

KOSPI | 운송

KSS해운 (044450)

국내 최대 VLGC 보유선사로 고성장세 지속

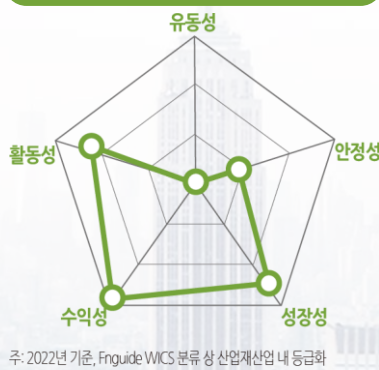
체크포인트

- 1984년 국내 해운산업 합리화 조치 이후 40년간 국내 최대 특수선사로 성장. 가스선 및 케미칼 해운사로 총 33척 선단 보유. VLGC(초대형가스운반선) 보유척수는 15척으로 글로벌 6위 규모, 2023년 1분기 매출비중은 가스선 89.7%, 케미컬선 10.3% 차지
- 투자포인트: 1) 신조선 인수 확대로 담보된 성장성과 수익성, 2) VLGC 운임 강세 수혜 지속, 3) LPG 해상물동량 증가세 지속, 4) OLD PANAMAX급 VLGC 세계시장 1위의 경쟁력 확보
- 2023년 매출액 5,011억원(YoY +12.5%), 영업이익 1,034억원(YoY +48.8%) 전망, 영업이익률은 20.6%로 전년대비 +5.0%p 상승 전망. VLGC2척 선대 확대효과, 연료비용 대폭 감소에 따른 원가율 하락으로 매출 및 영업이익 역대 최대치 랠리 지속

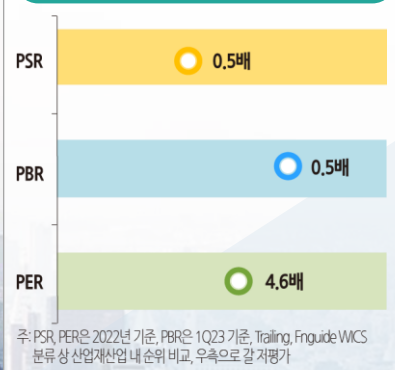
주가 및 주요이벤트



재무지표



벨류에이션 지표



글로벌 6위권 VLGC 선단을 보유, 고성장 중인 특수선 해운업체

1969년 코리아케미컬캐리어스(주)를 모태로 설립, 1984년 국내 해운산업 합리화 조치 이후 40년간 국내 최대 특수선사로 성장. 가스선 및 케미칼 해운사로 총 33척 선단 중 VLGC(초대형 가스운반선) 보유척수는 15척으로 글로벌 6위 규모, 2023년 1분기 매출비중은 가스선 89.7%, 케미칼선 10.3% 차지

VLGC 업황 호조 수혜 전망

VLGC 업황 호조요인은 1)세일가스 혁명 이후 미국의 LPG 수출량 증가세 지속, 2)사우디의 원유 감소에도 불구하고 중동의 수출 증가세, 3)중국의 석유화학 PDH 공장 신규증설에 따른 LPG 수입 증가, 4)파나마운하의 예약시스템 변경에 따른 체선 심화 등으로 VLGC 수급이 매우 타이트한 가운데 VLGC 해상운임은 연중 최고치로 강세 지속

현 주가는 2023년 실적대비 PER 4.7배, PBR 0.5배 수준

동사의 7개년 연평균매출성장률은 19.8%, 평균 영업이익률 21.5%로 해운업황 불확실성에도 불구하고 업종내 안정적인 고성장세 및 최대 수익성 지속, 매년 흑자지속에 따른 순자산가치 증가 및 26개년 연속 현금배당 등 가치주인 동시에 성장주로서 주가의 재평가 기대

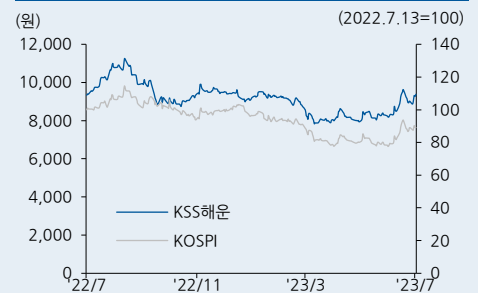
Forecast earnings & Valuation

	2019	2020	2021	2022	2023F
매출액(억원)	2,312	2,262	3,240	4,454	5,011
YoY(%)	14.2	-2.2	43.2	37.5	12.5
영업이익(억원)	528	507	581	695	1,034
OP 마진(%)	22.8	22.4	17.9	15.6	20.6
지배주주순이익(억원)	234	131	561	455	464
EPS(원)	1,009	566	2,418	1,968	2,009
YoY(%)	13.7	-43.9	327.1	-18.6	2.1
PER(배)	7.7	18.3	4.9	4.7	4.7
PSR(배)	0.8	1.1	0.8	0.5	0.4
EV/EBIDA(배)	8.4	10.1	10.9	9.3	7.2
PBR(배)	0.6	0.9	0.8	0.5	0.5
ROE(%)	8.8	4.8	18.3	12.1	10.9
배당수익률(%)	3.5	2.9	3.0	3.8	3.7

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (7/14)	9,380원
52주 최고가	11,250원
52주 최저가	7,840원
KOSPI (7/14)	2,628.30p
자본금	116억원
시가총액	2,165억원
액면가	500원
발행주식수	23백만주
일평균 거래량 (60일)	15만주
일평균 거래액 (60일)	14억원
외국인지분율	5.79%
주요주주	박종규 외 11인 30.23%



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	14.4	1.7	-0.2
상대주가	14.0	-7.6	-11.8

▶ 참고 1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '이자보상배율', 성장성 지표는 '매출액 증가율', 수익성 지표는 'EBITDA 마진율', 활동성지표는 '재고자산회전율', 유동성지표는 '유동비율'임.

2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.

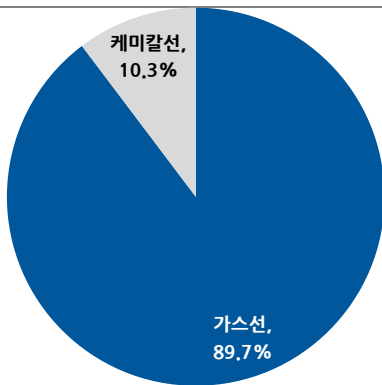
기업 개요

1 사업부문 및 연혁

가스선 및 케미칼선 해운사 총 33척의 선박 보유

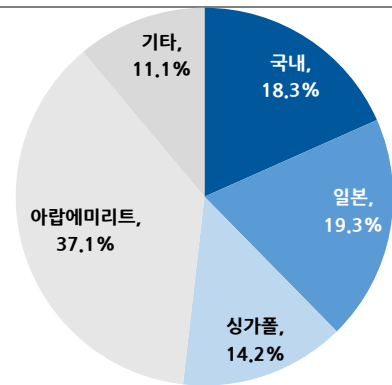
KSS해운은 가스선 및 케미칼선을 운송하는 해운사로, LPG와 암모니아의 가스 대형 운반선 사업을 주력으로 영위한다. 동사는 올해 신조 VLGC(78,000~91,000CBM 급 가스운반선) 2척을 인수하며 현재 가스선 22척, 케미칼선 11척을 보유 및 운항하고 있다. 가스선은 E1, 한화솔루션, BGN, TRAMMO, SHELL, KPI, Vilma Oil, MITSUBISHI 상사, ITOCHU, GYXIS, BW LPG POOL 등 화주 및 용선주인 국내의 대형 석유화학 회사들과 LPG, NH₃, VCM 등 가스화물 수송계약을 체결하고 있다. 케미칼선은 BZ, SM, B.OIL 등을 운반하며, 주요 고객사는 GS칼텍스, SK엔무브, METHANEX, SK지오센트릭, 금호P&B화학, S-OIL, SHELL, BASF, TRICON, CSSA 등이다. 동사의 2023년 연결기준 1분기 사업부문 매출비중은 가스선 89.7%, 케미칼선 10.3%이며, 지역별 매출비중은 국내 18.3%, 일본 19.3%, 싱가포르 14.2%, 아랍에미리트 37.1%, 기타 11.1%이다.

사업부문별 매출 비중



자료: KSS해운, 한국IR협회의 기업리서치센터

지역별 매출 비중

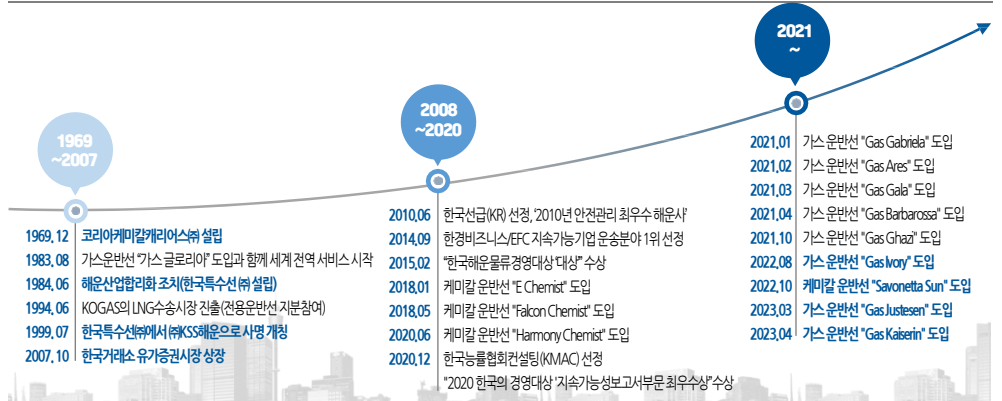


자료: KSS해운, 한국IR협회의 기업리서치센터

동사는 1969년 설립된 코리아케미칼캐리어스주를 모태로, 초기 사업은 동북아 지역에서 액화가스 및 석유화학제품의 해상운송 서비스로 시작하였다. 1984년에는 정부의 해운산업 합리화 정책의 한 축인 특수선 분야를 맡아 2개의 회사를 흡수하여 한국특수선주(주)로 출범하였으며, 1999년에는 사명을 (주)KSS해운으로 변경하고, 2007년 10월 유가증권시장 상장 성공하였다.

동사의 선박수는 2020년 23척 → 2021년 28척 → 2022년 31척 → 2023년 33척으로 증가하고 있다. 2021년 VLGC 5척, 2022년 VLGC 1척 + PRODUCT선(Middle Range Tanker, 케미칼선, 50,000 DWT 내외의 석유제품 운반선) 1척, 2023년 VLGC 2척을 인수하였다. 최근 3년간 선박수 증가와 함께 동사 매출액도 2020년 2,262억원 → 3,240억원 → 4,454억원으로, 연평균 약 40% 성장하였다.

