해상운송 (Bulk)

건화물 시황 저점에 근접

양지환 jihwan.yang@daishin.com
이지니 jini.lee@daishin.com

투자의견

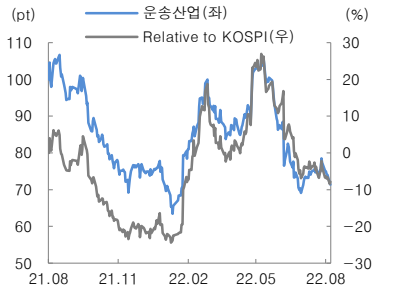
Overweight

비중확대, 유지

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
팬오션	Buy	8,000원
대한해운	Buy	4,000원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.5	-31.0	-17.0	-31.6
상대수익률	-4.2	-24.9	-7.3	-13.3



투자의견 비중확대 유지, 목표주가 팬오션 8천원, 대한해운 4천원

- Bulk Sector에 대한 투자의견 비중확대를 유지하나, 3분기 예상보다 부진한 업황을 반영하여 2022~23년 실적 전망 하향하며 목표주가 각각 9% 하향
- [팬오션] 목표주가 8천원(PBR 0.9x), [대한해운] 목표주가 4천원(PBR 0.8x)
- 2022년 하반기 BDI는 2,275p(3Q22 1,950p, 4Q22 2,600p)로 기존 전망인 2,770p대비 17.9% 하향 조정하며, BDI 전망 하향으로 팬오션과 대한해운의 22년 연간 영업이익 전망치를 각각 5.0%, 10.2% 하향함
- 고정 계약 비중이 높은 대한해운의 영업이익 하향 조정 폭이 큰 이유는 2분기 실적이 당사 추정을 약 10% 하회 (반면, 팬오션의 2분기 실적은 당사 추정을 약 10% 상회함)
- 2022년 3분기 실적은 [팬오션] 매출액 1조 5,828억원, 영업이익 1,629억원, [대한해운] 매출액 3,795억원, 영업이익 670억원으로 추정

Dry Bulk 시황 부진 이유는 1)중국, 2)Port Congestion 완화

- 22년 3분기 Dry Bulk 시황은 당사의 예상보다 부진한 상황이 이어지고 있음
- 시황 부진의 가장 큰 이유는 1)중국의 성장률 둔화와 자국내 석탄 생산 증가로 Major Cargo 인 철광석과 석탄 수입량 감소, 2)Bulker Port Congestion의 완화에 따른 공급 증가 효과 때문으로 판단
- 중국의 철광석 수입량은(1월~7월) 전년동기대비 약 7% 감소
- 석탄의 경우 1)2020년 12월 호주산 석탄 수입금지 2)자국내 석탄생산 증가, 그리고 육로를 이용한 러시아와 몽골산 석탄 수입 증가 때문
- Bulker Port Congestion의 경우 22년 2월 35.6%, 4월 35.6%에서 8월 30.9%로 큰 폭으로 하락하면서 공급 압력으로 작용

2H22, 2023년 Bulker 시황 개선, 22년 8월 업황 바닥일 가능성에 무게

- 9월부터 건화물 시황의 반등을 예상하는 이유는 1)우크라이나산 곡물 수출 재개로 중소형 선형 선박 수요 증가, 2)유럽의 가스 부족에 따른 동절기 유럽의 석탄 수요 증가 기대, 3)중국의 경기 부양책 실시와 이에 따른 중국향 건화물 물동량 회복 예상 때문

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원 , 배, %)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	3,381	5,770	7,842	8,068	8,562
영업이익	371	777	1,055	1,085	1,120
세전순이익	119	874	1,003	995	1,020
총당기순이익	118	856	994	986	1,012
지배지분순이익	101	795	954	951	978
EPS	771	5,848	6,875	6,852	7,045
PER	33.8	4.7	4.1	4.1	4.0
BPS	27,249	35,903	41,665	48,132	54,792
PBR	1.0	0.8	0.7	0.6	0.5
ROE	2.8	18.8	17.9	15.3	13.7

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

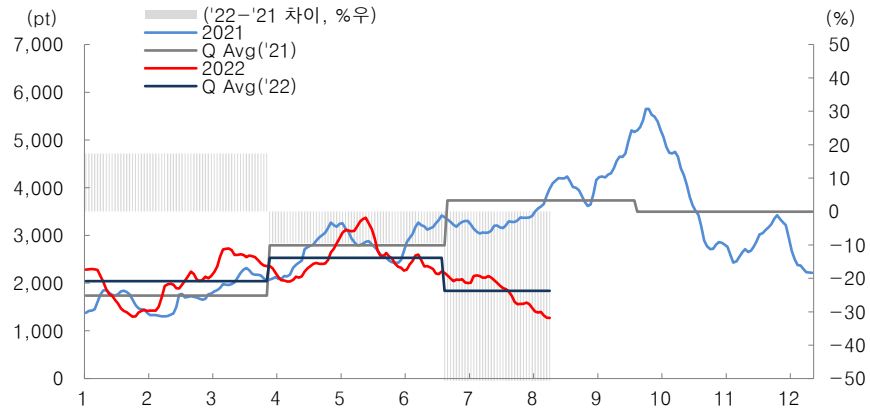
I. BDI 예상보다 부진하나 저점에 근접하였다고 판단

건화물 시황 약세의 가장 이유 (1) 중국의 철광석, 석탄 수입량 감소

2022년 3분기 BDI 약세 흐름이 이어지고 있다. 3분기 BDI는 8월 22일까지 평균 1,838p(-50.8% yoy, -27.3% qoq)를 기록하고 있다. 건화물 시황 약세의 가장 큰 이유는 중국의 철광석 및 석탄 수입량 감소 때문으로 판단한다. 중국의 조강 생산량 감소에 따른 철광석 수입량이 크게 감소하였기 때문이다. 2022년 상반기 중국의 조강 생산량은 540.8백만톤(-4.7% yoy)를 기록하였으며, 1월~7월 중국의 철광석 수입량은 627.3백만톤(-3.5% yoy)를 기록중이다.

