 동일하지만 특정 화주가 선사와 10년이 넘는 장기 계약을 체결하고, 선사는 이 화주만을 위한 전용선대를 구축하는 사례는 벌크 해운만의 특성이다. 전용선대는 한국전력, POSCO 등 스팟 운임 변화에 따른 수익 확대를 추구하기 보다는 안정적 화물 수송을 우선으로 원하는 기업들과의 계약으로 변동비와 무관하게 고정된 수익을 확보하고 있다. 전용선대 비중이 높으면 스팟 운임 상승 시기에 이익을 늘리는데 한계가 있기도 하지만 유가 등락에도 꾸준하게 이익을 창출하는 측면에서는 긍정적이다.

팬오션 전용선대와 발주 현황, 도입 예정 선박, 인도시점

화주명	척수	잔여기간
Vale	8	19.3
국내 발전자회사	6	9.8
Fibria	5	20.0
포스코	4	11.4
현대제철	3	12.7
Coal & Oil	1	4.8
CVC 투입 사선 합계	27	15.0
잔여 벌크사선	34	
비벌크사선	20	
도입 예정 선박	척수	인도 예정 시점
Fibria	5	18년 12월부터~

자료: 팬오션

대한해운 전용선대와 발주 현황

화주명	척수	DWT
포스코	7	1,362,153
한국전력공사	4	671,352
SNNC	2	127,600
한국가스공사	10	795,171
현대글로비스	2	193,182
GS동해전력	2	148,848
S-Oil	1	297,412
탱커선	3	150,576
부정기 사선	6	471,181
도입 예정 선박	척수	인도 예정 시점
LNG선	2	19년 4Q부터
벌크선	2	20년 3Q부터
벌크선	2	19년 4Q부터

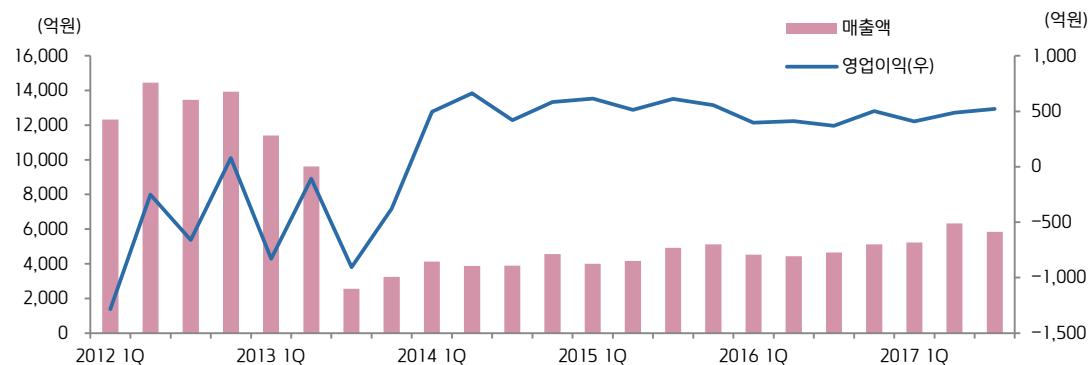
자료: 대한해운

>>> 비용 절감 과정에서 낫아진 신뢰 회복 시점 주목

주요 화주와의 장기 운송 계약 복원으로 선대 확대 기회도 증가

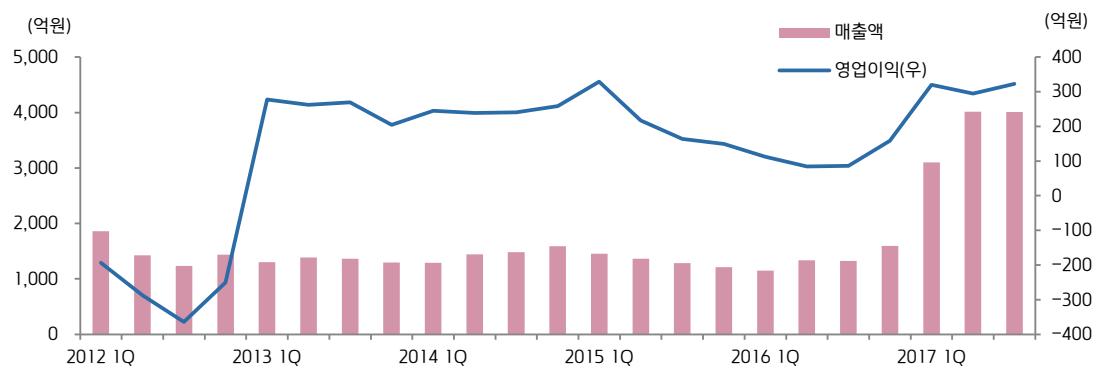
법정관리 이후 대한해운과 팬오션은 꾸준한 영업이익을 창출하고 있다. 또한 전용선 계약이 체결되지 않은 사선도 보유하고 있어 시황 개선이 사선의 수익성 개선으로도 무난하게 연결될 것이다. 따라서 향후 추가적인 상승세를 이어가기 위해서는 화주 다양화와 선대 확대가 전제되어야 할 것이다. 용선료를 절감하는 과정에서 기존 화주들과의 운송 계약도 파기됐고, 신뢰가 훼손되면서 신규 화주와의 계약에도 어려움이 있었기 때문이다. 따라서 최근 브라질 Vale와 호주 BHP Billiton 등 유력 화주들과 운송 계약이 이루어지기 시작했다는 점은 주목해야 할 것이다. 화주들과의 관계가 복원되어야 선대 확장에도 나설 수 있어 향후 선대 확충 및 Spot 영업 강화 등으로 연결될 수 있을 것으로 기대한다.