연혁



자료: KSS해운, 한국R협회의 기업리서치센터

동사는 글로벌 6위 VLGC 선사로, 총 가스선 22척 중 15척을 보유하고 있다. 특히 Old Panamax VLGC로는 세계 1위 선사로, 7척을 보유하고 있다. Old Panamax는 Neo Panamax(NEW Panamax)와 대비되는 선박으로, OLD 파나마 통항이 가능한 VLGC를 의미한다. Neo Panamax는 2016년 폭 51.3m로 확장 개통된 파나마 운하를 통과할 수 있는 크기의 큰 선박을 뜻하며, 주로 1만 2,000 ~ 1만 4,999TEU급 컨테이너선을 지칭한다. 반면 확장 개통 이전의 운하를 통과하는 Old Panamax는 폭 32.3m 이내의 선박(컨테이너선 5,000TEU급)이다. 최근 컨테이너 및 LNG 발주가 늘어나면서, 대형 선박이 유일하게 통과 가능한 NEO 파나마의 체선이 악화되고 있다. 이에 비교적 체선 및 비용이 적은 OLD 파나마 통항이 가능한 VLGC 수요가 늘어나고 있으며, 동사는 15척의 VLGC 선대 중 47%인 총 7척의 Old Panamax VLGC를 보유하고 있다.

한편, 동사는 현재 MGC(35,000~45,000CBM급 가스운반선) 3척을 보유하고 있으며, 이들 선박으로 국내 유일의 암모니아(NH₃) 운송 사업을 영위한다. IMO 환경규제 강화에 따라 암모니아 운반선 수요 증가로 신조 프로젝트를 검토하고 있다.

가스선



자료: KSS해운, 한국R협회의 기업리서치센터

케미칼선



자료: KSS해운, 한국R협회의 기업리서치센터

2 주주구성 및 배당

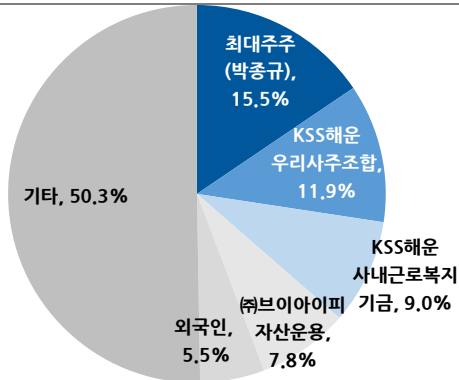
최대주주 지분율은 15.5%

2023년 1분기 기준 KSS해운의 최대주주(창립자 박종규)의 지분율은 15.5%이다. 우리사주조합의 지분율 11.9%, 사내근로복지기금 지분율 9.0%이며, 브이아이피자산운용이 7.8% 지분을 보유하고 있다.

동사의 2023년 1분기 별도 매출액은 969억원으로, 연결 매출액 1,088억원의 89%를 차지한다. 연결대상 종속기업은 케이에스에스마린, FAR EAST VENTURA(일본)으로, 동사 지분율은 각 100%이다. 1분기 종속기업 케이에스에스마린의 내부거래 전 매출액은 154억원(YoY +46.7%)을 기록했다.

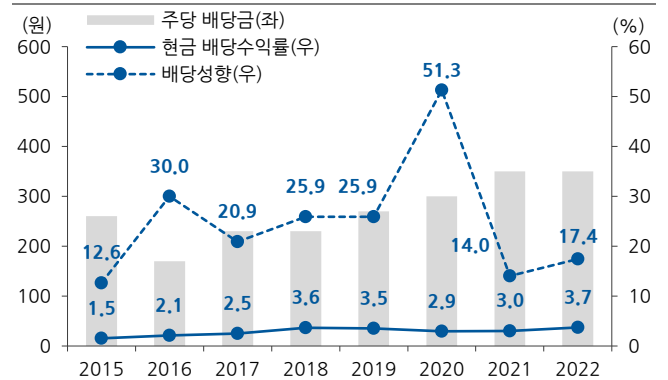
동사는 26년 연속 현금배당을 실시하고 있으며, 최근 3개년 평균 배당성향은 27.6%이다. 2022년도 주당 배당금은 350원으로, 현금 배당수익률 3.7%를 기록했다.

주주구성



자료: KSS해운, 한국IR협의회 기업리서치센터

배당 추이



자료: KSS해운, 한국IR협의회 기업리서치센터

KSS해운 Fleet(선대) 현황

	선박명	화물	건조년도	계약기간	용선주
VLGC(15척) 8~9만CBM급 가스선	GAS FRIEND	LPG	2005.12	3년(2024.01까지)	BGN
	GAS POWER		2012.02	1년(2024.03까지)	BGN
	GAS STAR		2014.01	10년(2024.01까지)	E1
	GAS SUMMIT		2014.09	10년(2024.09까지)	E1
	GAS WISDOM		2017.03	7년(2024.03까지)	GYXIS
	GAS YOUNG		2017.05	7년(2024.05까지)	SHELL
	GAS ZENITH		2017.09	2년(2024.10까지)	BW LPG
	GAS GABRIELA		2021.01	5년(2026.01까지)	VILMA OIL
	GAS ARES		2021.02	7년(2028.02까지)	BGN
	GAS GALA		2021.03	5년(2026.03까지)	BGN
	GAS BARBAROSSA		2021.04	5년(2026.04까지)	BGN
	GAS GHAZI		2021.10	7년(2028.10까지)	BGN
	GAS IVORY(D/F)		2022.08	5년(2027.08까지)	PTT
	GAS JUSTESEN(D/F)		2023.03	5년(2028.03까지)	BGN
GAS KAISERIN(D/F)	2023.04	5년(2028.04까지)	BGN		
MGC(3척) 3~4만CBM급 가스선	GAS UTOPIA	암모니아	2017.03	5년(2027.03까지)	TRAMMO
	GAS VENUS		2017.06	5년(2027.06까지)	TRAMMO
	GAS QUANTUM		2013.03	5년(2027.04까지)	PT.KALTIM PARNA
PLPG(4척) 3,500~13,000CBM급 압력식 가스선	GAS DREAM	프로필렌 VCM(염화비닐)	2006.08	1년(2023.12까지)	PTT
	GAS HARMONY		2000.11	6개월(2023.08까지)	미쓰비시
	GAS ONE		2011.06	6개월(2023.11까지)	미쓰비시
	LADY GAS		2000.09	1년(2024.01까지)	한화솔루션
케미칼선 (5척)	JOY CHEMIST	케미칼제품 (BZ, TL, MX 등)	2009.12	1년(2023.12까지)	SK ENMOVE
	NURI CHEMIST		2010.01		
	DUKE CHEMIST		2017.12		WATERFRONT
	E CHEMIST		2018.01		
	FALCON CHEMIST		2018.05		
PRODUCT선(2척) MR TANKER	HARMONY CHEMIST	나프타	2022.10	5년(2025.06까지)	GS CALTEX
	SAVONETTA SUN(D/F)	메탄올	1994.06	14년(2027.07까지)	WATERFRONT

자료: KSS해운, 한국R협의회 기업리서치센터



산업 현황

1 1984년 해운산업 합리화 조치로 국내 특수선 시장 독점체제 구축

1984년 해운산업 합리화 조치로 국내 특수선시장은 동사로 통폐합

동사는 1969년 코리아 케미컬 캐리어스(주)로 설립되었으나, 본격적으로 VLGC(Very Large Gas Carriers) 시장에 진출하게 된 계기는 1984년 정부의 해운산업 합리화 조치이다. 1972년과 1979년 두차례에 걸쳐 오일쇼크를 겪으면서 중동 산유국들이 생산중단과 재개를 반복하면서 전세계적으로 선박과잉이 초래되면서 업계 구조조정의 필요성이 대두되었다. 선박과잉으로 인해 국내 해운사들이 줄도산하면서 은행들도 연쇄 도산 우려가 커졌으며, 정부는 은행을 구제하기 위해 1950년대 일본의 해운산업 구조조정 사례를 벤치마킹하여 1983년 당시 63개의 선사를 20개 그룹선사로 통폐합하는 해운산업 합리화 조치를 단행하였다.

해운산업 합리화 조치의 결과로 원양항로는 8개그룹, 동남아항로 4개그룹, 한일항로 4개그룹으로 통폐합되었으며, 특수선그룹에서는 한국특수선(現 KSS해운), 미원통상, 일우해운 등 3개사가 구조조정에 참여하여 최종적으로 한국 특수선 1개사로 통폐합되었다. 동사는 1984년 이후 40년째 특수선 부문에서 독과점체제를 구축, 장기적으로 안정적인 성장세를 이어오고 있다.

1984년 해운산업 합리화 조치 내용

원양항로	고려해운, 대양선박, 대한해운, 대한선주, 두양상선, 범양상선, 조양상선, 현대상선 등 8개그룹
동남아항로	동남아해운, 세양선박, 오성해운, 조양근해상선 등 4개그룹
한일항로	남일상선, 동진해운, 신라해운, 한일해운 등 4개그룹
특수선그룹	한국특수선(現 KSS 해운) 1개사(미원통상, 일우해운 통폐합)

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

2 글로벌 VLGC Fleet 현황

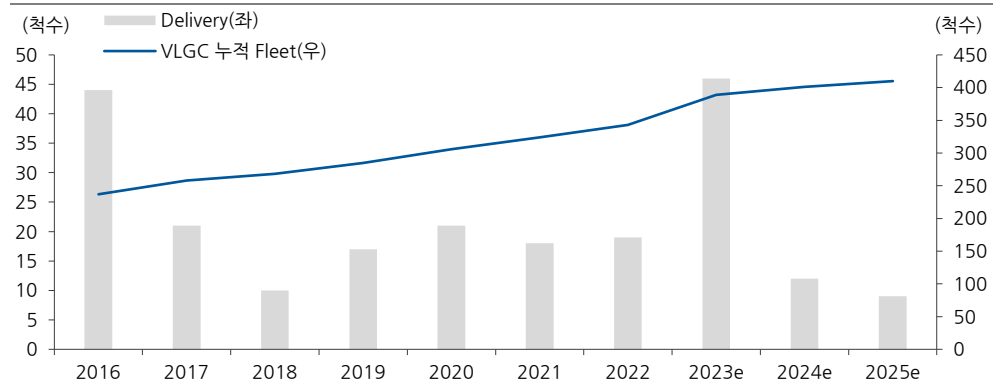
2022년말 기준 글로벌 VLGC 선대는 343척으로 2016년 이후 연평균 6.4% 성장

글로벌 VLGC Fleet(선대)은 2016년 역대 최대치인 44척의 신규선박이 인도되며 총 237척에서 2022년말 기준 343척으로 연평균 6.4% 증가하였다. 2023년에는 2016년보다 2척 많은 46척이 인도될 계획이며, 2024년 12척, 2025년 9척이 인도될 예정으로 전세계 VLGC 선대는 2025년말까지 총 410척으로 증가할 전망이다. 2023년 1분기말 VLGC Orderbook(건조잔량)은 70척으로 2023년부터 2027년까지 순차적으로 인도될 전망이다.