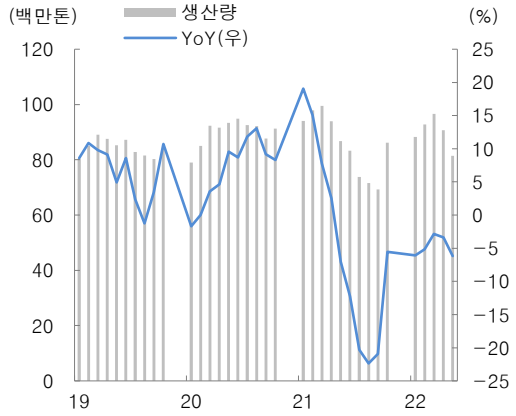
또한 2022년 상반기 중국의 석탄 수입량은 약 96.5백만톤으로 전년동기대비 18.3%나 감소하였다. 원료탄에 비해 연료탄 수입량이 큰 폭으로 감소하였는데, 2022년 상반기 연료탄 수입량은 78백만톤(-24.8% yoy) 원료탄 수입량은 17.7백만톤(+31.6% yoy)이다.

그림 1. 2022년 2분기말~3분기 BDI 예상보다 약세 현상 지속



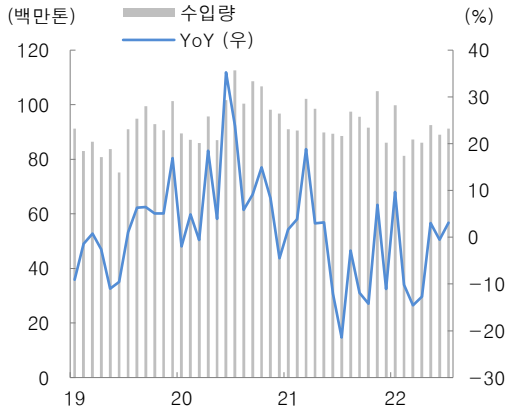
자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

그림 2. 중국의 조강 생산량 추이



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

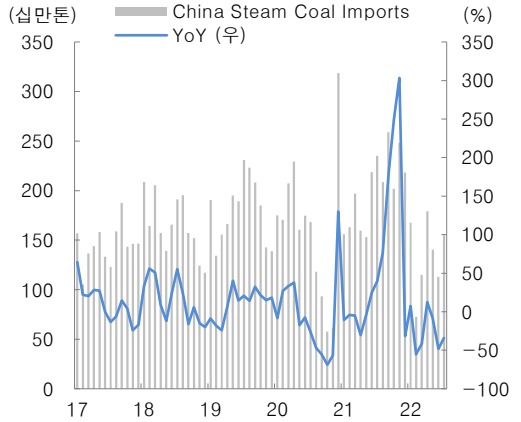
그림 3. 중국의 철광석 수입량 추이



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

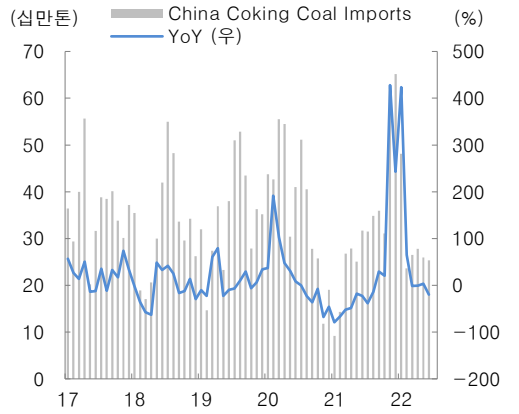
중국의 석탄 수입량 감소는 2020년 12월부터 호주산 석탄 수입 금지 조치로 인한 영향 때문이다. 호주산 석탄 수입 감소분을 자국내 생산량 증대와 러시아와 몽골로부터의 수입량 증대를 통해 충당하고 있다. 러시아와 몽골산 석탄 수입은 대부분 육로를 통해 가능하기 때문에 중국의 이러한 조치들은 건화물 시황에 부정적인 영향을 끼치고 있다.

그림 4. 중국의 Steam Coal 수입량 추이



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

그림 5. 중국의 Coking Coal 수입량 추이



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

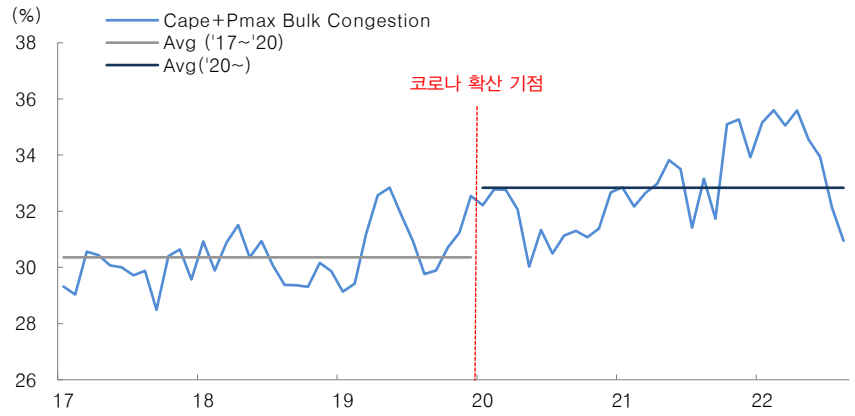
Bulker Port Congestion 완화에 따른 공급 증가도 시황 약세의 이유

최근의 건화물 시황 약세의 이유로 부각되고 있는 것은 건화물선 항만 체선 완화이다. 건화물선 항만 체선은 코로나19 이후 크게 증가하였다. Bulker Port Congestion Index는 Capesize와 Panamax Bulker 총 선복량 대비 항만에 정박중인 Capesize와 Panamax 선복량의 비율을 통해 산출한다. 코로나 이전인 2017~2019년 평균 Bulker Port Congestion Index는 30.3% 수준이다.

코로나 이후 Bulker Congestion Index는 2020년 31.6%, 2021년 33.2%, 2022년 평균 34.23%를 기록하고 있는데, 2022년 8월 들어서면서 30.9%로 큰 폭으로 하락하였다. Bulker Congestion Index의 Peak는 중국의 코로나 봉쇄조치가 극에 달했던 2022년 2월과 4월로 약 35.6%를 기록하였다.

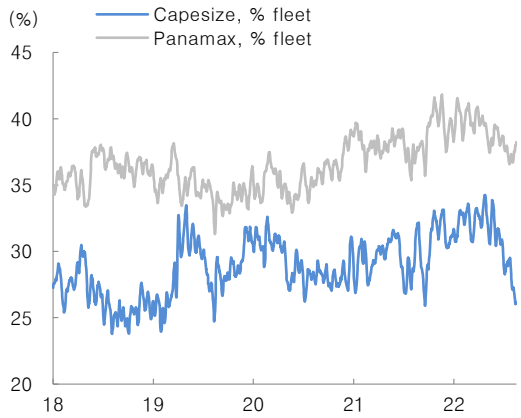
Bulk Port Congestion 지수는 8월 22일 기준 코로나 이전 수준까지 하락한 상황이다. 당사는 과거 평균 수준보다 큰 폭으로 떨어지지 않는다는 가정하에 항만체선 완화에 따른 시황의 추가적인 하락 리스크는 제한적이라고 판단한다.