팬오션 매출액과 영업이익



자료: 팬오션

대한해운 매출액과 영업이익



자료: 대한해운

V. Valuation

>> 저시황에도 이익을 낼 수 있는 원가 구조가 프리미엄 요인

선제적 구조조정 마무리, 화주 확대와 선대 도입 속도가 추가 상승폭을 결정

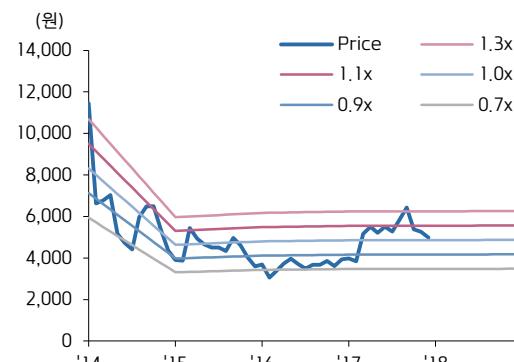
해운사는 전통적으로 벨류에이션을 판단할 때 PBR을 적용해왔다. 그러나 팬오션과 대한해운 모두 구조조정 과정에서 큰 폭의 자본금과 영업외 부문 손익 변동이 발생했었기 때문에 과거 PBR 밴드를 통한 적정 가치 산정이 쉽지 않다. 또한 해외 벌크 선사들의 PBR 기준 벨류에이션을 살펴보면 1배를 상회하는 기업도 많지 않은 것을 알 수 있다. 그러나 우리가 팬오션과 대한해운에 PBR 1배 이상 적용이 가능하다고 판단한 근거는 1) 국내 벌크 선사는 BDI지수가 사상 최저치를 기록했던 지난 16년에도 영업이익을 창출할 정도의 저비용 구조를 확보했고, 2) 오버행 이슈와 자회사 합병 등 펀더멘탈 이외의 이슈로 주가가 조정을 받았고, 3) 가장 관건이었던 주요 해외 화주들과의 운송 계약이 재개되며 향후 성장성에 대한 기대감이 높아지고 있기 때문이다. 특히 3)의 경우 법정관리를 거치며 화주 및 선주들과의 신뢰 하락이 불가피했던 만큼 계약 재개는 장기 운송 계약은 물론이고 Spot 부문에서도 외형 성장 요인으로 작용할 전망이다.

대한해운 PBR 밴드



자료: Fnguide

팬오션 PBR 밴드



자료: Fnguide



기업분석

대한해운
(005880)

BUY(Maintain)/목표주가 34,000원
과도한 하락, 이익은 오히려 개선

팬오션
(028670)

BUY(Initiate)/목표주가 6,400원
추가 선대 확대 속도 주목

대한해운 (005880)



BUY(Maintain)

주가(11/17) 26,100원

목표주가 34,000원

SM상선 편입 제외로 18년 매출은 추가 성장이 아닌 마이너스 성장이 불가피할 전망이어서 목표주가를 '34,000원'으로 하향한다. 그러나 컨테이너 산업은 적정 규모 선대를 구축해야 하고, 다수의 화주를 확보해야 하는 특성이 있어 자금과 시장 안착 부담이 있었다는 점에서 수익은 오히려 증가할 것이다. 여기에 대한해운과 대한상선이 브라질과 호주의 주요 철광석 화주들과 장기 운송 계약을 기대보다 빠르게 체결하며 성장에 대한 기대감도 높이고 있다. 따라서 기존 안정적 영업이익에 전용선대 추가와 스팟 영업 강화를 통해 추가 상승이 가능할 것으로 전망해 투자의견 'BUY'는 유지한다.

