

운 송

Overweight

확실하지 않으면 승부를 걸지 마라

- Part I 수요-공급 불일치 이게 내 결론이다
Part II 시나리오 쓰고 있네
Part III 너하고 난 PBR 따져야지



이베스트투자증권 **나민식**입니다

‘확실하지 않으면 승부를 걸지 마라’ 영화 <타짜> 명대사입니다

영화에서 잘못된 판단을 내린 아귀는 돈과 손목을 잃어버렸습니다.

반대로 고니는 고광렬도 구출하고 땀 돈의 반을 가져갔습니다.

해운업에서도 운임 전망이 잘 맞아 들어가면 단기간에 큰 돈을 벌 수 있습니다.

반대로 전망이 틀린다면 해운사의 존립 자체가 흔들립니다.

해운업과 도박은 단기간에 많은 돈을 벌 수 있고 확률의 영역에 있다는 점에서 공통점이 있습니다.

짧은 생각이지만 주식투자도 확률에 돈을 건다는 점에서 비슷합니다.

그래서 이번 리포트에서는 해운주 투자에서 성공 확률을 어떻게 높일 수 있는지 투자전략을 담았습니다.

해상운임 수요와 공급곡선 모두 비탄력적이라서 운임지수 ‘변동성’이 매우 높습니다.

이 변동성을 이용할 수 있다면 적절한 매수 타이밍을 잡을 수 있을 것이라 생각했습니다.

구체적으로는 수요와 공급이 불일치 하는 지점이 매수 타이밍이라는 결론을 내렸습니다.

이 전략을 사용하면 컨테이너선 확률은 58%(손익비 2.0), 벌크선 확률은 60%(손익비 1.5)를 얻을 수 있습니다.

기대수익률*로 치환하면 컨테이너선은 74%, 벌크선은 50%가 예상됩니다.

*베팅 기대수익률 = (승리확률 × 손익비) - 패배확률, 금융투자에서 기대수익률(Expected Return)과는 다른 개념

지난 1년간 상승한 해상운임지수 상승으로 ‘방향성’에 대한 고민이 깊어지는 시점입니다.

SCFI는 병목현상 때문에, BDI는 강한 원자재 수요 때문에 상승을 전망합니다.

해운 Overweight, 개별종목에서는 **HMM(목표주가 52,000원)**을 **최선호주**로 제시합니다.

감사합니다

운송/유틸리티

Analyst **나민식**

02 3779 8754

minsik@ebestsec.co.kr



자료는 크게 3 가지 Part 로 구성했습니다.

[Part I. 수요-공급 불일치 이게 내 결론이다]

해상운임 '변동성'을 이용한 투자전략을 제시합니다. '호황은 짧고, 불황은 길다'라는 해운업 격언이 있습니다.

이 말은 짧은 호황 사이클을 잡은 몇몇은 수익을 얻지만 대부분은 실패한다는 의미입니다.

따라서 해상운임 방향성에만 기대는 투자방법은 한계가 있다는 판단을 내렸습니다.

'변동성'을 이용한 투자방법은 수요-공급 불일치가 발생하는 일시적인 구간에 단기투자 하는 방법입니다

구체적으로 1) 해상운송 수요 증가 2) 계선(Laid-up ship) 감소 3) 운임이 동시에 상승하는 시점이 타격지점입니다.

[Part II. 시나리오 쓰고 있네]

Part I 이 '변동성'을 활용한 투자이라면 Part II 는 해상운임 '방향성'에 관한 전망입니다.

[컨테이너선] 백신보급률이 올라가면 운임이 떨어질 것이라는 기대와 다르게 12 주 연속 운임이 상승했습니다.

이는 미국 서부항만 적체현상으로 컨테이너 박스 흐름이 원활하지 못했기 때문입니다. 문제는 항만 적체현상이 미국 내륙까지 퍼지고 있는 상황입니다. 병목현상이 단기간에 해결되기 어렵다고 판단되어 컨테이너 운임이 2022 년 상반기까지 상승할 것으로 판단합니다.

[건화물선] 철광석, 석탄 등 원자재 가격상승이 매섭습니다. 이는 중국의 환경정책으로 공급감소, 코로나 19 이후 글로벌경제 회복으로 수요는 증가했기 때문입니다. 원자재수요는 여전히 강한 모습을 이어가면서 물동량 증가 역시 지속될 전망입니다. 여기에 여전히 건화물선 수주잔고는 크게 상승하지 않았기 때문에 BDI 지수도 상승을 전망합니다.

[Part III. 너하고 난 PBR 따져야지]

운임이 상승하는 시기에는 해운사별 PBR 격차가 벌어집니다. 때문에 지금은 옥석을 가려줘야 합니다.

선복기준 1 위 컨테이너 선사인 Maersk 는 PBR 1.4 배 vs. 8 위인 HMM 은 PBR 2.8 배에 거래되고 있습니다.