그림 6. Bulker Port Congestion Index 추이



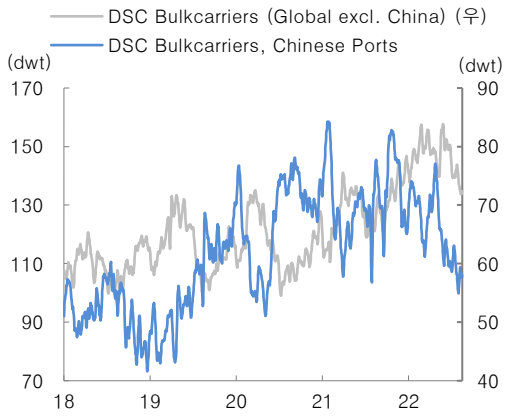
자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

그림 7. Bulk Port Congestion – Capesize, Pmax



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

그림 8. Bulk Port Congestion – Deep Sea Cargo



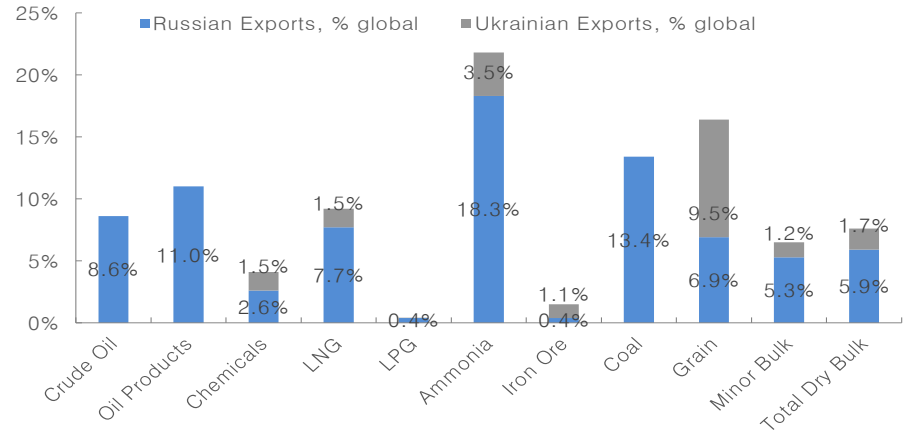
자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

II. 3분기말부터 시황 회복 가능성 높아

2022 년 하반기~2023 년으로 갈수록 건화물 시황 호전 예상

최근의 시황 약세에도 불구하고, 건화물 해운 시황에 대한 긍정적 전망을 유지한다. 3분기말부터 시황 회복을 예상하는 이유는 1)러시아의 우크라이나 침공 이후 중단되었던 우크라이나의 곡물 수출 재개, 2)유럽의 석탄 수입량이 동절기 동안 견조한 흐름을 나타낼 가능성이 높고, 3)성장률 부진에 빠진 중국이 경기 부양책에 나설 경우 중국향 건화물 물동량이 회복될 것으로 예상, 4)2023년 건화물 시황의 타이트한 수급 상황을 고려한 용선 수요가 증가할 수 있다고 보기 때문이다.

그림 9. % of Global Seaborne Exports 2021



자료: Clarksons, 대신증권 Research Center

우크라이나의 곡물 수출 재개로 예상치 못했던 곡물 물동량 증가 기대

2021년 기준으로 러시아와 우크라이나의 석탄 및 곡물 수출량이 전세계 물동량에서 차지하는 비중은 석탄이 약 13.4%(러시아), 곡물이 16.4%(러시아+우크라이나)에 달한다. 해운 전문 리서치에서는 러시아의 우크라이나 침공 이후 2022년 곡물 교역량에 대한 전망치를 크게 하향 조정하였다.

Clarkson의 Dry Bulk Trade Outlook(이하 DBTO) 2월호의 2022년 곡물 교역량 전망치는 러시아/우크라이나 사태 이전에는 542백만톤(+3.6% yoy)였다. 하지만 러/우 사태 이후 DBTO 5월호의 2022년 곡물 물동량 전망치는 504백만톤(-3.6% yoy)로 하향 조정되었다. DBTO 8월호의 2022년 곡물 물동량 전망치는 511백만톤으로 5월 전망대비 소폭 상향되었다.

외신 보도에 따르면, 우크라이나의 곡물수출 재개를 위한 UN/러시아/우크라이나의 합의 이후 약 25백만톤의 우크라이나산 곡물이 수출을 위해 대기 중인 것으로 알려지고 있다. 당사는 우크라이나의 곡물 수출이 재개된다면, 북반구 곡물 출하 시즌인 3분기말~4분기 중소형 선형의 벌커선에 대한 수요가 늘어날 수 있을 것으로 기대하고 있다.

중국과 유럽 에너지 대란으로 동절기 석탄수요 견조한 흐름 기대

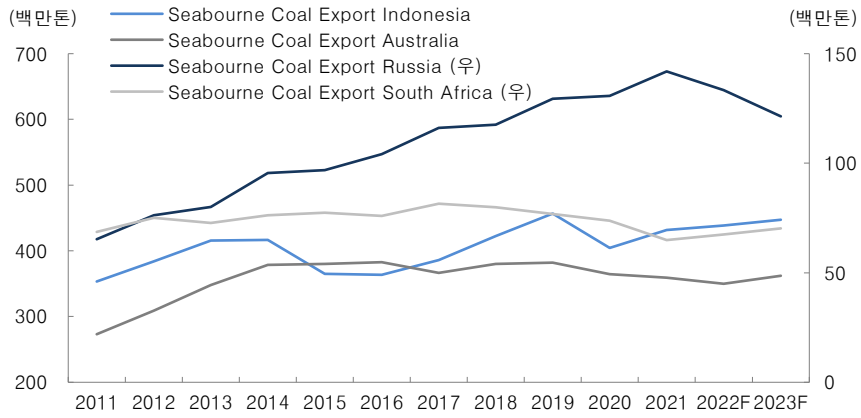
Dry Bulk Cargo 중 두번째로 높은 비중을 차지하고 있는 석탄의 물동량 증가도 하반기 시황 회복을 예상하는 이유이다. 중국은 호주가 5세대 광대역 통신망 사업에서 자국의 통신업체인 화웨이를 배제하는 등 외교적 마찰이 일어나자 2020년 12월부터 호주산 석탄 수입을 금지했다. 호주산 석탄 수입을 금지하고 부족한 석탄을 1)자국내 생산량 증대, 2)러시아와 몽골산 석탄 수입량 증대를 통해 대응하면서 건화물 시황에 부정적인 영향을 준 게 사실이다. 러시아와 몽골 석탄 수입은 육로를 통해 가능하기 때문이다.