Stock Data

KOSPI (11/17)	2,533.99pt
시가총액	6,107억원
52주 주가동향	최고가 38,050원 최저가 15,500원 최고/최저가 대비 등락 -34.30% 61.29%
주가수익률	절대 상대 1M -28.0% -29.5% 6M -15.1% -23.1% 1Y 51.5% 18.3%

Company Data

발행주식수	24,427천주
일평균 거래량(3M)	301천주
외국인 지분율	4.95%
배당수익률(17.E)	0.00%
BPS (17.E)	31,106원
주요 주주	티케이케미칼 외 17인
	50.23%

Price Trend



과도한 하락, 이익은 오히려 개선

>>> 18년 매출은 감소, 이익은 증가

대한해운은 금년부터 SM상선과 대한상선이 새롭게 연결 법인으로 편입되면서 매출과 영업이익 모두 큰 폭의 성장을 기록하고 있음. 그러나 SM상선이 18년부터 다시 연결 법인에서 제외됨에 따라 주가는 급락했음. SM상선이 3분기 누적 1,859억원의 매출을 기록했다는 점에서 18년 마이너스 성장은 불가피할 것임. 반면 같은 기간 249억원의 적자도 기록했고, 대형 선사 중심으로 재편된 컨테이너 산업에서 선대 확보와 적정 운임 부과의 어려움을 감안하면 이익은 오히려 증가할 전망임.

>>> 해외 주요 화주들과 장기계약 체결

대한해운이 선제적 구조조정 과정을 거치며 고비용 용선 계약을 정리한 것은 긍정적이지만 이 과정에서 해외 대형 화주와의 관계도 악화되었음. 따라서 이들 해외 대형 화주와의 장기 운송 계약 재개 여부에 대한 관심이 높았는데 하반기부터 호주와 브라질 주요 광산 기업들과 장기 운송 계약 체결에 성공하고 있어 다른 화주와의 신규 계약에도 긍정적으로 작용할 전망임.

>>> 안정성은 더욱 강화

전용선대 확대를 통한 안정성은 추가 수익 확보를 위한 선대 확충으로 연결될 수 있을 것임. 따라서 SM상선 제외로 18년 매출이 성장이 아닌 감소로 전환됨에 따라 목표주가는 '34,000원'으로 하향 조정하지만 기존 벌크 사업의 안정성은 더욱 강해졌다고 판단, 투자의견 'BUY'는 유지함.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	5,317	5,403	15,473	13,648	14,266
보고영업이익(억원)	860	441	1,229	1,470	1,533
핵심영업이익(억원)	860	441	1,229	1,470	1,533
EBITDA(억원)	1,693	1,285	2,035	2,279	2,344
세전이익(억원)	404	351	1,502	824	880
순이익(억원)	395	308	1,436	790	844
자배주주지분순이익(억원)	389	298	1,532	790	844
EPS(원)	1,594	1,220	6,273	3,236	3,456
증감율(%YoY)	-46.1	-23.5	414.1	-48.4	6.8
PER(배)	11.9	14.1	4.2	8.1	7.6
PBR(배)	0.8	0.7	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	7.7	13.6	8.5	7.5	6.9
보고영업이익률(%)	16.2	8.2	7.9	10.8	10.7
핵심영업이익률(%)	16.2	8.2	7.9	10.8	10.7
ROE(%)	7.4	5.2	20.6	9.8	9.5
순부채비율(%)	146.6	209.1	148.4	125.0	105.9

>>> SM상선 제외로 매출 감소는 불가피하지만 이익은 오히려 증가

컨테이너 해운은 자금 부담이 높고 시장 안착이 쉽지 않은 산업

대형 화주들과 전용선 계약 체결이 늘어나는 벌크 해운의 안정성 주목

지난 11월 3일 SM상선이 우방건설산업과의 합병에 따라 18년부터 연결 법인에서 제외된다고 공시한 이후 주가가 급락했다. SM상선이 3분기 누적 1,859억원의 매출을 기록했고, 선대 확장을 준비하고 있어 18년 주요 성장 동력으로 기대를 모으고 있었기 때문에 우리는 컨테이너 사업은 주간 단위의 운항 서비스를 제공하기 위해 선박을 추가로 확보해야 하고, 수많은 화주들을 확보하기 위해 대형 선사들과 경쟁이 불가피 하기 때문에 경쟁사 대비 낮은 선박 원가에도 불구하고 수익 창출은 18년 하반기 이후로 전망하고 있었다. 그러나 큰 폭의 외형 성장은 기대하고 있었기 때문에 SM상선 제외로 18년 대한해운은 매출 역성장이 불가피해 목표주가는 '34,000원'으로 하향 조정한다.

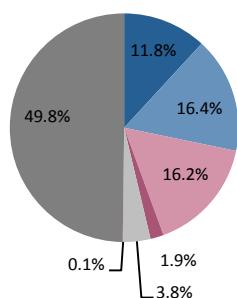
그러나 대한해운과 대한상선의 벌크 해운업은 꾸준한 성장이 기대된다. 법정관리를 거치며 비용구조는 개선됐지만 화주와의 신뢰 하락도 함께 진행됐다. 하지만 양사 모두 브라질과 호주의 주요 광산업체와 장기 운송 계약을 체결하면서 신뢰 회복에 나서고 있고, 기존 전용선 계약은 지난 16년의 최악의 저시황에서도 이익을 유지할 정도의 안정성을 제공하고 있다. 따라서 대한상선도 대한해운처럼 법정관리 탈피 초기 전용선 계약 해지 가능성은 있지만 신규 계약도 빠르게 추가될 것으로 기대하며 Spot 부문도 함께 강화될 수 있을 것으로 전망해 최근의 주가하락은 좋은 매수 기회라고 판단, 투자의견 'BUY'는 유지한다.