미국, 중동의 LPG 수출이 증가하고, 중국의 수요가 반등하면서 선주들은 93,000CBM급 LPG 이중연료선 신조가 격이 최근 1.1억달러 이상으로 급등했음에도 불구하고 여전히 신규주문을 지속하고 있다. 현재 국내 조선소들의 야드 상황은 매우 타이트한 상황으로 지금 신규로 주문한다 해도 빠르면 2026년 하반기나 2027년까지 대기가 불가피하다. 조선소들의 야드 상황이 타이트한 원인은 카타르의 2026~2027년 LNG 공급능력 확대 영향으로 LNG 선 주문이 국내 조선소로 집중되면서 조선소 야드가 향후 3~4년치 일감을 이미 확보하고 있어 추가 건조 여력이 없기 때문이다.

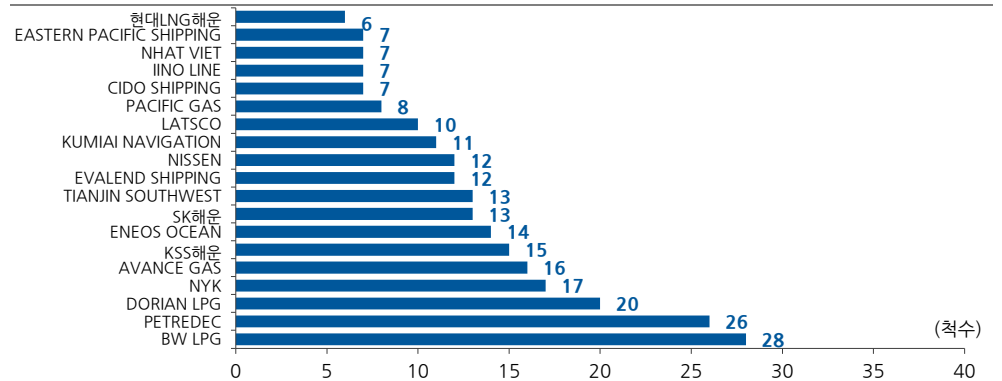
전세계 선사별 VLGC 보유현황을 보면 세계 1,2위는 노르웨이 해운사인 BW LPG(28척), PETREDEC(26척)이며, 3위는 미국의 DORIAN LPG(20척), 4위는 일본의 NYK(17척), 5위 AVANCE GAS(노르웨이, 16척)에 이어 동사(KSS해운)가 6위(국내 최대)로 15척을 보유하고 있으며, 동사에 이어 국내업체로는 SK해운이 13척으로 8위, 현대 LNG해운이 6척으로 19위권을 차지하고 있다.

글로벌 VLGC Fleet 현황



자료: KSS해운, 한국IR협회의 기업리서치센터

전세계 선사별 VLGC Fleet 보유 현황



자료: KSS해운, 한국IR협회의 기업리서치센터

**글로벌 VLGC의 15.1%가
선령 20년 이상 노후선박으로
수년 내 교체 대상**

글로벌 VLGC 선대의 선령을 보면 2022년말 총 343척 중 25년 이상 33척(9.6%), 20년 이상 19척(5.5%)으로 전체의 15.1%가 수년내 교체 대상이며, 이로 인해 VLGC 시장 수급은 더욱 타이트해질 것으로 전망된다. 통상 25년 선령 이상 오래된 선박은 국제 무역에 맞지 않는 것으로 간주되고 있으며, 용선업체들이 선호하지 않는다. 또한 20년 이상 선령의 선박에 대해서도 접안을 허용치 않는 부두가 적지 않다.

**IMO는 2020년 'IMO 2020' 이후
매년 환경규제 강화**

글로벌 탄소저감정책 시행으로 국제해사기구(IMO)는 지난 2020년 1월부터 'IMO 2020' 환경규제를 시행하면서 선박들은 해상연료의 황산화물 배출함량을 기존 3.5%에서 0.5%로 대폭 감축하게 되었고, 이에 따라 조선해운업계에서는 대응 방안으로 1)저유황유 사용, 2)SOx 스크러버(탈황장치) 설치, 3)LNG, LPG 등 친환경 추진선 전환 등으로 대응하게 되었다. 상기 3가지 대안 중에서 저유황유는 초기 투자비는 없지만 병커C유보다 가격이 비싸고,

유가 변동성에 노출되는 한계가 있다. 스크러버(Scrubber) 설치는 배출가스를 해수로 씻어내는 방식이라 해양오염에 자유롭지 못하며, 중국, 인도, 싱가포르 등 13개국에서는 自國 항만에서 가동을 금지하고 있지만, 여전히 글로벌 선박시장에서는 스크러버 장착으로 대응하는 사례가 가장 많다. 중장기적으로는 LNG, LPG, 수소 등 친환경 이중연료(Dual Fuel) 추진선의 채택률이 가장 높을 전망이다.

2023년 EEXI 및 CII 규제 적용, 선박회사들은 저속항해로 대응 가능하나, 경쟁력 하락으로 향후 D/F(이중연료) 추진선으로 교체 전망

IMO는 해마다 선박에 대한 규제를 강화하고 있으며 신조선에 적용하는 이산화탄소 배출 감축 목표로 EEDI(Energy Efficiency Design Index, 에너지효율지표)를 설정하여 신규 건조선박에 대해 선박의 운항과정에서 배출되는 탄소의 양을 2008년 배출량의 평균보다 Phase II단계인 2020년에는 20% 감축하고, 2022년 4월 1일부터는 Phase III단계를 적용하여 가스선에 대해 30%, 컨테이너선에 대해 45~50% 감축하고, 2025년부터는 유조선과 벌크선에 대해서도 30% 감축을 의무화하였다.

이와 더불어 2023년 1월부터는 선박 환경규제를 더욱 강화해 기존 신조선에만 적용하던 EEDI 규제를 현존선에도 적용하는 EEXI(Energy Efficiency eXisting ship Index)와 CII(Carbon Intensity Indicator, 탄소집약도지표)가 도입되었다. EEXI는 '1톤의 화물을 1해리 운송하는데 배출되는 이산화탄소양'을 기관출력, 화물중량톤수 등 선박의 제원을 활용하여 운항 전에 산출하는 지표로 400톤 이상의 선박에 적용된다.

CII지표는 선박 운항 시 배출되는 이산화탄소량을 사후적으로 계산해 지수화한 값으로 현존 선박에 대해 매년 CII 등급(A~E)을 부여하고 3년 연속 D등급 또는 1개년 E등급 판정 시에는 시정계획서를 제출하고 未개선시 운항이 불가하게 된다.

EEDI, EEXI, CII 규제로 인해 선박회사들은 선박엔진출력을 제한해 저속항해로 대응할 수 있으나, 저속운항으로는 글로벌 선사와 대응해 경쟁력이 떨어지기 때문에 결국에는 해운사들이 보유한 석유연료 추진선 대부분이 탄소배출이 훨씬 적은 LNG선이나 LNG 등 이중연료(Dual Fuel) 추진선으로 교체할 수밖에 없는 상황이다.

EEXI & CII 개념

EEXI 규제란?
2013년 1월 1일 이후 건조 계약한 신조선에만 적용되는 에너지효율설계지수(EEDI)를 모든 선박으로 확대하는 규제

EEXI 규제에 영향 받는 선박의 수 20,000~30,000척

400t ↑ EEXI 적용 기준 400t

50% ↓ 2050년까지 국제해운 온실가스 총 배출량을 2008년 배출량 대비 50%로 감축 **IMO의 온실가스 대응전략**

3% (연간 10억톤) 전 세계 CO2 배출량에서 해운이 차지하는 비중

CO2 배출량
용량 X 속도 **EEXI 공식**
~가동조건의 용량 : GT
그 외 다른 선박의 척도 : DWT

CII 규제란?
선박의 실제 연간 연료소모량 및 운항거리로 기반으로 선박 효율성을 계산하고, 해당 기간의 선박이 요구되는 에너지효율 대비 이달상할 정도에 따라 등급을 부여하는 규제

A B C D E **CII 등급**
준수심 개선방안 제출 필요

5,000t ↑ CII 적용 기준 5,000t
~에는 실제 질내가 아닌 식 집진률 기준으로 계산

CII 등급제 이행일정

CII 계산 방식
연간 CO2 배출량
용량 X 연간 이동 거리 **CII 공식**
~가동조건의 용량 : GT
그 외 다른 선박의 척도 : DWT
~가동조건은 연료소모량 기준에 따른다

자료: 한국해양진흥공사, 한국R협의회 기업리서치센터

투자포인트

1 신조선 인수 확대로 담보된 성장성과 수익성

동사는 가스선과 케미컬선 포함 총 33척 선대를 보유한 국내 1위, 해외 6위권 VLGC 선사

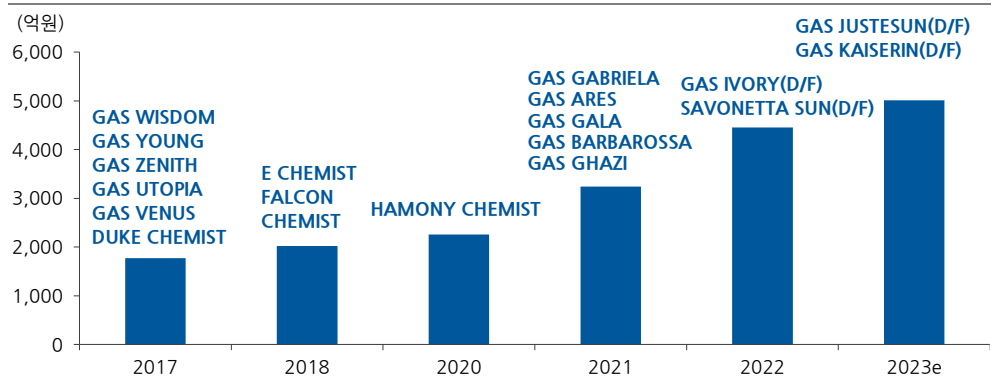
동사는 2023년 상반기 기준 가스선 22척(VLGC 15척, MGC 3척, PLPG 4척)과 케미컬/Product선 7척, 자본참여 LNG운반선 4척 등 총 33척의 선대를 보유하고 있다. 특히 동사는 2017년 이후 공격적으로 VLGC 투자를 확대해 선단을 늘려왔는데 이는 VLGC가 성장성과 수익 안정성을 동시에 담보할 수 있는 캐시카우이자 성장동력이기 때문이다. VLGC는 1년 계약 미만으로 부정기적으로 운항되는 케미컬선과 달리 5~10년 장기계약으로 운항되는 만큼 안정적인 매출과 수익성을 담보할 수 있다.

2016년까지 동사는 4척의 VLGC 선단(Gas Friend, Gas Power, Gas Star, Gas Summit)을 보유하고 있었으나, 2017년 3척(Gas Wisdom, Gas Young, Gas Zenith)의 VLGC 선단을 추가하였으며, 그로부터 4년만에 2021년 5척(Gas Gabriela, Gas Ares, Gas Gala, Gas Barbarossa, Gas Ghazi)을 추가하였으며, 2022년 1척(Gas Ivory)에 이어 2023년 3,4월 Gas Justesen호와 Gas Kaiserin호 등 2척을 추가하여 총 15척으로 VLGC 선단이 확대되었다.