하지만 7월 언론 보도에 따르면 중국이 호주산 석탄의 수입 재개를 2년만에 검토하고 있는 것으로 알려지고 있다. 이유는 2021년 동절기 난방용 전력 부족사태를 경험한 중국이 2022년 동절기에 전력 부족 사태가 심화될 가능성을 염두에 두고 있다는 판단이다. 유럽이 러시아의 우크라이나 침공에 대한 제재조치의 일환으로 러시아산 석탄 수입을 금지함에 따라 2022년 동절기 호주, 인도네시아 등 주요 석탄 생산국들로부터 석탄 수입을 증대시킬 가능성이 높다.

중국의 전력 생산 중 약 60%를 차지하는 석탄화력 발전 비중과 세계 최대의 석탄 수출국이며 중국의 최대 수입처인 인도네시아산 석탄이 유럽으로 수입된다면, 중국의 입장에서는 2022년 동절기 석탄화력 발전의 가동에 차질을 빚을 가능성을 배제할 수 없다.

특히 유럽의 경우 러시아가 천연가스의 공급을 감축하면서 동절기 에너지 위기에 처할 가능성이 높아지고 있다. 천연가스의 부족으로 동절기 난방용 전력 부족현상에 직면할 것으로 예상되는 상황에서 독일은 폐쇄되었던 석탄 발전소의 재가동하는 방안 등을 발표한 바 있다.

그림 10. **전세계 석탄 주요 수출국의 석탄 수출량 추이 및 전망**



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

2023 년 Dry Bulk Tight 한 수급에 대한 전망도 긍정적인 부분

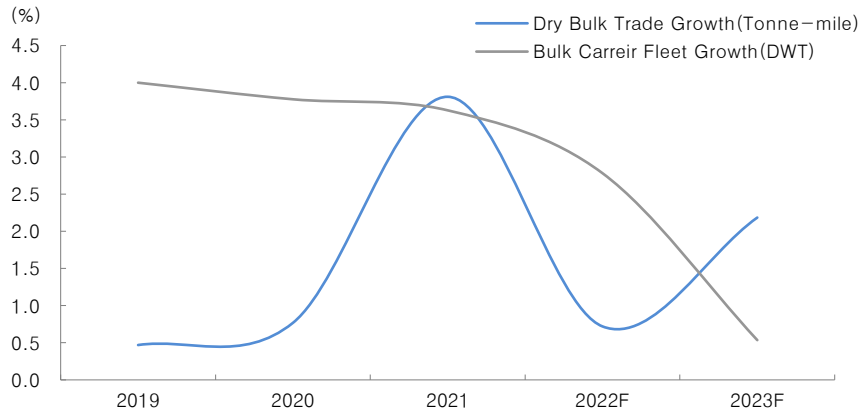
Dry Bulk Supply/Demand Balance는 2023년부터 추세적인 개선 국면에 진입할 것으로 예상한다. 2022년 Dry Bulk 수급은 공급이 수요을 약 2.1% 초과하는 상황으로 2021년은 2020년 대비 악화되었지만, 2023년부터는 수요가 공급을 초과할 전망이다.

Clarkson의 DBTO 8월호에 따르면 2023년 Dry Bulk 공급증가율은 0.5%(yoy)에 그칠 전망인데, 반면에 수요(Tonne-mile)는 +2.2%(yoy)로 증가할 것으로 예상되기 때문이다. 더욱 긍정적인 부분은 Dry Bulk Orderbook 잔고가 현존 선복량의 약 7~8% 수준에 불과하다는 점이다.

최근과 같이 시황이 부진하고 고유가 상황이 지속되면 노후선 해체도 빨라질 수 밖에 없다. 2019~2021년 3년간 해체(Demolition)된 선박의 평균 선령은 28.2년인데 반해, 2022년 1월~7월까지 해체된 선박의 평균 선령은 25.5년으로 낮아진 상황이 이를 반증한다.

2023년 IMO의 새로운 환경규제인 CII와 EEXI가 적용되기 시작한다면, 경제성 없는 노후 선박들은 점점 더 빨리 해체될 가능성이 높다. 우리는 해운시황의 수급 불균형이 가져오는 용선료와 운임의 급등에 대해 2020~2022년 컨테이너 시황을 통해 이미 알고 있다. 2023~24년 건화물 해운 시황에 선박 부족 상황이 오지 말라는 법은 없다

그림 11. Bulk Carrier Supply – Demand Balance



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

표 1. Dry Bulk Demand Forecast (단위: 백만 Ton, %)

Dry bulk trade	2019	2020	2021	2022F	2023F
Iron Ore	1,454	1,502	1,517	1,502	1,514
Total Coal	1,296	1,178	1,232	1,230	1,249
steam coal	1,027	928	966	966	979
coking coal	269	251	266	264	270
Grain	479	518	528	511	535
wheat/coarse grain	331	350	371	349	367
soybean	148	168	157	162	167
Major Bulks	**3,229**	**3,198**	**3,277**	**3,243**	**3,298**
% change	**0.3**	**−1.0**	**2.5**	**−1.0**	**1.7**
Steel products	381	347	386	375	380
Forest products	382	365	386	391	401
Minor bulks	**2,139**	**2,083**	**2,187**	**2,199**	**2,248**
% change	1.3	−2.6	5.0	0.5	2.2
Total dry bulk	**5,368**	**5,281**	**5,464**	**5,442**	**5,546**
% change	0.7	−1.6	3.5	−0.4	1.9
Est. bn tonne miles	**27,633**	**27,845**	**28,906**	**29,114**	**29,750**
% change	0.5	0.8	3.8	0.7	2.2

자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

표 2. Dry Bulk Supply Forecast (단위: 백만 DWT, %)

End Year	2019	2020	2021	2022F	2023F
Capesize(100K~)	348.1	361.2	376.8	385.3	386.2
% Change	3.9	3.8	4.3	2.3	0.2
Panamax(70~99.9K)	217.6	228.7	236.6	245	248.5
% Change	5.3	5.1	3.5	3.6	1.4
Handymax(40~69.9K)	207	214.3	220.6	227.1	230.2
% Change	3.7	3.5	2.9	2.9	1.4
Handysize(10~39.9K)	106.4	108.1	111.4	114.4	112
% Change	2.2	1.6	3.1	2.7	−2.1
Total Bulkcarrier	**879.1**	**912.3**	**945.4**	**971.7**	**976.9**
% Change	**4.0**	**3.8**	**3.6**	**2.8**	**0.5**

자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

III. 2022년 하반기만 보면 대한해운, 투자시계 확대시 팬오션

시황 호전 국면에는 팬오션, 저시황 국면에서는 대한해운이 유리

중장기적으로 건화물 해운시황이 호전될 가능성이 높다고 예상하며, 대한해운과 팬오션에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 2022년 2분기 실적만 놓고 보면, 팬오션이 시황 호전 국면에서 영업레버리지 능력을 통한 외형 확대 및 수익성 개선의 흐름을 보여줬다고 판단한다.