대한해운 연결 회사

회사명	업종	지분율	3Q 누적 매출액	3Q 누적 영업이익
케이엘씨에스엠	선박관리	71.50%	490.0	29.1
코리코엔터프라이스	선박부품공급	66.82%	183.1	-0.1
대한상선	해운업	71.71%	1,482.1	207.7
에스엠상선	해운업	49.00%	1,859.3	-249.4
삼선글로벌	해운업	99.71%	4.7	0.7
바로코사	도매유통업	83.88%	35.6	-0.2
바로코사유통사하	도매유통업	83.88%	76.8	0.1
이코사주류	도매유통업	83.88%	81.9	0.5
한덕철광	광업	100.00%	58.3	-7.0
에스엠상선광양터미널	선박하역업	97.86%	154.4	-11.9
에스엠상선경인터미널	선박하역업	92.73%	49.4	6.3
한국선박금융	서비스업	62.36%	11.1	-1.6

자료: 대한해운, 단위: 억원

대한해운 주주구성



자료: 대한해운

대한해운 사선 발주 현황

	DWT		예정인도시점
	별크선	LNG선	
ティ케이케미칼	81,200	7,500	20년 3Q
케이엘홀딩스	81,200	7,500	20년 3Q
케이엘홀딩스이호	325,000	7,500	19년 4Q
삼라	325,000	7,500	20년 1Q
CBM		예정인도시점	
경남모지		7,500	19년 4Q
기타 특수관계인		7,500	19년 4Q
기타 주주		7,500	19년 4Q

자료: 대한해운

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	5,317	5,403	15,473	13,648	14,266
매출원가	4,285	4,775	13,297	11,653	12,127
매출총이익	1,032	629	2,175	1,996	2,139
판매비 및 일반관리비	171	188	946	525	606
영업이익(보고)	860	441	1,229	1,470	1,533
영업이익(핵심)	860	441	1,229	1,470	1,533
영업외손익	-456	-90	273	-647	-653
이자수익	13	8	0	0	0
배당금수익	1	1	0	0	0
외환이익	42	91	41	0	0
이자비용	306	279	279	510	510
외환손실	22	0	82	0	0
관계기업지분법손익	-1	1	2	0	0
투자및기타자산처분손익	-107	-97	1	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-2	19	1,007	0	0
기타	-75	166	-418	-136	-143
법인세차감전이익	404	351	1,502	824	880
법인세비용	9	43	67	33	35
유효법인세율 (%)	2.2%	12.3%	4.4%	4.0%	4.0%
당기순이익	395	308	1,436	790	844
지배주주지분순이익(억원)	389	298	1,532	790	844
EBITDA	1,693	1,285	2,035	2,279	2,344
현금순이익(Cash Earnings)	1,229	1,153	2,242	1,599	1,656
수정당기순이익	502	377	671	790	844
증감율(%), YoY					
매출액	-8.4	1.6	186.4	-11.8	4.5
영업이익(보고)	-12.5	-48.8	178.9	19.6	4.2
영업이익(핵심)	-12.5	-48.8	178.9	19.6	4.2
EBITDA	-8.1	-24.1	58.3	12.0	2.9
지배주주지분 당기순이익	-45.7	-23.4	414.1	-48.4	6.8
EPS	-46.1	-23.5	414.1	-48.4	6.8
수정순이익	-10.1	-25.0	78.3	17.7	6.8

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	1,383	1,130	1,628	1,876	1,562
당기순이익	395	308	1,436	790	844
감가상각비	812	830	793	798	802
무형자산상각비	21	15	13	11	9
외환손익	-42	-90	41	0	0
자산처분손익	160	246	-1	0	0
지분법손익	1	-1	-2	0	0
영업활동자산부채 증감	-155	-112	-610	277	-94
기타	191	-66	-41	0	0
투자활동현금흐름	-2,513	-3,666	-1,415	-810	-934
투자자산의 처분	30	8	-514	93	-32
유형자산의 처분	325	427	0	0	0
유형자산의 취득	-2,872	-4,287	-900	-900	-900
무형자산의 처분	-6	-1	0	0	0
기타	10	186	-2	-3	-3
재무활동현금흐름	1,138	2,773	1,018	-174	68
단기차입금의 증가	-1,330	-1,038	0	0	0
장기차입금의 증가	1,680	1,801	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	788	2,010	1,018	-174	68
현금및현금성자산의순증가	141	280	1,231	893	695
기초현금및현금성자산	423	564	844	2,075	2,967
기말현금및현금성자산	564	844	2,075	2,967	3,663
Gross Cash Flow	1,537	1,242	2,238	1,599	1,656
Op Free Cash Flow	-1,359	-3,168	228	1,300	980

