

## 지금은 대한해운이 좋다~

### FS Research

박종운 연구원

nalza02@fsresearch.net

투자의견	Not Rated
목표주가	-
현재주가(6/2)	3,070원
상승여력	-

시가총액	9,799억원
총발행주식수	319,177,460주
60일 평균 거래량	3,514,913주
52주 고	3,670원
52주 저	2,045원
외인지분율	7.65%
신용비율	2.1%
자본금	1,595억원
액면가	500원

주요주주	
에스엠하이플러스 외	49.36
미전환된 주식수	(좌:행사기간)

### 벌크수송 전문 해상운송 업체

동사는 벌크수송 비중이 가장 높은 해상운송 업체이다. 전용선 (건화물&LNG), 부정기선 (건화물), 탱커선 (LPG&Product), 자동차선 (PCTC), 원유선 (Oil) 등을 운용한다. 주요고객은 포스코, 한국전력, 한국가스공사, 현대글로벌비스이다. 자회사로 대한해운엘앤지 (지분 100%)와 대한상선 (지분 70.5%)을 보유하고 있다.

### 벌크업황도 좋고, LNG는 더 좋을 거고

현재 벌크수송 업황은 개선되고 있으며, 하반기 이후 중장기적으로도 지속적인 회복이 전망되어 동사 수혜가 예상된다. 상반기는 1) 러시아산 석탄 수입 금지의 선제적 대응을 위해 유럽/인도의 해상 석탄수입 확대 중이고, 2) 철광석은 중국의 봉쇄 해제 기대감으로 운임 강세가 지속 될 전망이다. 하반기에는 1) 중국 봉쇄 해제로 중국정부의 인프라 투자에 따른 중국 항 물동량 증가, 2) EU의 러시아산 석탄수입 대체에 따른 중국/호주산 원자재 수출 물량 증가가 기대된다. 중장기적으로는 1) 온실가스배출 저감 관련 이슈로 벌크선 수 증가가 힘들어 BDI상승 지속이 예상되고, 2) LNG부문은 우크라이나 전쟁 이후 공급 병목 완화로 인한 중장기 호황과 공급망 변화 이슈로 성장을 이어갈 것으로 보여진다. 이에 LNG 매출 비중 증가가 경쟁사 대비 큰 동사의 수혜가 전망된다.

### 실적흐름 중장기 적으로도 우상향, 벨류에이션 재평가만 남았다

동사의 올해 예상 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 25.8%, 43% 증가하면서 벨류에이션 매력을 높일 것으로 판단된다. 특히 이익 측면에서 내년은 경쟁사 대비 차별화된 실적을 보여줄 것으로 기대된다. 이는 글로벌 에너지 공급망 변화와 맞물려 LNG수송 부문에서 본격 성장이 전망되기 때문이다. 여기에 사업구조상 글로벌 상황에 경쟁사 대비 영향을 덜 받기 때문에 꾸준히 실적이 증가하고 있다. 이러한 점들 때문에 실적규모나 시총을 감안하더라도 경쟁사 대비 벨류에이션 할인을 받고 있는 상황은 점차 해소될 것으로 보여진다.

### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, %, 배)

결산(12월)	2019A	2020A	2021	2022F	2023F
매출액	10,056	8,841	11,538	14,523	15,450
영업이익	1,287	1,459	2,039	2,914	3,155
영업이익률	12.8	16.5	17.7	20.1	20.4
세전이익	893	266	3,239	2,975	2,925
지배주주순이익	905	88	2,462	2,680	2,675
PER	9.3	86.6	4.2	3.8	3.8
PBR	0.7	1.0	0.6	0.5	0.5

자료: FS리서치, 텔레그램-<https://t.me/FSResearch> 홈페이지- <http://www.fsresearch.co.kr/>

주요 자회사	(우:지분율)
대한해운엘앤지	100%
FS리서치 텔레그램	FS리서치 홈페이지
	

## I. 기업 개요

### 벌크수송 전문 해상운송 업체

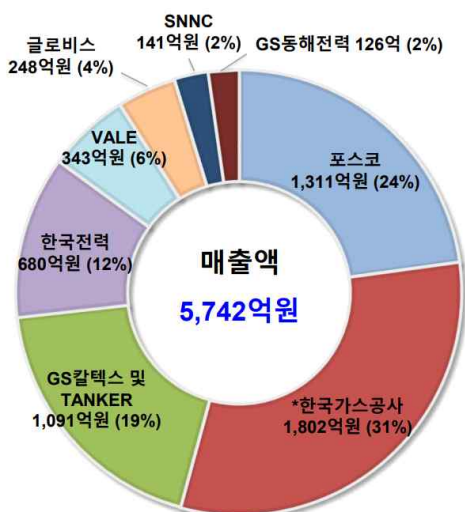
동사는 벌크수송을 주력으로 하는 해상 운송업체이다. 전용선 19척 (건화물 &LNG), 부정기선 6척 (건화물), 탱커선 3척 (LPG&Product), 자동차선 1척 (PTCT), 원유선 4척을 보유하고 있다. 여기에 자회사 대한해운엘앤지를 통해 12척(4척은 컨소시엄 선박)의 LNG운반선을 보유하고 있다.