7개년 매출액 CAGR은 19.8%로 고성장세 시현

동기간 동사의 매출액을 보면 2016년 1,411억원에서 2023년 5,011억원으로 추정되어 7개년간 연평균 19.8%의 고성장세를 기록하였다. 동사의 사업부문별 매출액을 보더라도 2016년 가스선 부문 매출액은 1,100억원이었으나, 2023년 4,526억원으로 증가할 것으로 예상되어 7년간 4배이상 성장하는 수치이다. 통상 VLGC 1척이 증가할수록 연간 매출액이 250억원 내외 증가한다. 2016년부터 2022년까지 7개년간의 가스선 부문 평균 영업이익률은 27.2%를 기록해 동기간 케미컬선 부문 영업이익률(13.2%)보다 2배 이상 높아 해운업종내에서 최상위 수익성을 기록하였다.

연도별 신규 FLEET & 매출액 추이



자료: KSS해운, 한국IR협의회 기업리서치센터

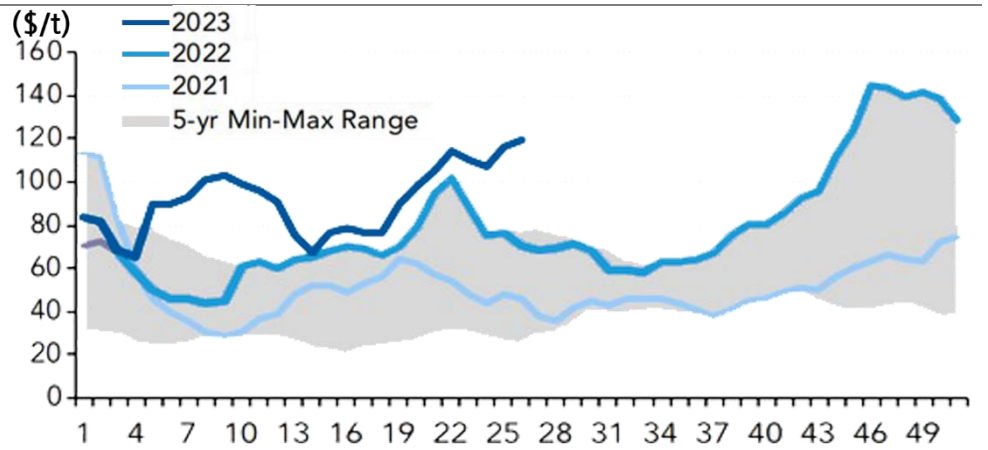
신조선 증가에도 VLGC 운임 강세로 수혜 지속

**LPG 해상운임은 6월말
연초대비 +29% 상승해
연중 최고치 경신 중**

LPG 해상운임(BLPG1: 중동-일본항로)은 6월말 기준 \$119.3로 연초대비 +29% 상승해 연중 최고치를 경신했다. 파나마운하를 경유하는 BLPG3(US Gulf-일본항로) 현물 운임은 \$183.7로 연초대비 +32% 급등한 수준이다. 82,000~84,000CBM급 Baltic TCE(Time Charter Equivalent, 월간 용선료)는 2023년 1월 평균 164만달러에서 6월 들어 302만달러로 연초 이후 +84.3% 급등하였다.

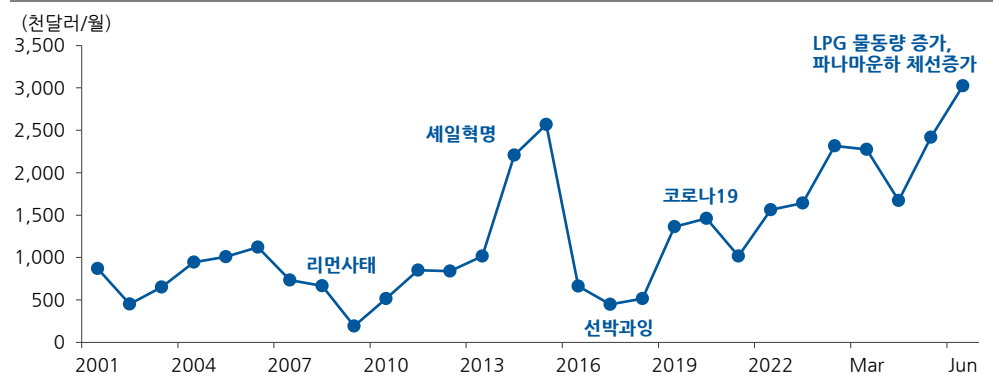
VLGC 용선료(TCE)는 BLPG1노선의 경우 2023년 1분기 평균 \$69,955/day에서 2분기 \$80,875/day로 상승했으며, 6월 들어 \$100,000/day대를 상회하였다. VLGC 운임 상승 배경은 미국과 중동의 LPG 수출량이 증가하고 있는 가운데 중국의 수요도 반등국면을 보이면서 VLGC 용선계약이 증가하고 있기 때문이다.

주간 평균 Baltic Rate(BLPG1: 중동-일본항로)



자료: Poten & Patners, 한국IR협의회 기업리서치센터

VLGC 평균운임(Spot 계약 기준)



자료: Poten & Patners, 한국IR협의회 기업리서치센터

**新 PANAMA 운하의 체선 증가는
VLGC 선대의 톤마일 증가 및
운임 상승 야기**

2016년 2분기에 개통된 新 파나마(Neo Panama) 운하의 체선 문제도 해상 운임 상승을 야기하고 있다. 新 파나마운하는 평시 대기시간이 5일 이내였으나, 2022년 4분기에는 체선이 20일 이상 심화되기도 하였고, 2023년 6월 들어서도 상황이 개선되긴 했으나, 평균 10일 이상 대기시간이 필요하다. 파나마운하 체선으로 인해 선주들은 수에즈운하나 아프리카 희망봉을 우회 선택하여 선박의 톤-마일 증가 및 해상 운임 상승을 야기하였다. 이외

같은 파나마 운하 체선 문제는 파나마운하당국의 예약시스템 변경에서 초래된 영향이 크다.

2020년말 ACP(파나마운하당국)는 파나마운하 사전 예약시스템을 변경하여 2021년 1월초부터 Neo Panamax 컨테이너 및 여객선은 Booking Period 1에 예약접수하고, 기타 선박들은 Booking Period 2에 예약을 접수토록 하였다. VLGC(초대형 가스운반선)는 변경된 시스템에 따라 더 이상 Booking Period 1에 사전 예약접수가 불가하여 Neo Panamax급 VLGC는 운하 통행 14일전, Old Panamax급 VLGC는 운하 통행 22일전에 신청하도록 하였다. 그 결과로서 파나마 운하 대기기간이 2020년 상반기 평균 5일에서 2020년 하반기에는 두배인 10일로 길어졌으며, 체선에 따른 선대의 비효율과 불확실성이 확대되고 운임이 상승하는 결과를 초래하였다. 특히 최근 수년간 초대형 컨테이너와 LNG선 발주가 증가하면서 대형선박들의 경우 유일하게 통과가 가능한 Neo Panama로 집중되고 있기 때문에 결국 VLGC의 경우 CAPE 및 수에즈 통항 등으로 우회해 선박의 톤마일이 증가하고 결과적으로 운임이 상승하고 있는 것이다.

LPG 해상 물동량 증가세 지속

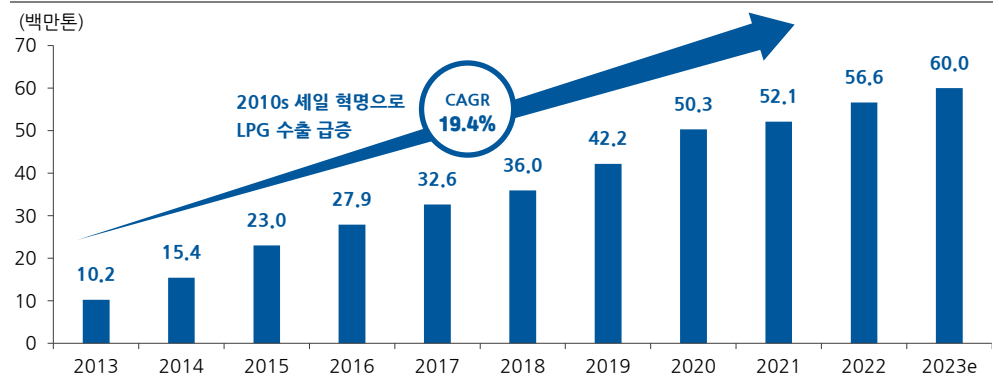
**세일가스 혁명으로 미국의
과거 10개년 LPG 수출은
CAGR 19.4% 기록**

2010년대 이후 세일가스 혁명으로 세계 최대 LPG 수출국으로 부상한 미국의 LPG 수출량은 2013년 1,020만톤에서 2023년 6,000만톤으로 연평균 19.4% 고성장이 지속될 전망이다. 미국산 LPG의 2021년 기준 주요 수입국을 보면 일본(18%), 중국(13%), 멕시코(9%), 한국(8%), 인도네시아(6%) 등 주요 5개국이 전체 미국산 수입의 54%를 차지하였다.

2023년 상반기 미국의 LPG 수출량은 2,870만톤으로 전년동기대비 11% 증가하였다. 특히 미국은 높은 재고 수준과 자국의 수요 부진으로 LPG가격이 최근 30개월래 최저치로 하락하여, 이는 하반기에도 수출량 증가세로 이어질 것으로 전망된다.

에너지 컨설팅기관인 Poten & Patners에 따르면 미국의 LPG 생산량은 2022년 8,770만톤에서 2023년 9,300만톤으로 6.0% 증가할 전망이며, 미국의 LPG 내수 수요가 부진한 가운데 생산증가분이 대부분 아시아 지역으로 수출될 것으로 전망된다.

미국 LPG 수출 전망



자료: 일본에너지경제연구소, 한국IR협의회 기업리서치센터

2023년 상반기 중동의 LPG 수출량은 전년대비 +10% 증가

미국에 이어 LPG 2대 공급지인 중동은 2023년 상반기 수출량이 2,190만톤으로 전년대비 10% 증가하였으며, 2023년 하반기에도 증가세가 지속될 전망이다. 국가별로 보면 사우디는 OPEC의 원유 감산으로 LPG 수출량도 동반 감소가 예상되나, 이란·쿠웨이트·오만 등에서는 사우디의 감산분을 상쇄해 전체 중동의 수출량이 소폭 純增할 것으로 전망된다.