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,678	3,786	7,605	7,846	8,762
현금및현금성자산	564	844	2,075	2,967	3,663
유동금융자산	87	238	682	602	629
매출채권및유동채권	660	1,768	3,438	3,033	3,170
재고자산	367	935	1,407	1,241	1,297
기타유동비금융자산	0	1	4	3	3
비유동자산	13,501	18,258	18,464	18,539	18,636
장기매출채권및기타비유동채권	5	19	55	49	51
투자자산	69	75	148	135	140
유형자산	13,198	17,833	17,940	18,042	18,140
무형자산	33	131	118	107	98
기타비유동자산	197	199	202	205	207
자산총계	15,179	22,045	26,069	26,385	27,399
유동부채	2,389	3,799	5,369	5,068	5,170
매입채무및기타유동채무	571	1,096	3,138	2,768	2,894
단기차입금	514	1,067	1,067	1,067	1,067
유동성장기차입금	1,479	1,748	1,748	1,748	1,748
기타비유동부채	-175	-112	-584	-515	-538
비유동부채	7,096	11,986	13,004	12,830	12,898
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	7,006	11,360	11,360	11,360	11,360
기타비유동부채	90	626	1,644	1,471	1,538
부채총계	9,486	15,784	18,373	17,898	18,068
자본금	1,221	1,221	1,221	1,221	1,221
주식발행초과금	310	310	310	310	310
이익잉여금	1,106	1,404	2,937	3,727	4,571
기타자본	2,994	3,130	3,130	3,130	3,130
지배주주지분자본총계	5,632	6,066	7,598	8,389	9,233
비지배주주지분자본총계	62	194	98	98	98
자본총계	5,694	6,260	7,696	8,486	9,331
순차입금	8,348	13,093	11,418	10,605	9,883
총차입금	8,999	14,175	14,175	14,175	14,175
투자지표					
					(단위: 원, 배, %)
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	1,594	1,220	6,273	3,236	3,456
BPS	23,056	24,834	31,106	34,342	37,798
주당EBITDA	6,934	5,262	8,331	9,330	9,597
CFPS	5,031	4,719	9,177	6,546	6,779
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	11.9	14.1	4.2	8.1	7.6
PBR	0.8	0.7	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	7.7	13.6	8.5	7.5	6.9
PCFR	3.8	3.6	2.8	4.0	3.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	16.2	8.2	7.9	10.8	10.7
영업이익률(핵심)	16.2	8.2	7.9	10.8	10.7
EBITDA margin	31.8	23.8	13.2	16.7	16.4
순이익률	7.4	5.7	9.3	5.8	5.9
자기자본이익률(ROE)	7.4	5.2	20.6	9.8	9.5
투하자본이익률(ROIC)	6.6	2.3	4.7	5.5	5.7
안정성(%)					
부채비율	166.6	252.1	238.7	210.9	193.6
순차입금비율	146.6	209.1	148.4	125.0	105.9
이자보상배율(배)	2.8	1.6	4.4	2.9	3.0
활동성(배)					
매출채권회전율	6.9	4.5	5.9	4.2	4.6
재고자산회전율	16.2	8.3	13.2	10.3	11.2
매입채무회전율	8.8	6.5	7.3	4.6	5.0



ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다

팬오션 (028670)

**BUY(Initiate)**

주가(11/17) 5,300원

목표주가 6,400원

팬오션은 27척의 CVC 수행 선박 포함 61척의 벌크 사선과 20척의 비벌크 사선 등 총 81척의 사선을 보유하고 있다. 공급 부담이 더 완화되는 18년 이들 선대의 수익성은 더욱 높아질 것이며 철광석과 석탄 뿐 아니라 곡물과 페루까지 다양한 운송 경험을 가지고 있다는 점도 주요 경쟁력이 될 것이다. 따라서 18년 추가적 이익 증가는 무난하겠지만 경쟁 기업 대비 다소 높은 벨류에이션과 사업 확대가 기대보다는 더디게 진행되고 있다는 점은 아쉬운 상황이다. 따라서 투자의견 'BUY'와 목표주가를 '6,400원'으로 커버리지를 개시한다.