주요고객은 포스코 (철광석, 석탄), 한국전력공사 (석탄), 현대글로벌 (석탄, 자동차), SNNC (니켈광석), VALE (철광석), GS동해전력 (석탄), S-Oil (원유), GS칼텍스 (원유) 등이며 이들 고객은 전용선을 운용하고 있어 장기계약으로 운용된다.

동사의 매출비중은 21년 실적 기준 전용선 87%, 부정기선 12%, 기타 1%이다. 전용선 내에서의 비중은 벌크선이 50%, LNG선이 31%, 탱커가 19%를 차지한다.

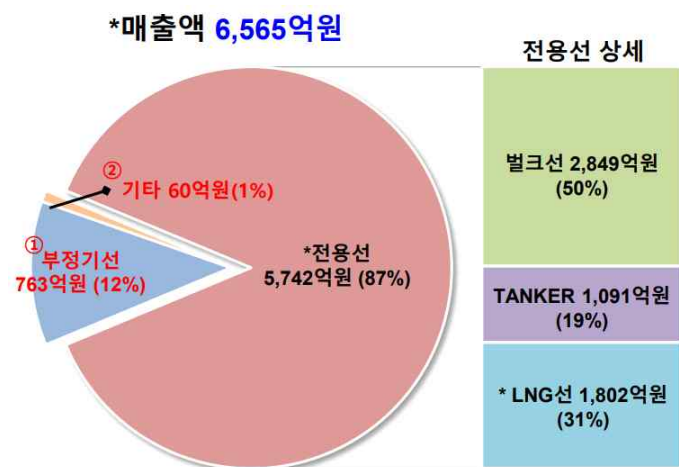
자회사로 LNG선을 운용하는 대한해운엘앤지 (지분 100%)와 스팩영업을 하는 대한상선 (지분 71.3%)이 있다. 작년 4분기 벌크선 7척과 탱커선 1척을 보유하고 있는 창명해운을 인수하여 벌크운송을 확대하였다. 올해부터 동사 실적으로 본격 반영되고 있다.

그림1. 전용선 고객별 매출비중 (2021년 기준)



자료: 대한해운, FS Reserach

그림2. 사업별 매출 비중 추이 (2021년 기준)



자료: 대한해운, FS Research

## II. 투자포인트

### 1) 벌크운송 업황 여전히 좋다

벌크선사들은 단기뿐 아니라 중장기적으로도 BDI 상승에 따른 수혜를 보게 될 것으로 전망된다. 특히 상반기보다는 하반기에 건화물선 운임의 강세가 더 클 것으로 추정됨에 따라 하반기로 갈수록 실적 성장이 더 커질 것으로 예상된다.

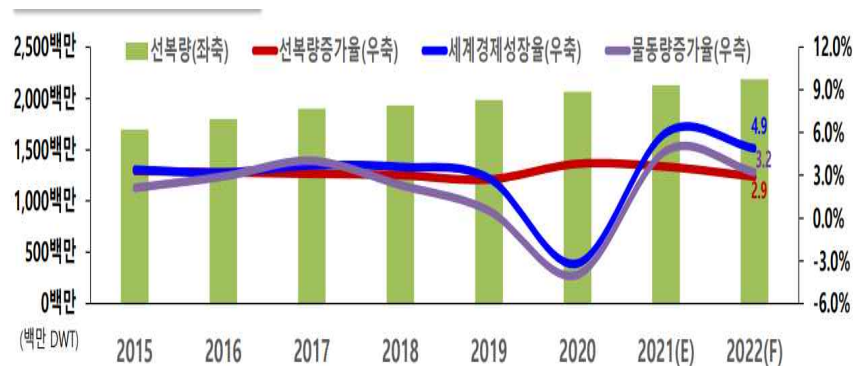
상반기의 경우 건화물선 시장은 인도네시아의 석탄 수출 1개월 중단, 브라질 남부지역의 폭우에 따른 철광석 생산 및 운송 차질로 연초부터 부진하여 운임하락을 가져왔으나 1월 중순부터 인도네시아의 석탄 수출 재개와 브라질 주요 광산들의 운영이 일부 재개되면서 2월부터 반등에 성공하였다.