중국 석유화학 PDH 플랜트 설비능력 확장으로 LPG 수입 증가 국면, 2023년 5월 LPG 수입량은 YoY +55% 급증, 역대 최대치 기록

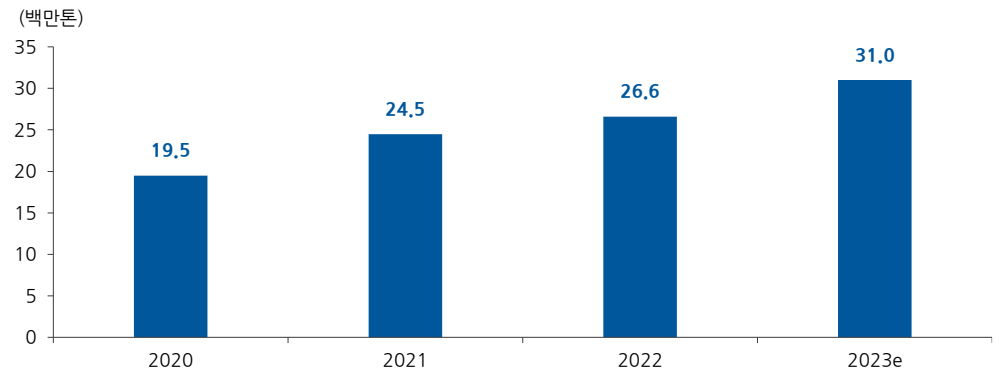
세계 최대 LPG 수요국이자 수입국인 중국에서는 자국 PDH 설비능력 확장 및 가동률 상승으로 LPG 수입 수요가 증가세이다. '가스화학'으로도 불리는 PDH(Propane De-Hydrogenation)는 프로판에서 수소를 제거하여 프로필렌을 만드는 설비사업이다. PDH의 원료인 프로판은 프로판가스로도 불리는 LPG에서 얻을 수 있다. PHD 공장의 가동률이 높아질수록 LPG 수요가 증가하는 것이다.

2023년 5월 LPG 수입량은 328만톤으로 전월대비 +20%, 전년동월대비로는 +55% 급증해 역대 최대치를 경신하였다. 중국의 평균 PDH 가동률은 지난 3월 57%에서 6월 74%로 상승했다. 중국의 하반기 수입 수요는 PDH 신규가동으로 견조할 것으로 예상되는 가운데 미국發 수출이 중국의 프로판 수요를 충족할 전망이다. 중국의 5월 누적 LPG 수입량은 1,210만톤으로 전년동기대비 19% 증가하였다. 5월 누적 프로판 수입량은 960만톤으로 전년동기대비 +18% 증가하였다. 수입량 중 미국產은 450만톤으로 전년동기대비 +26% 급증하였다.

2023년 중국의 LPG 수입량은 3,100만톤으로 YoY +16.5% 증가할 전망

에너지 및 해운산업 컨설팅기업인 Poten & Patners는 2분기 예상을 상회한 수입량을 감안하여 2023년 중국의 LPG 수입량은 3,100만톤으로 기존 전망(2,960만톤)대비 상향조정했다. 이는 2022년 중국의 LPG 수입량 2,660만톤대비 16.5%나 증가하는 수치이다. Poten & Patners는 중국의 2023년 연간 LPG 수요를 8,100만톤으로 기존전망 대비 3% 상향조정하였다. 전망치 상향 배경은 1)올해 중국내 13개 PDH 플랜트가 신규로 가동할 전망이며, 2)2022년 하반기 가동한 3개의 PDH 플랜트도 가동률이 상승할 전망, 3)프로판가격 하락, 4)3월 이후 미국의 극동 아시아向 수출량 증가 등이다.

중국 LPG 수입량 전망

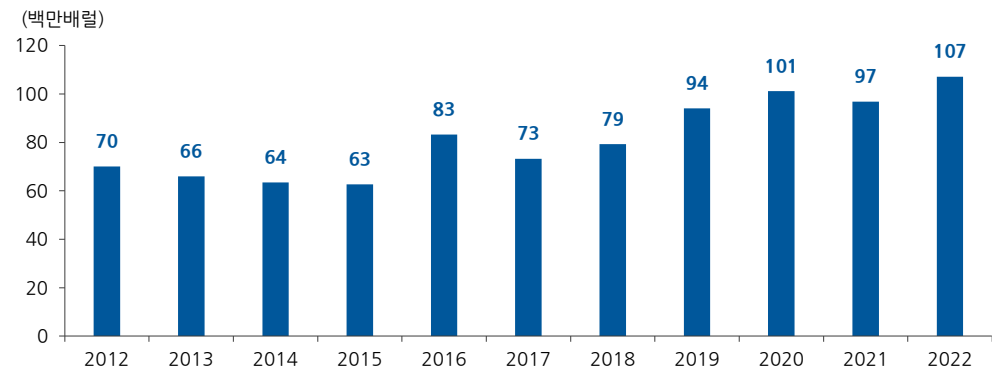


자료: Poten & Patners, 한국IR협회의 기업리서치센터

국내 LPG 소비량은 최근 7개년
연평균 5.7% 성장,
동기간 수입증가율은 연평균 7.9%
기록, 석화부문이 전체
수입의 51% 차지

한국석유공사 페트로넷에 따르면 2022년 국내 LPG 생산량은 2,525만배럴로 전년대비 -13.2% 감소하였으며, LPG 소비량은 1.33억배럴로 전년대비 +8.1% 증가함에 따라 수입량은 1.07억배럴로 전년대비 +10.3% 증가하였다. 최근 7개년 연평균성장률을 보면 LPG 소비는 +5.7%를 기록했으며, LPG 수입량은 동기간 7개년간 연평균 +7.9% 증가율을 기록하였다. 국내 전체 LPG 수요의 51%인 6,770만배럴을 석유화학부문(PDH)이 차지하였다. PDH의 주연료인 나프타가격의 상승 및 러시아産 나프타 감소로 LPG 크래킹(중질인 석유를 분해하여 경질인 석유유분을 제조하는 석유분해법) 및 PDH 플랜트로부터 LPG 수요가 증가하고 있다.

국내 LPG 수입량



자료: 한국석유공사 페트로넷, 한국IR협회의 기업리서치센터

OLD PANAMAX VLGC 세계시장 1위의 경쟁력

동사는 VLGC 총 15척의 선대 중
Old Panamax급 7척 보유,
전세계 1위의 Old Panamax 선사

2023년 5월 기준 전세계 VLGC 선단 규모는 Orderbook 포함 421척이다. 선형별로 보면 Neo Panama 운하를 통과할 수 있는 Neo Panamax VLGC는 360척으로 85.5%를 차지하며, Old Panamax급 VLGC는 61척으로 전체의 14.5%를 차지하고 있다. 동사는 15척 보유분의 VLGC 중 8척은 Neo Panamax급, 7척은 Old Panamax급으로 Old Panamax 비중이 46.7%로 높다. 동사는 2021년 5척의 84K Old Panamax급 VLGC를 도입한 이래 2023년 86K급 D/F(Dual Fuel) 엔진을 장착한 Old Panamax 2척을 추가로 도입하여 전세계 1위의 Old Panamax 보유선사이다. 최근 Neo Panamax LPG 선박의 경우 파나마 운하 Slot 예약 대기로 인한 체선 심화 및 비싼 항비로 인해

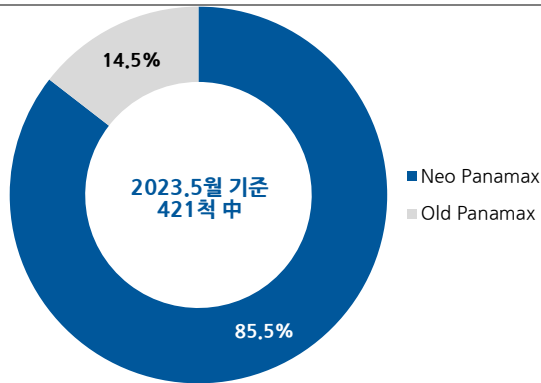
시장에서는 Old Panamax가 용선시장에서 경쟁우위를 보이고 있다. The Panamax(Old Panamax)급 VLGC는 선 폭이 32.3미터로 좁아 Old Panama 운하를 통과할 수 있으나, Neo Panamax급 VLGC는 선폭이 51.3미터로 넓어 Old Panama 운하를 통과할 수 없다.

ACP(파나마운하)의 Slot Booking 시스템 변경 이후 컨테이너선 위주 우선 배정, 선박 체선 증가로 Old Panama 운하 통과 가능한 Old Panamax급 VLGC는 경쟁력 우위

컨테이너 및 LNG선이 대형화되면서 Neo Panama 운하가 2016년 6월 개통되었으며, 선박당 운송량이 획기적으로 확대될 것으로 기대되었다. 개통 초기부터 선사들은 Slot Booking을 통해 비싼 항비에도 불구하고 New Panama 운하를 이용하였는데 ACP(파나마운하당국)는 Slot Booking 시에 통항횟수가 많은 회사에 우선권을 부여하여 결과적으로 선박을 많이 보유한 선사 위주로 Booking이 배정되었다. 그 결과 New Panama 운하는 통항횟수가 가장 많은 컨테이너 선사가 우선순위로 배정받고 있다. New Panama 운하 Booking의 어려움으로 인해 선박들의 지연/대기시간이 길어지면서 왕복 항비도 약 80만달러나 발생하고 있다. 높은 항비에도 불구하고 선사들이 남아프리카 희망봉을 우회할 경우에는 운항소요일수가 두배나 증가하고 이에 따른 제반 비용이 증가하기 때문에 Old Panama 운하를 통과할 수 있는 The Panamax급(Old Panamax) VLGC의 경쟁력은 증가할 수밖에 없는 상황이다.

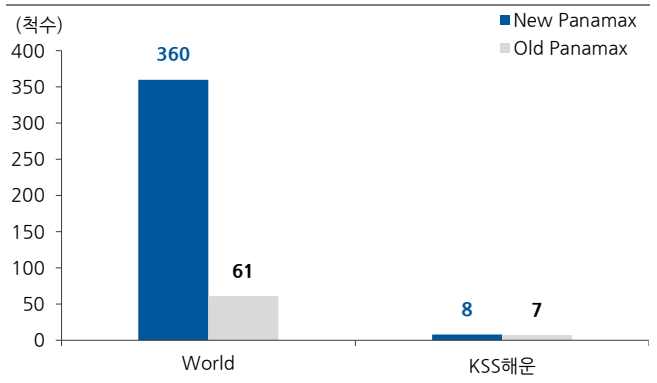
동사의 경우 선도적으로 Old Panama 통항이 가능한 VLGC를 발주하기 시작해 2023년 3, 4월에 인도된 2척을 포함하여 총 15척의 VLGC 선대 중 46.7%인 7척의 Old Panamax VLGC를 보유하고 있다. 글로벌 시장 전체의 VLGC 선복 중 Old Panamax 비중이 14.5%에 그친다는 점을 감안하면 동사의 Old Panamax 비중은 세배나 높은 수준인 셈이다.