대한해운은 2022년 2분기 건화물 시황의 호전(전분기대비)과 LNG시황의 호황국면에서 오히려 영업이익이 전분기 대비 감소하는 결과를 도출하였다. 당사의 2022년 2분기 대한해운의 영업이익 추정치는 760억원 이었으나, 결과는 685억원으로 예상을 하회하였다. 대한해운의 2분기 실적 부진 사유는 벌커 및 LNG선의 Dry-docking에 따른 운영선대 감소와 고정비 증가효과 때문으로 판단한다.

하지만, 3분기에는 2분기에 보여줬던 결과와는 다른 흐름이 예상된다. 팬오션은 83척의 사선과 1년 이상의 장기용선 약 60척 중 고정 계약으로 묶여 있지 않은 선박들이 저 시황에 노출될 가능성이 높다고 판단한다. 반면, 대한해운은 대부분의 사선이 고정 계약에 묶여있고 LNG사업부문도 3분기부터 이익이 정상화될 가능성이 높기 때문이다.

2022년 추정 실적 기준으로 대한해운과 팬오션의 Valuation 수준은 각각 PBR 0.5배, 0.67배 수준이다. 12M Forward PER로 볼 때 현 주가는 대한해운이 3.6배, 팬오션이 3.8배 수준으로 큰 차이는 없다.

2023년까지 투자시계를 길고 넓게 본다면, 팬오션이 단연 투자 우선 순위라는 판단이다. 하지만 3분기 시장의 예상 대비 부진한 시황이 이어지고 있는 점을 감안할 때, 단기적으로는 대한해운이 안정적인 투자 대안이 될 수 있다는 판단이다.

표 3. 팬오션 2분기 실적 및 3분기 전망 (단위: 십억원, %)

구분	2Q21	1Q22	2Q22				3Q22		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,130	1,441	1,605	1,722	52.4	19.5	1,583	19.2	-8.1
영업이익	112	169	210	239	113.2	41.2	163	-14.9	-31.8
순이익	91	163	201	225	146.8	38.1	138	-22.7	-38.4

자료: 팬오션, FnGuide, 대신증권 Research Center

표 4. 대한해운 2분기 실적 및 3분기 전망 (단위: 십억원, %)

구분	2Q21	1Q22	2Q22					3Q22		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	268	350	375	429	59.8	22.7	361	379	22.5	-11.6
영업이익	46	74	76	69	50.0	-6.9	68	67	21.3	-2.2
순이익	27	62	67	56	107.1	-9.9	49	47	-61.2	-16.4

자료: 대한해운, FnGuide, 대신증권 Research Center

표 5. 팬오션 분기별 실적 추정

(단위: 십억원, %)

		1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22F	4Q22F	2021	2022F	2023F
KRW/USD	Average	1,115	1,121	1,158	1,182	1,205	1,261	1,305	1,280	1,144	1,263	1,218
BDI	Average	1,739	2,793	3,732	3,498	2,041	2,530	1,950	2,600	2,941	2,280	2,625
매출액		**680**	**1,130**	**1,328**	**1,478**	**1,441**	**1,722**	**1,583**	**1,530**	**4,616**	**6,276**	**6,444**
% yoy		*193.8*	*256.7*	*147.2*	*157.0*	*17.4*	*-9.4*	*-47.7*	*-25.7*	*84.9*	*36.0*	*2.7*
영업이익		**49**	**112**	**191**	**221**	**169**	**239**	**163**	**190**	**573**	**761**	**768**
OPM		7.2	9.9	14.4	14.9	11.7	13.9	10.3	12.4	12.4	12.1	11.9
% yoy		*29.3*	*74.3*	*203.9*	*266.7*	*245.9*	*113.2*	*-14.9*	*-14.0*	*154.4*	*32.7*	*1.0*
사업부문별 매출액(십억원)												
해운	벌크	492	807	1,062	1,208	1,055	1,298	1,248	1,226	3,569	4,827	5,000
	컨테이너	74	80	88	111	126	131	122	120	353	499	456
	유조선	27	31	37	46	51	67	60	55	140	234	223
	해운기타	13	23	29	28	99	38	32	32	94	201	232
	비벌크 합	114	134	154	185	276	237	215	207	587	935	911
	소계	606	941	1,216	1,393	1,331	1,535	1,463	1,433	4,156	5,762	5,911
곡물사업		80	203	121	94	126	211	141	117	498	596	626
임대 및 대리점 수익		47	56	62	71	47	72	66	73	235	258	257
합계		680	1,130	1,328	1,478	1,441	1,722	1,583	1,530	4,616	6,276	6,444
사업부문별 영업이익(십억원)												
해운	벌크	36	101	178	200	124	179	117	157	515	577	652
	컨테이너	15	17	14	24	34	40	33	22	70	129	42
	유조선(탱커)	-2	-3	-2	-2	7	21	17	13	-10	58	57
	해운기타	1	1	1	1	2	1	1	1	3	4	23
	비벌크 합	14	14	13	23	43	62	51	36	64	190	122
	소계	49	115	192	223	167	240	168	193	579	768	774
곡물사업		-1	-4	-1	-1	3	-3	-5	-3	-1	-2	-1
합계		49	112	191	221	169	239	163	190	573	761	768
사업부문별 영업이익률(%)												
해운	벌크	7.3	12.5	16.8	16.6	11.8	13.8	9.4	12.8	14.4	12.0	13.0
	컨테이너	20.4	20.6	16.1	21.9	26.8	30.3	27.3	18.0	19.9	25.7	9.3
	유조선(탱커)	-8.7	-11.1	-5.2	-4.4	13.7	31.5	27.4	24.5	-6.9	24.9	25.6
	해운기타	6.1	2.8	3.6	2.9	1.9	1.4	2.0	2.0	3.5	1.8	9.8
	비벌크 합	12.0	10.3	8.7	12.5	15.4	26.0	23.5	17.2	10.9	20.4	13.4
	소계	8.2	12.2	15.8	16.0	12.5	15.7	11.5	13.4	13.9	13.3	13.1
곡물사업		-1.6	-1.8	-1.2	-0.6	2.1	-1.2	-3.7	-2.7	-0.2	-0.3	-0.2
합계		7.2	9.9	14.4	14.9	11.7	13.9	10.3	12.4	12.4	12.1	11.9
매출추정												
Dry Bulk($mn)		441	720	917	1,022	875	928	956	957	3,101	3,717	4,110
Dry Bulk(척)		221	257	255	262	263	267	263	267	995	1,060	1,084
Owned Ship	Handysize	11	12	13	13	13	13	13	13	49	52	52
	Handymax	19	19	19	20	22	22	22	22	77	88	88
	Panamax	12	13	13	13	13	14	14	14	51	55	56
	Capesize	33	34	34	34	34	34	34	34	135	136	136
	Sub total	75	78	79	80	82	83	83	83	312	331	332
Charterd Ship	Handysize	31	36	33	36	32	33	34	36	136	135	143
	Handymax	69	81	93	94	102	103	101	101	337	407	412
	Panamax	33	45	40	40	37	38	35	35	158	145	142
	Capesize	13	17	10	12	10	10	10	12	52	42	54
	Sub total	146	179	176	182	181	184	180	184	683	729	752
운항가능일수												
Bulk	사선	9,750	7,098	7,268	7,360	7,380	7,553	7,636	7,636	31,476	30,205	30,295
	용선	18,980	16,289	16,192	16,744	16,290	16,744	16,560	16,928	68,205	66,522	68,612
	소계	18,022	23,387	23,460	24,104	23,670	24,297	24,196	24,564	99,681	96,727	98,907
실제운항일수												
Bulk	사선	9,750	7,098	7,268	7,360	7,380	7,553	7,636	7,636	31,476	30,205	30,295
	용선	7,911	15,820	17,183	16,503	15,930	16,191	17,977	16,682	57,417	66,780	68,593
	소계	17,661	22,918	24,451	23,863	23,310	23,744	25,613	24,318	88,893	96,985	98,888