여기에 현재에도 러시아산 석탄에 대한 수입 금지 발표로 선제적 대응을 위해 유럽과 인도의 해상 석탄 수입 확대가 긍정적으로 작용하고 있다. 철광석 또한 중국의 봉쇄 해제기대감으로 운임 강세는 한동안 지속될 전망이다

이러한 상황은 하반기에도 지속될 것으로 보여진다. 중국 봉쇄가 해제된다면 1) 정부의 경기부양 의지로 인프라 투자에 따른 중국항 물동량 증가와 2) EU의 러시아산 석탄 수입을 대체하는 등의 중국산 원자재의 수출 물량 증가로 BDI 및 물동량 증가가 가능해지면서 하반기 이후에도 벌크운송의 업황은 여전히 호황을 누릴 수 있을 것으로 전망되기 때문이다.

중장기적인 업황 호조 근거는 2023년부터 온실가스배출 저감 관련 이슈로 운임수준과 상관 없이 노후선 폐선 상황이 발생 되면 벌크선의 수가 크게 증가하기는 힘들 것으로 여겨지기 때문이다.

그림3. 글로벌 해운 시장 추이 및 전망



자료: Clarksons, IMF, 2021년 이후 선복량 및 물동량은 산업은행 추정, 대한해운

## 2) LNG수송, 환경규제와 에너지 공급망의 변화로 동사에게 수혜

동사의 차세대 성장동력은 LNG시장에서 찾을 수 있을 것으로 보여진다. 이는 글로벌 LNG 생산량이 2020년에서 2030년까지 70%이상 늘어날 것으로 전망되기 때문이다.

이러한 LNG생산량의 급격한 증대는

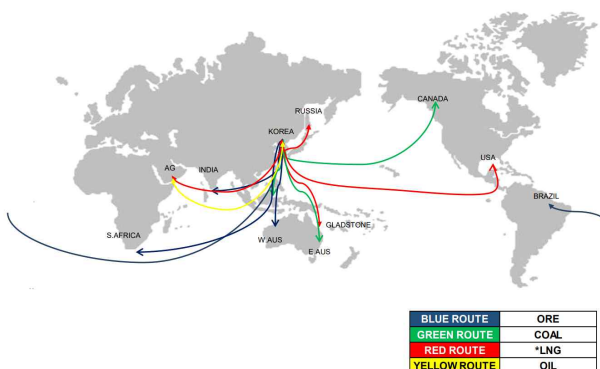
첫째로 23년부터 시작되는 IMO환경규제로 선박들이 LNG선으로의 전환이 뚜렷해지면서 수요가 늘어날 것으로 보여지고,

둘째로 탈탄소 정책으로 석탄 수요가 줄어드는 자리를 중장기적으로 LNG 사용량 증가로 보완할 것으로 전망되며,

셋째로 중장기적으로 러시아/우크라이나 전쟁을 계기로 유럽의 에너지 공급망의 변화가 예상되기 때문이다.

이러한 이유로 동사는 올해부터 2년간 약 9,900억원을 투자하여 LNG 병커링선 2척, LNG선 4척을 도입하기로 하고 이미 1척은 도입을 완료하였다. 이에 따라 동사의 올해 LNG 운송부문 매출은 전년대비 45% 증가한 2,550억원 규모가 예상되고 내년에도 이정도 수준의 성장이 지속될 것으로 보인다.

그림4. 주요항로



자료:홈페이지

그림5. 대한해운 LNG선 도입 예정 선박 현황 (1척은 3월 기도입)

(2021년 4분기말 기준)

No	용선주	선박	사이즈(CBM)	인도시기	조선소
1	SHELL	*LNG병커링선	18,000	'22.3월	현대미포조선
2		LNG선	174,000	'22.3Q	현대중공업
3			174,000	'22.4Q	현대중공업
4			174,000	'23.3Q	현대중공업
5			174,000	'23.4Q	현대중공업
6	아시아 소재 용선주	LNG병커링선	18,000	'23.1Q	현대미포조선
TOTAL			732,000		

자료: 대한해운, FS Research

### 3) 경쟁사 대비 매력적인 Valuation

동사의 현주가는 22년 예상 실적기준 PER 3.8배로 경쟁사 대비 50% 가까이 할인 받고 있다. 물론 매출과 이익규모, 시장 점유율 등을 감안하면 할인을 받아야 하지만 현주가는 그 괴리가 심하다고 판단된다.

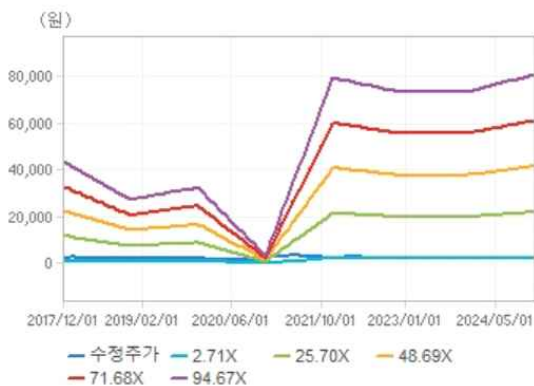
이유는 안정적 수익구조와 향후 성장성에서 좀 더 큰 폭의 성장이 가능하기 때문이다.