글로벌 VLGC 선형별 현황



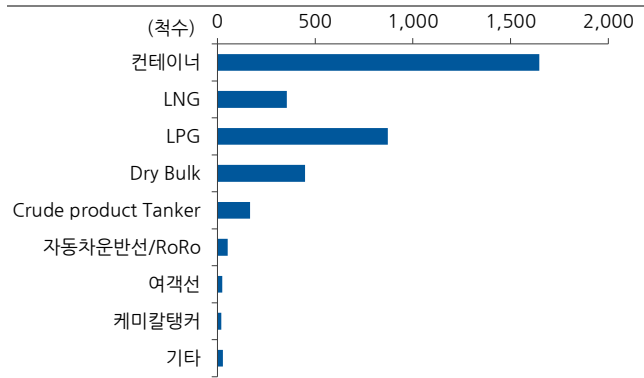
자료: KSS해운, 한국R협의회 기업리서치센터

글로벌 VLGC 선단 규모 & KSS해운 선형별 보유 현황



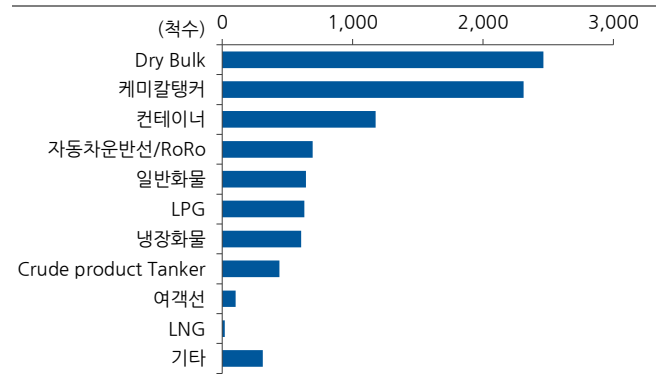
자료: KSS해운, 한국R협의회 기업리서치센터

2022 Neo Panama 선종별 Transits



자료: ACP(파나마운하), 한국IR협회의 기업리서치센터

2022 Old Panama 선종별 Transits



자료: ACP(파나마운하), 한국IR협회의 기업리서치센터



실적 추이 및 전망

1 2022년 실적 분석

**선대확대 영향으로 매출액 및
영업이익은 역대 최대치 경신,
당기순이익은 차입금 증가에 따른
이자비용 상승으로 감익**

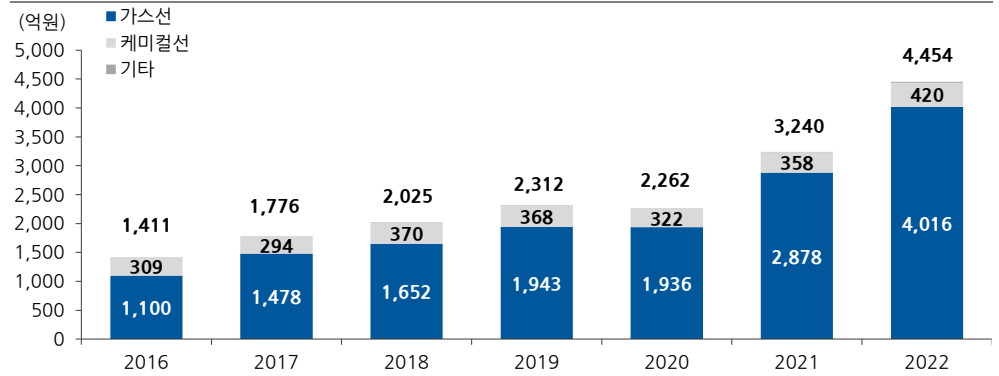
2022년 매출액과 영업이익은 각각 4,454억원과 695억원으로 전년대비 +37.5%와 +19.7% 증가하며 역대 최대치를 경신하였으나, 당기순이익은 455억원으로 전년대비 -18.9% 감소하였다.

동사가 선박 신조가격이 급등하기 이전인 2019~2020년 VLGC 선박을 대거 발주하여 2021년 VLGC 5척을 인도받은 데 이어 2022년 추가로 2척(VLGC 1척, MR탱커 1척)의 선박이 인도되면서 매출 증가효과가 컸다. 사업 부문별로 보면 가스선 매출액은 4,016억원으로 +39.5%, 케미컬선 매출액은 420억원으로 +17.3% 증가하였다. 주요 고객사별 매출액은 터키의 에너지기업인 BGN社가 동사의 최대 고객사로 2022년 매출액은 1,344억원으로 전년대비 +58.5% 급증하였다. 동사가 보유한 15척의 VLGC 선대 중 BGN社는 2023년 3, 4월 인도된 Gas Justesen호와 Gas Kaiserin호 2척을 포함하여 총 8척을 장기계약 중이다. 동사가 보유한 VLGC 선대의 53% 수준이다. BGN에 이은 2대 수요처는 국내 E1으로 2022년 매출액은 545억원으로 전년대비 +27.6% 증가하였다. E1은 2014년 건조된 2척의 VLGC(Gas Star, Gas Summit)를 2024년 1분기까지 10년 장기로 용선 중이다.

외형증가에 비해 영업이익성장률은 낮았다. 2022년 영업이익률은 15.6%로 전년대비 -2.3%p 하락하였는데, 이는 매출원가율이 80.9%로 전년대비 +3.2%p 높아졌기 때문이다. 원가상승요인을 세분화해보면 인플레이션과 유가상승으로 연료비가 1,483억원으로 전년대비 +74.9%(+635억원) 급증한데다, 선대 확장으로 감가상각비가 767억원으로 전년대비 +27.2%, 항비는 490억원으로 +38.9%, 종업원 급여는 410억원으로 +11.1% 증가하면서 전반적으로 원가율이 상승하였다.

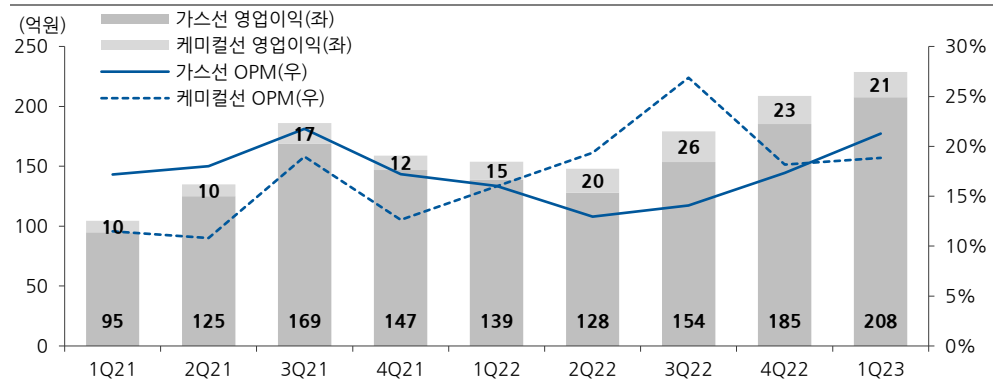
당기순이익 감소원인은 선대 확장으로 차입금이 증가한 가운데 2022년 급격한 금리인상에 따른 이자비용 증가 영향이 컸다. 장기차입금은 2022년말 8,302억원으로 전년동기대비 +21.6%(+1,478억원) 증가하였으며, 단기차입금은 877억원으로 전년동기대비 +19.5%(+143억원) 증가하였다. 차입금 증가에 따라 이자비용은 397억원으로 전년대비 +107.8%(+206억원)나 급증하며 순이익 감소에 주요인으로 작용하였다.

부문별 매출액 추이



자료: KSS해운, 한국IR협의회 기업리서치센터

부문별 분기 영업이익 & 영업이익률 추이



자료: KSS해운, 한국IR협의회 기업리서치센터

2023년 실적 전망

**2023년 매출액증가율 +12.5%,
영업이익증가율은 +48.8% 전망**

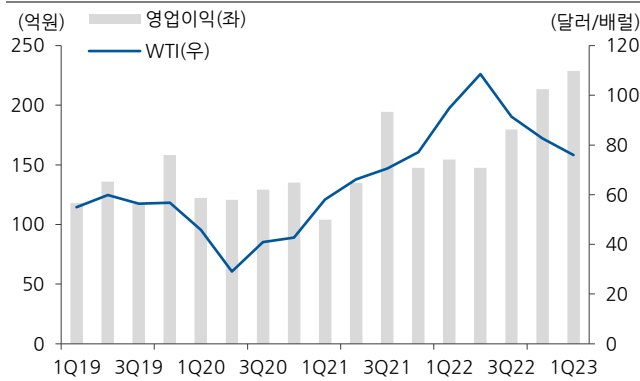
2023년 매출액은 5,011억원으로 전년대비 +12.5% 증가하고, 영업이익은 1,034억원으로 +48.8% 증가할 전망이다. 영업이익률은 20.6%로 전년대비 +5.0%p 상승할 전망이다. 다만 순이익은 외형 및 영업이익 증가에도 불구하고 464억원으로 전년대비 +2.0% 증가에 그칠 전망이다.

VLGC 가스선에서는 2022년 8월 인도된 Gas Ivory호에 이어 2023년 3월과 4월에 건조가 완료되어 BGN사로 용선된 2척(Gas Justesen, Gas Kaiserin)의 VLGC가 매출증가를 견인할 것으로 예상되며, 케미컬선 부문에서는 2022년 10월 인도된 MR 탱커선인 Savonetta Sun호가 매출에 온기로 반영될 전망이다.

**유가 하락에 따른 연료비용 감소로
매출원가율 하락 전망**

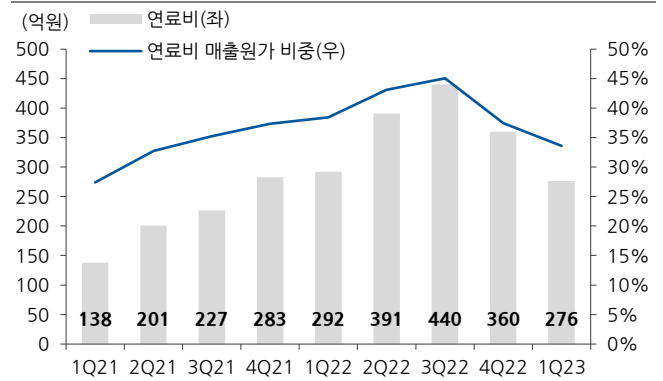
외형 증가에 비해 영업이익 증가폭이 큰 이유는 2022년 매출원가의 39.5%까지 급증했던 연료비가 국제 유가 하락으로 하향 안정화되면서 원가율 하락이 예상되기 때문이다. 매출원가 중 연료비 비중은 2022년 3분기에 45.1%(440억원)까지 높아졌으나, 3분기를 정점으로 2022년 4분기 37.4%(360억원), 2023년 1분기 들어 33.6%(276억원)로 낮아져 2년전 수준으로 빠르게 정상화되고 있는 상황이다.