자료: 대신증권 Research Center

표 6. 대한해운의 분기별 실적 추정표

(단위: 십억원, %, $mn, 천 DWT, $/DWT)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22F	4Q22F	2021	2022F	2023F
KRW/USD	1,115	1,121	1,158	1,182	1,210	1,261	1,305	1,280	1,144	1,264	1,218
BDIY Index	1,739	2,793	3,732	3,498	2,041	2,530	1,950	2,600	2,941	2,280	2,625
매출액	**226**	**268**	**310**	**350**	**350**	**429**	**379**	**408**	**1,154**	**1,566**	**1,623**
% yoy	*-2.2*	*27.3*	*40.5*	*57.6*	*55.1*	*59.8*	*22.5*	*16.5*	*30.5*	*35.8*	*3.6*
영업이익	**41**	**46**	**55**	**62**	**74**	**69**	**67**	**85**	**204**	**294**	**318**
OPM	18.1	17.0	17.8	17.8	21.0	16.0	17.7	20.9	17.7	18.8	19.6
% yoy	*20.6*	*29.1*	*36.6*	*71.4*	*80.7*	*50.0*	*21.3*	*37.0*	*39.7*	*44.4*	*7.9*
사업부문별 매출액(십억원)											
해운	168	196	248	289	284	340	308	340	902	1,272	1,326
벌크	102	132	178	204	189	234	198	225	617	846	816
LNG	40	35	43	58	64	71	75	82	176	292	375
탱커	23	26	25	28	32	35	35	33	103	134	135
컨테이너	2	2	1	0	0	0	0	0	6	0	0
무역업	22	28	20	23	33	42	24	26	92	124	126
제조업	9	14	13	7	7	7	14	7	43	35	34
기타	26	31	28	31	26	40	34	36	117	135	137
합계	226	268	310	350	350	429	379	408	1,154	1,566	1,623
사업부문별 영업이익											
해운	38	39	50	61	73	60	66	84	188	285	316
벌크	20	26	33	46	52	58	44	57	125	211	188
LNG	10	3	10	8	13	-6	15	19	31	41	94
탱커	7	8	7	8	9	8	8	8	30	33	34
컨테이너	2	2	0	0	0	0	0	0	3	0	0
무역업	1	1	0	0	1	1	0	0	2	2	1
제조업	1	4	4	1	-1	0	1	0	10	1	2
기타	1	2	1	1	0	7	1	1	4	8	2
합계	41	46	55	62	74	69	67	85	204	294	318
사업부문별 OPM(%)											
해운	22.6	20.0	20.1	21.1	25.8	17.8	21.4	24.8	84	90	95
벌크	19.3	19.9	18.3	22.6	27.5	24.8	22.0	25.5	80	100	93
LNG	24.1	8.9	23.8	13.2	20.2	-7.8	19.4	23.0	70	55	100
탱커	30.9	30.4	29.1	27.7	27.2	22.3	23.5	25.0	118	98	101
컨테이너	61.1	70.2	-18.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	113	0	0
무역업	4.9	3.1	1.8	-2.1	2.4	2.3	1.3	-1.0	8	5	4
제조업	11.3	30.3	30.4	7.3	-10.7	5.6	5.0	5.0	79	5	23
기타	2.2	4.9	3.6	4.0	0.1	17.0	2.0	2.5	15	22	5
합계	18.1	17.0	17.8	17.8	21.0	16.0	17.7	20.9	71	76	78
매출추정											
Bulk($mn)	92	118	154	172	156	186	152	176	536	669	670
Capacity	3,714	3,714	3,714	3,714	3,714	3,714	3,714	3,714	14,857	14,857	14,857
Avg Revenue per DWT	25	32	41	46	42	50	39	51	144	182	183
Change % yoy	*-5.8*	*54.4*	*92.1*	*83.3*	*69.9*	*57.3*	*-6.9*	*10.0*	*54.0*	*25.8*	*0.5*
LNG	36	31	37	49	53	56	57	64	153	230	308
Capacity	810	810	810	810	828	828	1,002	1,176	3,241	3,835	5,923
Avg Revenue per DWT	44	39	46	61	46	68	48	64	189	226	237
Change % yoy	*18.4*	*5.0*	*5.0*	*5.0*	*5.0*	*5.0*	*5.0*	*5.0*	*15.2*	*19.3*	*5.0*
Tanker	21	24	22	23	26	27	27	26	90	106	111
Capacity	1,342	1,342	1,342	1,342	1,342	1,342	1,342	1,342	5,366	5,366	5,366
Avg Revenue per DWT	16	16	15	15	16	17	16	15	61	64	67
Change % yoy	*5.0*	*5.0*	*5.0*	*5.0*	*5.0*	*5.0*	*5.0*	*5.0*	*3.7*	*5.0*	*5.0*