Stock Data

KOSPI (11/17)	2,533.99pt
시가총액	26,673억원
52주 주가동향	최고가 최저가
	6,650원 3,800원
최고/최저가 대비 등락	-24.96% 31.32%
주가수익률	절대 상대
1M	-8.8% -10.7%
6M	-6.9% -15.7%
1Y	24.6% -2.7%

Company Data

발행주식수	534,538천주
일평균 거래량(3M)	4,142천주
외국인 지분율	7.48%
배당수익률(17.E)	0.00%
BPS(17.E)	5,049원
주요 주주	제일홀딩스 외 33인
	58.81%

Price Trend**미계약 사선과 다양한 운송 경험
으로 높은 상승 잠재력****>>> 가장 높은 상승 잠재력 보유**

하림 그룹으로 편입된 팬오션은 법정 관리를 거치면서 확보한 저비용 구조를 통해 지난 16년의 저시황에서도 영업이익을 창출했다. 여기에 곡물 트레이딩 사업 강화를 통한 모그룹과의 시너지 창출과 보유중인 미계약 사선을 통한 수익성 추가 개선도 기대할 수 있어 18년 운임 상승 지속의 가장 큰 수혜 잠재력을 보유하고 있다고 판단됨.

>>> 다양한 화물 취급 노하우

팬오션이 보유하고 있는 27척의 CVC 계약선 포함한 61척의 벌크 사선은 향후 시황 개선과 함께 영업이익 증가의 가장 큰 원동력으로 작용할 것임. CVC 계약은 국내 발전 자회사들과 포스코는 물론이고 해외 Vale와 Fibria 등 대형 화주들과 철광석, 석탄, 곡물, 페루 등 다양한 화물을 수송하고 있어 안정적 화물 수송을 원하는 화주들에게 메리트로 작용할 것임.

>>> 벨류에이션과 사업 확장 속도 주목

수년간 지속된 저시황으로 경쟁 선사들의 발주 여력이 부족하고, 지난 2년간의 발주 공백에 따라 공급 측면의 부담 완화가 이어질 가능성이 높아 팬오션의 이익 증가는 이어질 것임. 다만 경쟁사 대비 다소 높은 벨류에이션은 선대 확장 속도를 통해 해소될 것으로 판단됨. 따라서 투자의견 'BUY'와 목표주가 '6,400원'으로 커버리지를 개시함.

투자지표, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	18,193	18,740	23,371	26,058	29,532
보고영업이익(억원)	2,294	1,679	1,940	2,231	2,492
핵심영업이익(억원)	2,294	1,679	1,940	2,231	2,492
EBITDA(억원)	3,923	3,369	3,556	3,820	4,055
세전이익(억원)	1,776	991	1,380	1,772	2,026
순이익(억원)	455	971	1,329	1,735	1,983
지배주주지분순이익(억원)	455	979	1,345	1,757	2,008
EPS(원)	125	182	249	325	371
증감률(%YoY)	-97.9	46.0	36.3	30.5	14.3
PER(배)	29.5	21.8	21.3	16.3	14.3
PBR(배)	0.8	0.8	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	8.1	10.0	11.0	9.6	8.5
보고영업이익률(%)	12.6	9.0	8.3	8.6	8.4
핵심영업이익률(%)	12.6	9.0	8.3	8.6	8.4

>>> 사선을 통한 안정적 이익 창출 능력 확인

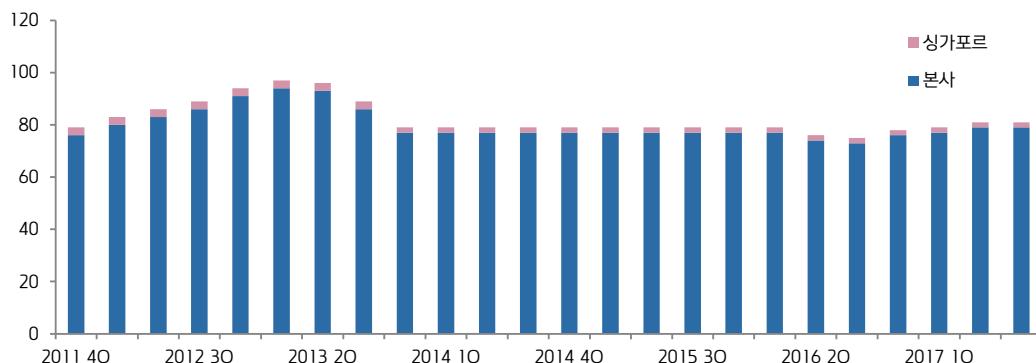
주요 대형 화주들과 다양한 화물 운송 경험이 메리트

벨류에이션 프리미엄은 선대 확충을 통한 해소 기대

과거 사선과 용선 포함 400척이 넘는 선대를 구축했던 팬오션은 법정 관리를 통해 고가의 장기 용선 규모를 축소하고, 노후 사선을 매각하며 지난 16년 초저시황에서도 영업이익을 창출하는 안정적 수익 구조를 구축했다. 또한 여전히 27척의 전용선대를 포함한 61척의 벌크 사선을 확보하고 있어 향후 운임 개선의 수혜가 무난하며, 발전 자회사와 POSCO 등 국내 대형 화주 및 Vale와 Fibria 등의 해외 대형 화주들과 철광석과 석탄 등은 물론이고 곡물과 펄프 등까지도 수송한 경험을 가지고 있다.