분기별 영업이익 vs WTI 추이



자료: KSS해운, 한국IR협회의 기업리서치센터

연료비 & 연료비 매출원가비중



자료: KSS해운, 한국IR협회의 기업리서치센터

선대 확대에 따른 장기차입금 증가로 이자비용이 증가하며 순이익 증가폭은 미미

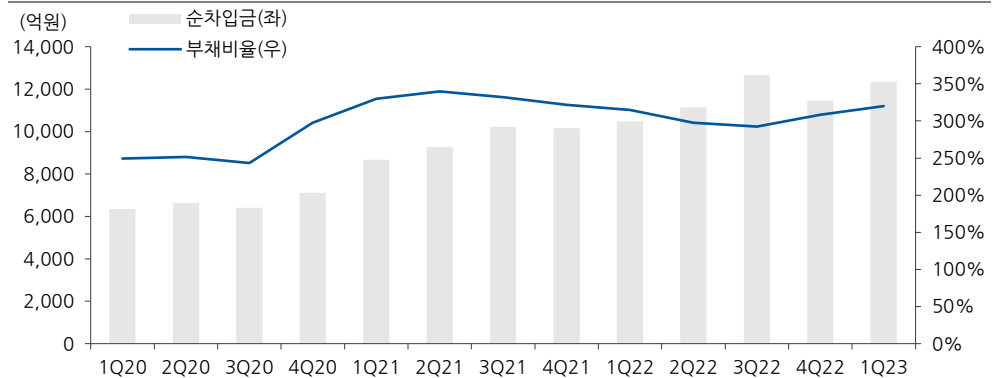
전년대비 순이익 증가폭이 미미한 이유는 2022년 4분기부터 VLGC 3척(Gas Ivory, Gas Justesen, Gas Kaiserin)이 인도되고, MR 탱커인 Savonetta Sun호(메탄올 운반선)가 2022년 10월 인도되면서 차입금이 증가한데다 지난 하반기부터 급격한 금리인상으로 이자비용이 증가하기 때문이다. 2023년 1분기 이자비용은 171억원으로 전년동기(56억원)대비 115억원이나 증가하였다. 동사의 2023년 1분기말 장기차입금은 9,147억원으로 전기말 대비 +11.4%(+937억원) 증가하였다.

1Q23 매출액 1,088억원 (YoY +12.8%), 영업이익 229억원(YoY +48.0%) 기록, 영업이익률은 21.0%로 6개 분기 최대치 경신

2023년 1분기 연결 기준 매출액은 1,088억원으로 직전분기대비로는 -9.8% 감소하였으나, 전년동기대비로는 12.8% 증가하였다. 연결기준 영업이익은 229억원으로 직전분기대비 +7.5%, 전년동기대비로는 +48.0% 급증하였다. 1분기 영업이익률은 21.0%로 직전분기대비 +3.3%p, 전년동기대비 +5.0%p 상승해 2021년 3분기 이후 6개 분기만에 최고치로 20%선을 회복하였다.

국제유가 하락안정으로 연료비가 감소하면서 1분기 매출원가율은 75.6%로 전년동기대비 3.2%p 하락하였다. 1분기 연료비는 276억원으로 매출원가 중 연료비 비중이 33.6%를 기록했으며 이는 전년동기 38.4%대비 낮아진 수치이며 2022년 3분기 고점(45.1%) 이후 2개 분기 연속 하락하였다.

분기별 순차입금 & 부채비율 추이



자료: KSS해운, 한국IR협회의 기업리서치센터

실적 전망

(단위: 억원, %)

	2020	2021	2022	2023F
매출액	2,262	3,240	4,454	5,011
가스선	1,936	2,878	4,016	4,526
케미컬선	322	358	420	485
기타	4	4	18	-
매출비중				
가스선	85.6	88.8	90.2	90.3
케미컬선	14.2	11.0	9.4	9.7
내수 매출액	11	15	36	37
수출 매출액	2,251	3,225	4,418	4,974
수출비중	99.5	99.5	99.2	99.3
영업이익	507	581	695	1,034
영업이익률	22.4	17.9	15.6	20.6
당기순이익	131	561	455	464
매출액증가율	-2.2	43.2	37.5	12.5
영업이익증가율	-3.9	14.5	19.7	48.8
순이익증가율	-43.9	327.1	-18.6	2.1

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터



Valuation

2023년 추정실적대비 현주가는 PER 4.7배, PBR 0.5배 수준

현주가는 동사의 2023년 추정실적대비 PER 4.7배, PBR 0.5배이다. 코스피 평균(PER 15.1배, PBR 1.0배)대비 PER은 1/3 수준이며, PBR은 절반 수준에 불과하다. 동사의 과거 5개년 평균 PER은 8.2배, PBR은 0.7배로 과거 평균 대비로도 저평가되어 있다. 연초대비 주가는 1.4% 상승에 그쳐 동기간 17.5% 상승한 코스피지수대비 16.1%p 수익률을 하회하였다. 동기간 HMM, 팬오션, 대한해운 등 주요 해운업종 주가도 각각 연초대비 -0.8%, -9.9%, -8.0% 하락하였다. 해운업종 주가가 전반적으로 PBR 0.5배 미만으로 약세를 보이면서 동사의 주가도 동행성을 보이고 있다.

해운업종 주가는 2022년초 이후 1년반 이상 운임 약세에 연동

해운업종 Peer로는 HMM, 팬오션, 대한해운, 흥아해운 등 4개사가 있다. 해운업종 주가의 바로미터인 SCFI, BDI 등 해운지수가 2022년 1월을 고점으로 1년반 이상 약세를 보이고 있는데다, 글로벌 금리 상승과 경기침체 우려까지 맞물려 해운업종 5개사 주가는 2023년 추정실적대비 평균 PBR 0.5배 수준 약세가 지속되고 있다. 2023년 추정 ROE는 평균 9.0%로 ROE대비로도 PBR 수준은 저평가되어 있다.

동사는 국내 유일의 특수선사로 VLGC 부문 독점적 지위 유지, 컨테이너 및 벌크선사와 차별화 요인

주목할 점은 동사는 국내 해운업종에서 유일한 특수선사로 VLGC 부문에서 독점적 지위를 유지하면서 평균 5년 이상 장기유선계약으로 안정적인 매출 달성이 가능하다는 점이다. 동사는 2021년 이후 선제적으로 매년 선대를 확대하고 있는데다 미국과 중동의 수출 증가와 중국의 수입 수요 반등, 파나마운하의 체선 심화 등으로 VLGC 시장의 타이트한 수급상황이 이어지면서 운임이 연중 최고치를 경신하고 있어 컨테이너 및 벌크선사와 실적 차별화가 전망되는 점은 향후 주가의 프리미엄 요인으로 작용할 전망이다.

SCFI, BDI는 2022년 1월 고점 이후 1/5 수준으로 급락했으나, VLGC 운임은 타이트한 수급으로 연중 최고치로 강세 지속되며 차별화

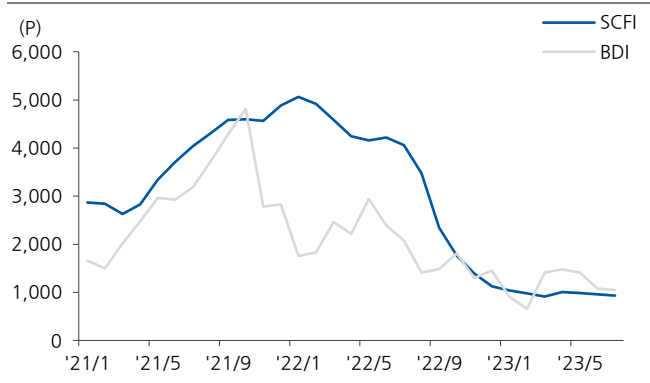
상해컨테이너운임지수(SCFI)는 2022년 1월 고점 5,100p를 기록한 이래 지속적으로 급락해 현재 900p선에서 유지되고 있으며, BDI도 2021년 10월 고점 5,600p선에서 정점을 형성한 이후 지속적으로 하락해 현재는 1,090p로 채 2년도 안된 기간에 1/5 수준으로 하락하였다. 반면 동사가 사업을 영위하는 VLGC 가스선 시장에서는 미국과 중동의 수출 증가에 이어 중국의 수입 수요 회복 전망에 해상물동량이 증가하고 있는데다 New Panama 운하의 체선 심화 문제까지 겹쳐 해상운임이 상승세이다. 벌크선이나 컨테이너 선사는 해상운임이 급격히 하락하면서 2023년 외형 감소 및 수익성 하락이 불가피한 상황인 반면 동사는 특수선 부문 국내 유일 독점업체로 선대 확대와 더불어 해상운임 강세로 실적이 차별화될 것으로 전망된다.

동사의 7개년 연평균매출성장률은 19.8%로 시황 불확실성에도 불구하고 안정적인 고성장세 지속, 가치주인 동시에 성장주로서 주가의 재평가 기대

통상 해운업종은 글로벌 경기와 해상운임의 불확실성으로 인해 실적 변동성에 노출되어 있다는 점이 주가의 디스카운트 요인이다. 동사의 경우에는 특수선 부문 국내 독점, 글로벌 6위 VLGC 보유선사로 2016년 이후 최근 7개년 연평균매출증가율(CAGR)은 19.8%로 고성장세를 기록했으며, 동기간 평균 영업이익률은 21.4%, 평균 ROE는 10%로 업종내 최고 수익성을 보였다. 해운업종의 매크로 불확실성에도 불구하고 동사는 외형 성장뿐만 아니라 안정적인 수익성을 이어오고 있는 것이다. 동사는 2022년 주당 350원의 배당을 실시하여 26개년 연속 현금배당을 실시하였으며, 시가배당률은 3.7%를 기록하였다.

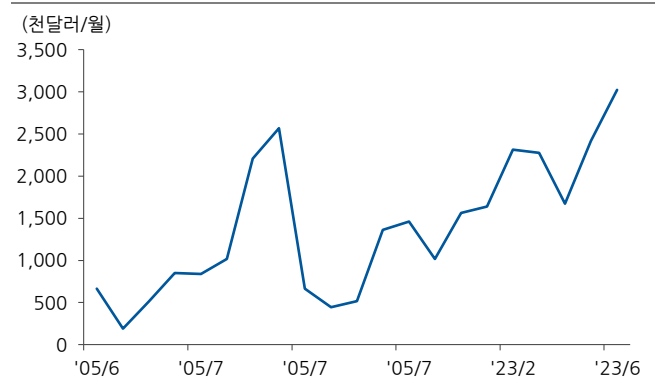
동사는 매년 흑자기조가 이어지면서 순자산가치가 증가하는 동시에 26년 연속 배당을 실시하고 있는 가치주인 동시에 선대 확장과 VLGC 운임 강세로 고성장을 기록하고 있어 성장주로도 주가의 재평가가 기대되는 시점이다.