자료: 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	2,497	4,616	6,276	6,444	6,870
매출원가	2,193	3,950	5,406	5,560	5,935
매출총이익	304	666	870	884	936
판매비와관리비	79	93	109	117	130
영업이익	225	573	761	768	806
영업이익률	9.0	12.4	12.1	11.9	11.7
EBITDA	453	933	1,104	1,112	1,153
영업외손익	-133	-23	-14	-14	-16
관계기업손익	5	13	13	13	13
금융수익	17	30	30	30	30
외환관련이익	2	0	0	0	0
금융비용	-65	-60	-55	-55	-58
외환관련손실	23	16	16	16	16
기타	-91	-5	-1	-1	-1
법인세비용차감전순손익	92	550	747	754	789
법인세비용	-1	-1	-1	-1	-2
계속사업순손익	91	549	745	753	788
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	91	549	745	753	788
당기순이익률	3.6	11.9	11.9	11.7	11.5
비지배지분순이익	-2	0	0	0	0
지배지분순이익	93	549	745	753	788
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-17	27	27	27	27
포괄순이익	-80	817	1,013	1,020	1,056
비지배지분포괄이익	-2	0	0	0	0
지배지분포괄이익	-77	817	1,013	1,020	1,056

재무상태표 (단위: 십억원)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	663	1,359	1,938	2,570	3,303
현금및현금성자산	238	522	1,071	1,673	2,355
매출채권 및 기타채권	152	252	341	350	373
재고자산	57	108	147	151	161
기타유동자산	216	477	378	395	413
비유동자산	3,997	5,130	5,129	5,178	5,274
유형자산	3,873	4,963	4,920	4,926	4,979
관계기업투자금	81	127	170	214	257
기타비유동자산	43	40	39	38	37
자산총계	4,659	6,489	7,067	7,748	8,576
유동부채	604	1,149	1,089	1,124	1,270
매입채무 및 기타채무	216	379	464	473	495
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	238	326	156	156	253
기타유동부채	150	444	469	495	522
비유동부채	1,248	1,743	1,689	1,637	1,584
차입금	192	247	247	247	247
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1,056	1,495	1,442	1,390	1,337
부채총계	1,853	2,892	2,778	2,760	2,854
지배지분	2,807	3,597	4,289	4,988	5,722
자본금	535	535	535	535	535
자본잉여금	1,942	1,942	1,942	1,942	1,942
이익잉여금	329	851	1,543	2,242	2,977
기타자본변동	1	269	269	269	269
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	2,807	3,597	4,289	4,988	5,722
순차입금	1,212	1,688	922	275	-354

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	173	1,028	1,394	1,408	1,474
PER	29.0	5.3	4.1	4.1	3.9
BPS	5,250	6,728	8,023	9,331	10,705
PBR	1.0	0.8	0.7	0.6	0.5
EBITDAPS	847	1,746	2,066	2,080	2,158
EV/EBITDA	8.6	4.9	3.4	2.8	2.2
SPS	4,671	8,635	11,740	12,055	12,852
PSR	1.1	0.6	0.5	0.4	0.4
CFPS	869	1,772	2,091	2,105	2,183
DPS	50	100	100	100	100

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
성장성					
매출액 증가율	1.2	84.9	36.0	2.7	6.6
영업이익 증가율	7.2	154.4	32.7	1.0	4.9
순이익 증가율	-38.6	505.5	35.7	1.0	4.7
수익성					
ROIC	5.7	12.5	14.7	14.8	15.4
ROA	4.9	10.3	11.2	10.4	9.9
ROE	3.3	17.2	18.9	16.2	14.7
안정성					
부채비율	66.0	80.4	64.8	55.3	49.9
순차입금비율	43.2	46.9	21.5	5.5	-6.2
이자보상배율	5.5	13.1	19.3	19.5	19.3

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	470	768	954	1,000	1,032
당기순이익	91	549	745	753	788
비현금항목의 가감	374	398	372	373	379
감가상각비	228	360	344	344	348
외환손익	10	-10	-13	-13	-13
지분법평가손익	-5	-13	-13	-13	-13
기타	141	60	54	54	57
자산부채의 증감	54	-129	-124	-85	-92
기타현금흐름	-48	-50	-40	-40	-42
투자활동 현금흐름	-337	-351	-327	-377	-427
투자자산	-76	-34	-43	-43	-43
유형자산	-271	-333	-300	-350	-400
기타	10	16	16	16	16
재무활동 현금흐름	-139	-158	-367	-197	-100
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	-102	12	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	-27	-53	-53	-53
기타	-37	-144	-314	-144	-47
현금의 증감	-18	284	550	602	682
기초 현금	255	238	522	1,071	1,673
기말 현금	238	522	1,071	1,673	2,355
NOPLAT	222	572	759	766	804
FCF	160	598	803	761	752

자료: 팬오션, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	884	1,154	1,566	1,623	1,692
매출원가	680	887	1,201	1,226	1,297
매출총이익	204	267	365	398	395
판매비와관리비	58	63	71	80	80
영업이익	146	204	294	318	315
영업이익률	16.5	17.7	18.8	19.6	18.6
EBITDA	277	324	405	423	415
영업외손익	-119	120	-38	-77	-84
관계기업손익	0	5	11	2	-1
금융수익	7	16	8	8	8
외환관련이익	5	43	94	45	40
금융비용	-107	-116	-112	-109	-116
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-19	215	55	22	25
법인세비용차감전순손익	27	324	257	241	231
법인세비용	1	-17	-8	-7	-7
계속사업순손익	28	307	249	234	224
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	28	307	249	234	224
당기순이익률	3.1	26.6	15.9	14.4	13.2
비지배지분순이익	19	60	40	35	34
지배지분순이익	9	246	209	199	190
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-6	9	9	9	9
포괄순이익	-37	396	338	323	313
비지배지분포괄이익	15	68	54	48	47
지배지분포괄이익	-52	328	284	275	266