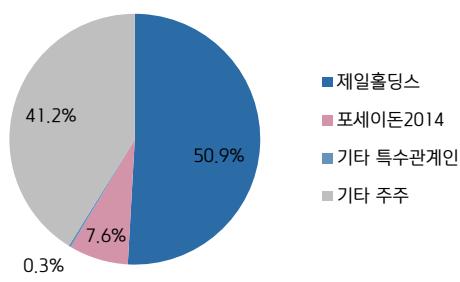
운임이 급등해 다수의 선사들이 대규모 이익을 창출하기 전까지는 신규 발주가 재개되기 어려울 전망이며, 기존 오더북 인도 예정 물량은 노후 선박 폐선과 함께 진행되면서 18년 공급 측면의 부담은 추가로 완화되어 운임 상승으로 연결될 전망이다. 따라서 미계약 사선이 많고, 저비용 구조를 구축한 팬오션이 가장 큰 수혜를 볼 것으로 전망된다. 따라서 벨류에이션 측면의 프리미엄을 팬오션의 적극적인 선대 확충을 통해 해소하면 추가 상승이 진행될 수 있을 것으로 전망된다는 점에서 투자의견 'BUY'와 목표주가 '6,400원'으로 커버리지를 개시한다.

팬오션 선대 추이



자료: 팬오션, 선대:연불 매입 및 자가 매입선

팬오션 주주구성



자료: 팬오션

팬오션 선대 구성

	사선	용선
Dry Bulk	CVC	27
	비계약 벌크 사선	34
Dry Bulk		61
Container		4
Chemical Tanker		1
MR Tanker		10
Aframax Tanker		1
LNG		1
Heavy Lift Vessel		2
Non-Dry Bulk		7
Total		130

자료: 팬오션

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	18,193	18,740	23,371	26,058	29,532
매출원가	15,317	16,504	20,770	22,982	26,047
매출총이익	2,876	2,236	2,601	3,075	3,485
판매비 및 일반관리비	582	557	661	844	993
영업이익(보고)	2,294	1,679	1,940	2,231	2,492
영업이익(핵심)	2,294	1,679	1,940	2,231	2,492
영업외손익	-518	-688	-560	-460	-467
이자수익	47	28	0	0	0
배당금수익	11	4	0	0	0
외환이익	523	142	15	0	0
이자비용	762	441	191	407	407
외환손실	436	173	8	0	0
관계기업지분법손익	-3	4	1	0	0
투자및기타산처분손익	19	-43	-1	0	0
금융상품평가및기타금융이익	57	998	375	0	0
기타	26	-1,206	-750	-52	-59
법인세차감전이익	1,776	991	1,380	1,772	2,026
법인세비용	8	20	51	37	43
유효법인세율 (%)	0.5%	2.1%	3.7%	2.1%	2.1%
당기순이익	455	971	1,329	1,735	1,983
지배주주지분순이익(억원)	455	979	1,345	1,757	2,008
EBITDA	3,923	3,369	3,556	3,820	4,055
현금순이익(Cash Earnings)	2,085	2,661	2,945	3,323	3,546
수정당기순이익	379	36	1,046	1,735	1,983
증감율(%), YoY					
매출액	10.6	3.0	24.7	11.5	13.3
영업이익(보고)	6.2	-26.8	15.5	15.0	11.7
영업이익(핵심)	6.2	-26.8	15.5	15.0	11.7
EBITDA	4.6	-14.1	5.5	7.4	6.1
지배주주지분 당기순이익	-94.2	114.9	37.4	30.6	14.3
EPS	-97.9	46.0	36.3	30.5	14.3
수정순이익	-95.0	-90.4	2,774.3	65.8	14.3

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	3,053	2,510	2,302	3,459	3,391
당기순이익	455	971	1,329	1,735	1,983
감가상각비	1,627	1,683	1,609	1,583	1,557
무형자산상각비	2	7	6	6	6
외환손익	-13	18	-6	0	0
자산처분손익	27	122	1	0	0
지분법손익	3	-4	-1	0	0
영업활동자산부채 증감	-296	-311	-640	135	-155
기타	1,246	23	4	0	0
투자활동현금흐름	-392	-924	-1,153	-1,085	-1,112
투자자산의 처분	39	-207	-144	-83	-108
유형자산의 처분	1	239	0	0	0
유형자산의 취득	-547	-994	-994	-994	-994
무형자산의 처분	-5	-23	0	0	0
기타	120	61	-15	-8	-10
재무활동현금흐름	-4,171	-1,979	96	81	120
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	-3,448	-1,979	0	0	0
자본의 증가	7,943	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-8,666	0	96	81	120
현금및현금성자산의순증가	-1,225	-331	1,246	2,454	2,399
기초현금및현금성자산	4,007	2,782	2,451	3,696	6,150
기말현금및현금성자산	2,782	2,451	3,696	6,150	8,550
Gross Cash Flow	3,349	2,820	2,942	3,323	3,546
Op Free Cash Flow	3,064	2,007	1,452	2,421	2,303