1) 동사는 대형 화주들과 맺은 전용선 계약 비중이 전체 매출의 90% 가까운 수준이다. 전용선 비중이 큰 벌크회사는 고객사와 장기계약으로 인해 구조적으로 벌크선 시황에 관계없이 안정적인 수익을 창출할 수 있다. 또한 전용선 계약은 유가가 상승할 경우 유류할증료를 통해 화주들에게 비용 전가가 가능하다.

2) 중장기적으로 향후 큰 폭의 성장이 기대되는 LNG부문에서도 경쟁사대비 더 큰 성장률을 보일것으로 기대된다.

이러한 구조적 안정성과 성장성을 동시에 가진 동사가 향후에는 밸류에이션 할인율을 점차 좁혀갈 수 있을 것으로 판단된다.

그림6. PER Band



자료: Fnguide, FS Research

그림7. PBR Band



자료: Fnguide, FS Research

### III. 실적 및 주가 흐름 전망

#### 내년까지도 이익성장 계속되는 가운데 중장기적 주가 우상향 흐름 전망

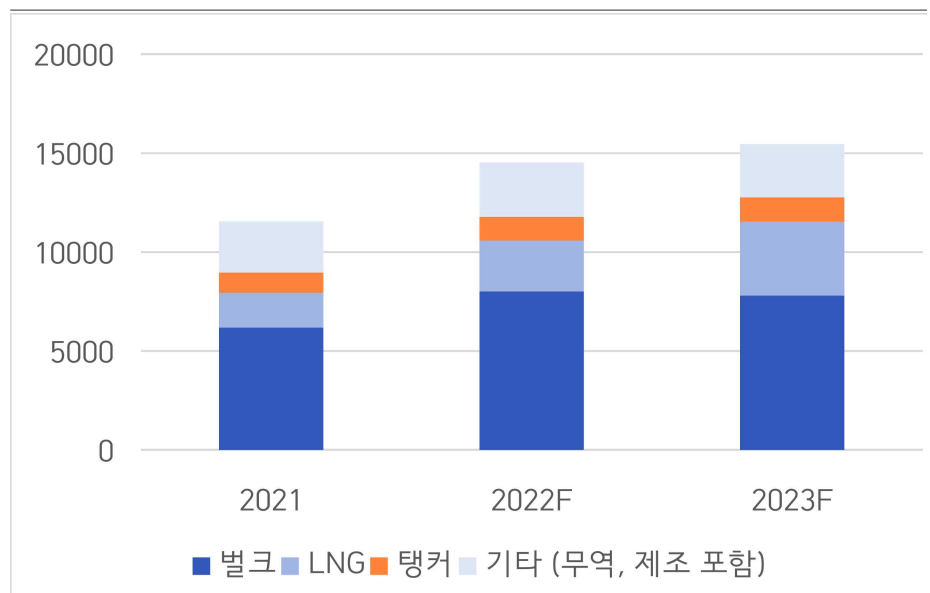
동사의 2022년 예상 매출액과 영업이익은 각각 전년대비 25.8%, 43% 증가하면서 벨류에이션 매력을 더 높일 것으로 판단된다.

매출액 기준으로 벌크, LNG, 탱커가 모두 성장을 하는 가운데 특히 LNG의 매출이 전년대비 45% 이상 성장하면서 두드러질 전망이다. 다만 내년에는 매출성장은 LNG만 전년대비 46% 이상의 고성장을 기록하며 전사 성장을 이끌 것으로 보여진다.

영업이익 측면에서는 벌크부문이 BDI 회복과 상승에 힘입어 올해는 이익증가율이 LNG와 비슷한 수준이지만 내년은 역성장이 될 수도 있어서 하반기 이후 BDI 추이를 더 지켜볼 필요가 있다고 여겨진다.

이에 향후 주가는 2분기 이후 하반기까지 공급해소 이슈에 따른 실적 성장이 부각되면서 경쟁사 대비 벨류에이션 매력을 보이며 점차 할인율을 좁혀가는 우상향 흐름이 기대된다.

그림8. 사업부별 매출 추이 및 전망



자료: FS Research

## ▶ Compliance Note

---

- 동 자료는 투자에 대한 참고자료일뿐, 투자로 인한 손실이 발생했을시에 FS리서치에서 책임지지 않습니다.
  - 동 자료에 게재된 내용들은 자료작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었습니다.
  - 동 자료에 언급된 내용은 신의성실하게 작성하였지만, 모든 내용이 100% 정확하다고 할 수 없습니다.
-