해상운임: SCFI & BDI



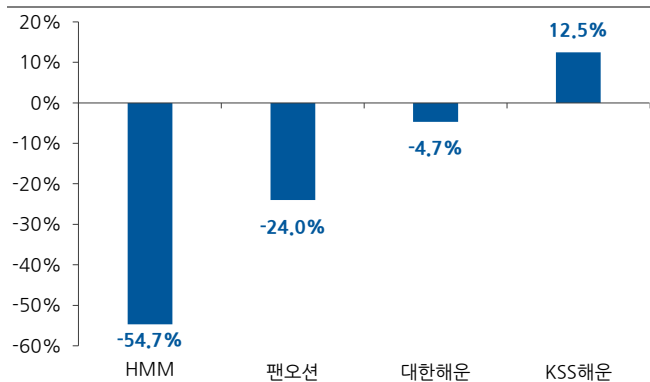
자료: Refinitive, 한국IR협의회 기업리서치센터

VLGC 평균 스팟 운임 추이



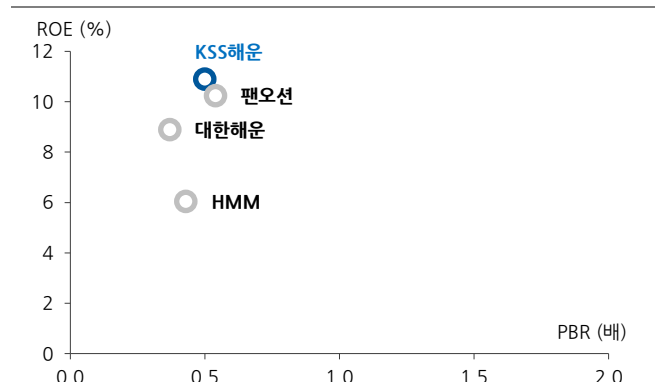
자료: KSS해운, 한국IR협의회 기업리서치센터

2023년 해운업종 매출액증가율 컨센서스



자료: FnGuide, 한국IR협의회 기업리서치센터

2023년 Peer ROE-PBR 밸류에이션 비교



자료: FnGuide, 한국IR협의회 기업리서치센터, 타사는 컨센서스 기준

주요 경쟁사 밸류에이션 비교

(단위: 억원, 배, %)

		KSS해운	HMM	팬오션	대한해운	흥아해운
시가총액		2,149	92,380	26,942	6,323	6,708
자산총계	2021	14,462	178,761	64,888	38,597	2,473
	2022	16,592	259,735	75,489	44,903	3,171
	2023E	17,737	263,746	79,542	46,790	N/A
자본총계(지배)	2021	3,428	103,573	35,968	12,866	1,029
	2022	4,063	206,863	44,926	15,266	1,307
	2023E	4,448	216,212	49,654	16,711	N/A
매출액	2021	3,240	137,942	46,161	11,538	817
	2022	4,454	185,828	64,203	16,120	1,779
	2023E	5,011	84,193	48,724	15,361	N/A
영업이익	2021	581	73,775	5,730	2,039	-19
	2022	695	99,516	7,896	2,677	297
	2023E	1,034	10,869	5,433	2,591	N/A
영업이익률	2021	17.9	53.5	12.4	17.7	-2.3
	2022	15.6	53.6	12.3	16.6	16.7
	2023E	20.6	12.9	11.2	16.9	N/A
당기순이익(지배)	2021	561	53,371	5,493	2,462	164
	2022	455	100,853	6,771	1,576	238
	2023E	464	12,778	4,841	1,421	N/A
PER	2021	4.9	2.0	5.3	3.1	23.0
	2022	4.7	1.0	4.5	4.4	14.4
	2023E	4.7	7.2	5.6	4.5	N/A
PBR	2021	0.8	1.3	0.8	0.6	6.3
	2022	0.5	0.5	0.7	0.4	2.5
	2023E	0.5	0.4	0.5	0.4	N/A
ROE(지배)	2021	18.3	88.6	17.2	23.9	42.9
	2022	12.1	65.0	16.7	11.2	19.4
	2023E	10.9	6.0	10.2	8.9	N/A
현금배당수익률	2021	3.0	2.2	1.9	N/A	N/A
	2022	3.8	6.1	2.6	N/A	N/A
	2023E	3.7	6.4	2.8	N/A	N/A

자료: Fnguide, REFINITV, 한국IR협의회 기업리서치센터

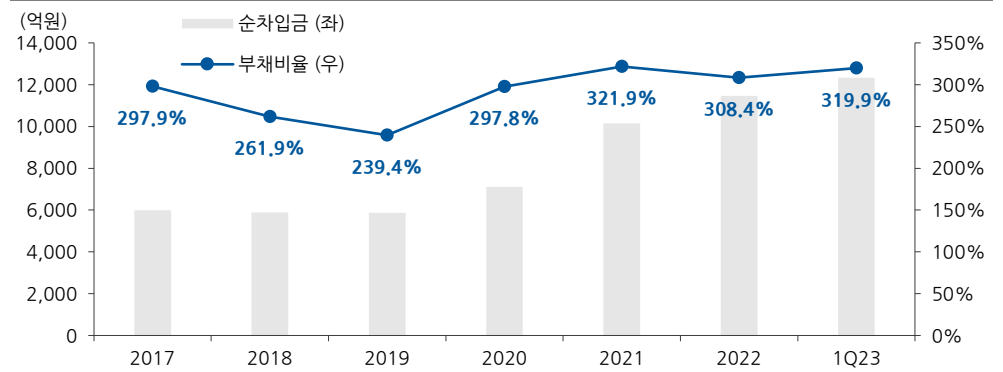
! 리스크 요인

1 순차입금 증가에 따른 재무 불확실성

선박금융 구조의 부채 부담

KSS해운은 선박금융을 일으키는 해운업 특성상 대규모 투자금을 차입금 등 부채로 조달하므로, 부채 확대에 따른 이자비용 증가는 재무적 리스크 요인이 될 수 있다. 동사의 최근 5년간 투자활동 현금흐름은 2018년을 제외하고 모두 순유출 기조를 이어왔다. 새로운 선박을 발주하며 선대를 확장해온 것이다. 통상 선박 발주는 VLGC 기준 1척 당 약 1,000억원에 이르는 대규모 자금이 소요되기 때문에 선박금융을 일으켜 장기차입의 형태로 자금을 마련한다. 선박 건조 기간은 2~3년으로, 건조 완료되어 수익이 창출되기까지 이자비용이 발생하는 구조이다. 동사는 특히 2017년부터 공격적으로 선대를 확장하며, 순차입금이 지속적으로 증가하였다. 현재 고금리로 인한 순차입금의 이자비용 증가는 동사의 재무 부담 요인으로 작용할 수 있다.

순차입금 & 이자비용 & 부채비율



자료: KSS해운, 한국IR협의회 기업리서치센터

포괄손익계산서

(억원)	2019	2020	2021	2022	2023F
매출액	2,312	2,262	3,240	4,454	5,011
증가율(%)	14.2	-2.2	43.2	37.5	12.5
매출원가	1,677	1,640	2,518	3,605	3,829
매출원가율(%)	72.5	72.5	77.7	80.9	76.4
매출총이익	635	622	722	849	1,182
매출이익률(%)	27.5	27.5	22.3	19.1	23.6
판매관리비	108	115	141	153	148
판매비율(%)	4.7	5.1	4.4	3.4	3.0
EBITDA	936	946	1,181	1,458	2,010
EBITDA 이익률(%)	40.5	41.8	36.4	32.7	40.1
증가율(%)	10.1	1.1	24.8	23.5	37.9
영업이익	528	507	581	695	1,034
영업이익률(%)	22.8	22.4	17.9	15.6	20.6
증가율(%)	12.7	-3.9	14.5	19.7	48.8
영업외손익	-290	-371	-9	-229	-562
금융수익	4	2	1	5	7
금융비용	252	165	191	411	608
기타영업외손익	-43	-207	181	178	40
종속/관계기업관련손익	-0	-1	1	0	0
세전계속사업이익	237	136	573	466	473
증가율(%)	14.3	-42.9	322.5	-18.5	1.4
법인세비용	3	4	12	12	9
계속사업이익	234	131	561	455	464
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	234	131	561	455	464
당기순이익률(%)	10.1	5.8	17.3	10.2	9.3
증가율(%)	13.9	-44.0	327.1	-18.9	2.0
지배주주지분 순이익	234	131	561	455	464

현금흐름표

(억원)	2019	2020	2021	2022	2023F
영업활동으로인한현금흐름	833	720	1,003	1,126	1,457
당기순이익	234	131	561	455	464
유형자산 상각비	408	439	600	763	975
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
외환손익	12	134	15	33	0
운전자본의감소(증가)	-62	-43	-33	-1	31
기타	241	59	-140	-124	-13
투자활동으로인한현금흐름	-448	-1,799	-3,371	-1,720	-2,159
투자자산의 감소(증가)	-10	0	-8	-9	-27
유형자산의 감소	54	0	0	67	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-475	-1,724	-3,193	-1,691	-2,126
기타	-17	-75	-170	-87	-6
재무활동으로인한현금흐름	-232	1,211	2,227	536	594
차입금의 증가(감소)	-200	1,273	2,019	637	673
사채의증가(감소)	0	0	299	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-52	-61	-67	-78	-79
기타	20	-1	-24	-23	0
기타현금흐름	0	-18	12	2	14
현금의증가(감소)	153	113	-129	-55	-95
기초현금	243	396	510	380	325
기말현금	396	510	380	325	231

재무상태표

(억원)	2019	2020	2021	2022	2023F
유동자산	642	725	681	825	793
현금성자산	396	510	380	325	231
단기투자자산	7	13	2	47	53
매출채권	97	61	83	182	205
재고자산	106	106	178	187	211
기타유동자산	35	35	38	84	94
비유동자산	8,930	9,970	13,781	15,766	16,944
유형자산	8,888	9,910	13,530	15,464	16,615
무형자산	5	5	5	8	8
투자자산	36	54	235	290	317
기타비유동자산	1	1	11	4	4
자산총계	9,572	10,695	14,462	16,592	17,737
유동부채	1,682	2,401	3,816	3,786	4,538
단기차입금	556	703	734	877	897
매입채무	89	58	138	191	214
기타유동부채	1,037	1,640	2,944	2,718	3,427
비유동부채	5,081	5,606	7,218	8,743	8,752
사채	0	0	299	300	300
장기차입금	4,952	5,506	6,824	8,302	8,302
기타비유동부채	129	100	95	141	150
부채총계	6,762	8,007	11,034	12,529	13,290
지배주주지분	2,809	2,688	3,428	4,063	4,448
자본금	116	116	116	116	116
자본잉여금	53	53	53	55	55
자본조정 등	-56	-56	-56	-36	-36
기타포괄이익누계액	171	-29	226	474	474
이익잉여금	2,525	2,603	3,088	3,454	3,839
자본총계	2,810	2,689	3,428	4,063	4,448

주요투자지표

	2019	2020	2021	2022	2023F
P/E(배)	7.7	18.3	4.9	4.7	4.7
P/B(배)	0.6	0.9	0.8	0.5	0.5
P/S(배)	0.8	1.1	0.8	0.5	0.4
EV/EBITDA(배)	8.4	10.1	10.9	9.3	7.2
배당수익률(%)	3.5	2.9	3.0	3.8	3.7
EPS(원)	1,009	566	2,418	1,968	2,009
BPS(원)	12,116	11,592	14,783	17,599	19,266
SPS(원)	9,973	9,755	13,974	19,276	21,705
DPS(원)	270	300	350	350	350
수익성(%)					
ROE	8.8	4.8	18.3	12.1	10.9
ROA	2.5	1.3	4.5	2.9	2.7
ROIC	6.0	5.2	4.9	4.7	6.4
안정성(%)					
유동비율	38.2	30.2	17.9	21.8	17.5
부채비율	240.7	297.8	321.9	308.4	298.8
순차입금비율	214.5	266.7	296.7	281.9	274.7
이자보상배율	2.1	3.1	3.0	1.7	1.7
활동성(%)					
총자산회전율	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
매출채권회전율	24.9	28.6	45.2	33.7	25.9
재고자산회전율	25.3	21.3	22.8	24.4	25.2

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소형 기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소형 상장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 중소형 기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 카카오톡에서 "한국IR협의회" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '小中한탐방'과 2) 기업보고서 심층해설 방송인 '小中한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.