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	6,262	5,733	8,102	10,700	13,616
현금및현금성자산	2,782	2,451	3,696	6,150	8,550
유동금융자산	146	203	253	282	319
매출채권및유동채권	2,898	2,596	3,246	3,257	3,602
재고자산	400	478	899	1,002	1,136
기타유동비금융자산	35	6	8	9	10
비유동자산	36,881	37,573	37,122	36,624	36,180
장기매출채권및기타비유동채권	146	235	293	327	370
투자자산	207	399	498	553	623
유형자산	36,404	36,780	36,165	35,576	35,013
무형자산	85	103	96	90	85
기타비유동자산	39	56	70	78	88
자산총계	43,143	43,306	45,224	47,324	49,796
유동부채	4,990	5,239	5,729	6,014	6,382
매입채무및기타유동채무	2,214	1,965	2,450	2,732	3,096
단기차입금	52	21	21	21	21
유동성장기차입금	2,679	3,234	3,234	3,234	3,234
기타비유동부채	46	20	25	27	31
비유동부채	13,838	12,409	12,505	12,586	12,706
장기매입채무및비유동채무	1	1	1	1	2
사채및장기차입금	12,468	11,949	11,949	11,949	11,949
기타비유동부채	1,369	459	555	636	756
부채총계	18,828	17,648	18,235	18,600	19,088
자본금	5,244	5,344	5,345	5,345	5,345
주식발행초과금	6,877	7,148	7,148	7,148	7,148
이익잉여금	-3,082	-2,098	-753	1,004	3,012
기타자본	15,022	15,012	15,012	15,012	15,012
지배주주지분자본총계	24,062	25,407	26,753	28,510	30,518
비지배주주지분자본총계	253	252	236	214	189
자본총계	24,314	25,659	26,989	28,724	30,707
순차입금	12,271	12,550	11,254	8,771	6,334
총차입금	15,199	15,203	15,203	15,203	15,203
투자지표					
					(단위: 원, 배, %)
12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	125	182	249	325	371
BPS	4,636	4,801	5,049	5,374	5,745
주당EBITDA	1,076	633	665	715	759
CFPS	572	500	551	622	663
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	29.5	21.8	21.3	16.3	14.3
PBR	0.8	0.8	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	8.1	10.0	11.0	9.6	8.5
PCF	6.5	8.0	9.6	8.5	8.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	12.6	9.0	8.3	8.6	8.4
영업이익률(핵심)	12.6	9.0	8.3	8.6	8.4
EBITDA margin	21.6	18.0	15.2	14.7	13.7
순이익률	2.5	5.2	5.7	6.7	6.7
자기자본이익률(ROE)	2.4	3.9	5.0	6.2	6.7
투하자본이익률(ROIC)	6.4	4.3	3.8	4.5	5.1
안정성(%)					
부채비율	77.4	68.8	67.6	64.8	62.2
순차입금비율	50.5	48.9	41.7	30.5	20.6
이자보상배율(배)	3.0	3.8	10.2	5.5	6.1
활동성(배)					
매출채권회전율	7.0	6.8	8.0	8.0	8.6
재고자산회전율	36.7	42.7	33.9	27.4	27.6
매입채무회전율	7.5	9.0	10.6	10.1	10.1

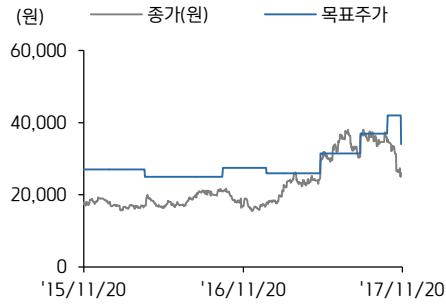
투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	고리율(%)			
				목표 가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비	최저 주가 대비
대한해운 (005880)	2016-04-08	BUY(Maintain)	25,000원	6개월	-24.91	-13.40	
	2016-10-05	BUY(Maintain)	27,500원	6개월	-34.68	-21.09	
	2017-01-13	BUY(Maintain)	26,000원	6개월	-14.72	0.77	
	2017-05-16	BUY(Maintain)	31,500원	6개월	4.80	20.79	
	2017-08-16	BUY(Maintain)	37,000원	6개월	-3.38	2.70	
	2017-10-17	BUY(Maintain)	42,000원	6개월	-26.70	-15.71	
	2017-11-20	BUY(Maintain)	34,000원	6개월			

*주가는 수정주가를 기준으로 고리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)

대한해운 (005880)



팬오션 (028670)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Market(perform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2016/10/01~2017/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	152	93.25%
중립	10	6.13%
매도	1	0.61%