재무상태표 (단위: 십억원)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	431	502	599	823	1,297
현금및현금성자산	95	101	165	394	860
매출채권 및 기타채권	66	114	154	161	169
재고자산	56	105	143	148	154
기타유동자산	214	182	137	121	114
비유동자산	2,914	3,357	3,252	3,193	3,136
유형자산	1,923	2,355	2,203	2,107	2,016
관계기업투자금	55	62	96	120	141
기타비유동자산	936	941	953	965	978
자산총계	3,346	3,860	3,851	4,016	4,432
유동부채	597	390	234	230	485
매입채무 및 기타채무	76	130	155	158	162
차입금	146	62	62	62	62
유동성채무	237	170	0	0	255
기타유동부채	137	29	18	11	7
비유동부채	1,896	1,951	1,852	1,786	1,724
차입금	153	243	290	290	290
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1,742	1,709	1,562	1,497	1,434
부채총계	2,492	2,342	2,086	2,017	2,209
지배지분	772	1,287	1,496	1,694	1,884
자본금	122	160	160	160	160
자본잉여금	43	188	188	188	188
이익잉여금	402	653	862	1,060	1,250
기타자본변동	204	287	287	287	287
비지배지분	81	232	269	305	339
자본총계	853	1,518	1,765	1,999	2,223
순차입금	1,870	1,696	1,406	1,128	862

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	34	846	655	622	596
PER	84.5	3.1	3.8	4.0	4.2
BPS	2,945	4,421	4,686	5,308	5,904
PBR	1.0	0.6	0.5	0.4	0.4
EBITDAPS	1,058	1,115	1,270	1,326	1,301
EV/EBITDA	9.7	8.5	6.0	5.2	4.7
SPS	3,371	3,965	4,908	5,086	5,301
PSR	0.8	0.7	0.5	0.5	0.4
CFPS	1,029	1,141	1,163	1,221	1,196
DPS	0	0	0	0	0

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
성장성					
매출액 증가율	-12.1	30.5	35.8	3.6	4.2
영업이익 증가율	13.3	39.7	44.4	7.9	-0.9
순이익 증가율	-72.8	1,013.8	-18.8	-6.1	-4.3
수익성					
ROIC	7.4	8.6	11.5	12.9	13.2
ROA	4.4	5.7	7.6	8.1	7.5
ROE	1.1	23.9	15.0	12.5	10.6
안정성					
부채비율	292.1	154.2	118.2	100.9	99.4
순차입금비율	219.1	111.7	79.7	56.4	38.7
이자보상배율	1.6	3.0	4.6	5.2	4.6

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	259	320	263	329	313
당기순이익	28	307	249	234	224
비현금항목의 가감	242	25	122	156	158
감가상각비	131	121	111	106	100
외환손익	40	-30	-54	-21	-24
지분법평가손익	0	-14	-20	-11	-8
기타	71	-52	85	82	89
자산부채의 증감	-9	-9	-44	1	-1
기타현금흐름	-2	-3	-64	-61	-68
투자활동 현금흐름	-203	-133	64	-3	-10
투자자산	-22	-123	-33	-24	-21
유형자산	-286	-24	41	-9	-9
기타	105	14	57	31	20
재무활동 현금흐름	-59	-222	-38	84	339
단기차입금	-160	-82	0	0	0
사채	42	-106	0	0	0
장기차입금	15	16	47	0	0
유상증자	0	185	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	44	-235	-85	84	339
현금의 증감	-4	5	64	229	466
기초 현금	100	95	101	165	394
기말 현금	95	101	165	394	860
NOPLAT	151	193	286	308	305
FCF	-105	149	296	264	256

자료: 대한해운, 대신증권 Research Center

[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&Strategy본부의 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

Overweight(비중확대):
:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상

Neutral(중립):
:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상

Underweight(비중축소):
:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

Buy(매수):
:향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상

Marketperform(시장수익률):
:향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상

Underperform(시장수익률 하회):
:향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상

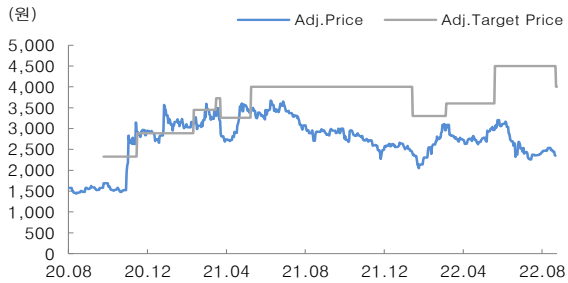
[투자의견 비율공시]

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.6%	7.4%	0.0%

(기준일자: 20220821)

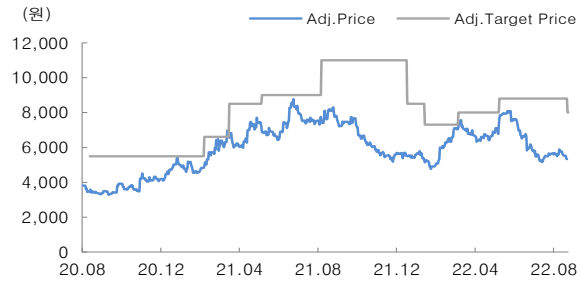
[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

대한해운(005880) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	22.08.24	22.06.10	22.06.02	22.05.23	22.03.10	22.01.18
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	4,000	4,500	4,500	4,500	3,600	3,300
괴리율(평균,%)		(42.27)	(31.16)	(31.49)	(22.33)	(23.44)
괴리율(최대/최소,%)		(28.78)	(28.78)	(28.78)	(14.03)	(5.61)
제시일자	21.11.17	21.05.17	21.04.06	21.04.01	21.03.25	21.02.19
투자의견	6개월 경과	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Buy
목표주가	4,000	4,000	3,300	3,300	3,700	3,400
괴리율(평균,%)	(36.33)	(22.63)	(5.89)	(13.70)	(11.56)	(5.51)
괴리율(최대/최소,%)	(33.38)	(8.25)	10.40	(13.56)	(6.24)	4.32
제시일자	21.01.05	20.11.25	20.10.07	20.10.05		
투자의견	Marketperform	Marketperform	Buy	Buy		
목표주가	2,900	2,900	2,300	2,300		
괴리율(평균,%)	4.92	(0.74)	(17.64)	(27.61)		
괴리율(최대/최소,%)	(8.08)	(8.08)	35.17	(27.61)		
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

팬오션(028670) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	22.08.24	22.05.12	22.03.10	22.01.18	21.12.22	21.08.13
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	8,000	8,800	8,000	7,300	8,500	11,000
괴리율(평균,%)		(28.20)	(14.75)	(19.59)	(34.75)	(40.44)
괴리율(최대/최소,%)		(8.07)	(3.88)	(2.60)	(31.76)	(24.45)
제시일자	21.05.14	21.03.25	21.02.15	20.08.24		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표주가	9,000	8,500	6,600	5,500		
괴리율(평균,%)	(17.69)	(21.07)	(9.74)	(25.16)		
괴리율(최대/최소,%)	(2.56)	(9.41)	5.61	(1.27)		
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						