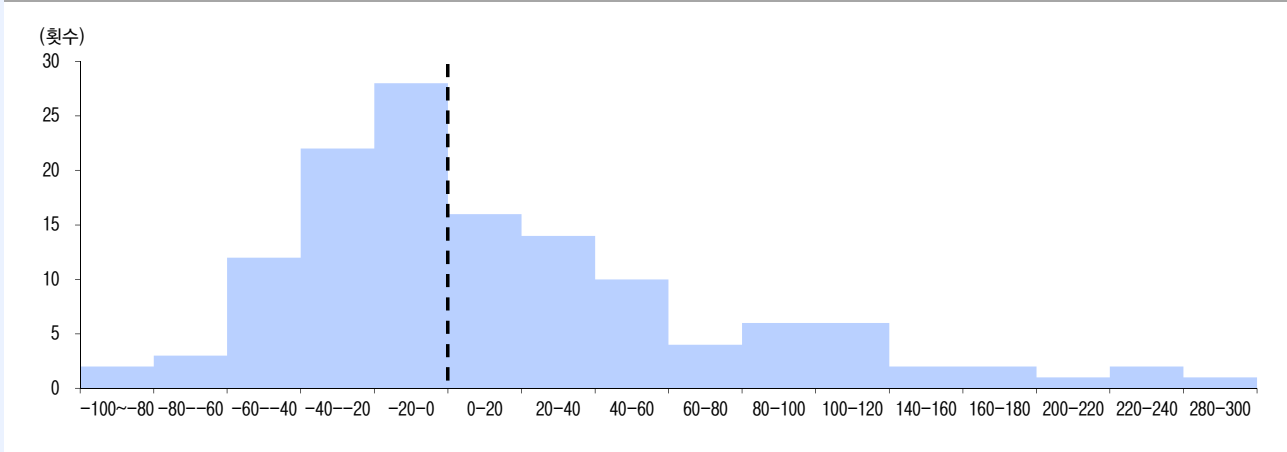
8 위인 HMM 이 더 비싸게 거래되고 있으니 비싸다고 합니다.

그러나 HMM 은 컨테이너선 업황저점에 대규모 선박을 인도 받아서 영업레버리지가 극대화 되었습니다.

2021 년 HMM 영업이익률은 48.3%, 업계평균대비 12.5%pt 가 더 높으니 PBR 프리미엄은 타당합니다.

Key Charts

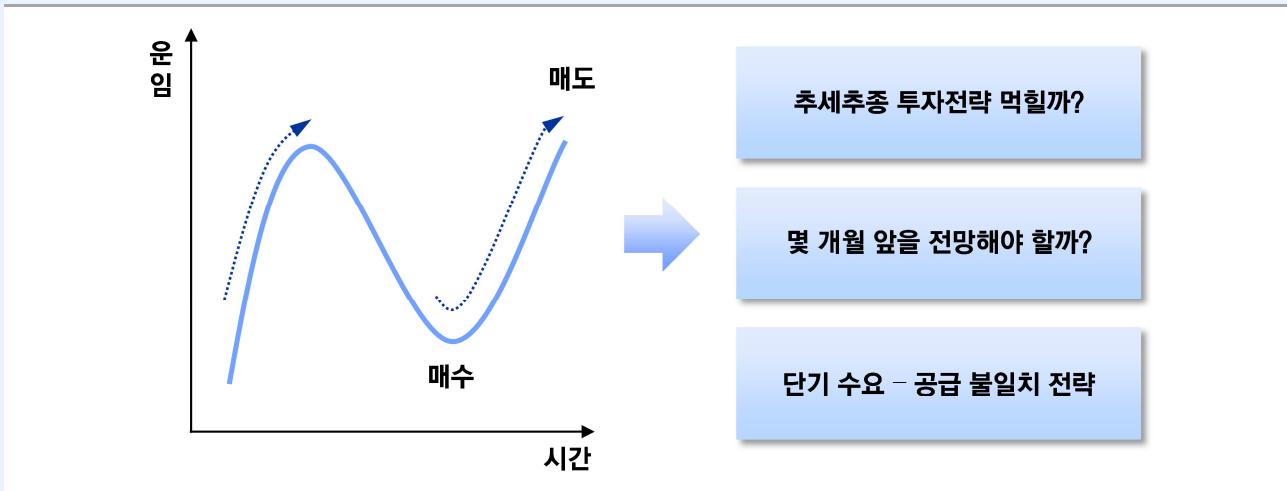
BDI 수익률 분포(1989 ~ 2021 년, 30 년간) → 승률 48%



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

- 해운업 호황은 짧고, 불황은 길다 → 사이클 전망에 근거한 투자는 확률이 낮음
- 그러나 해상운임은 변동성이 크기 때문에 ‘변동성’을 이용하면 확률을 높일 방법이 있음

해상운임 방향성 투자보다는 확률을 올릴 방법 고민

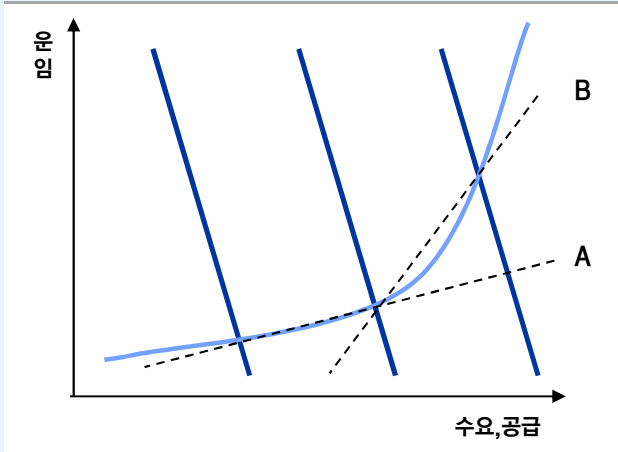


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

- 기존에는 운임 상승, 하락 ‘방향성’을 근거로 투자를 했음
- 다양한 전략을 검증했지만 결론은 운임 ‘변동성’을 이용한 단기 수요-공급 불일치 전략을 제시함

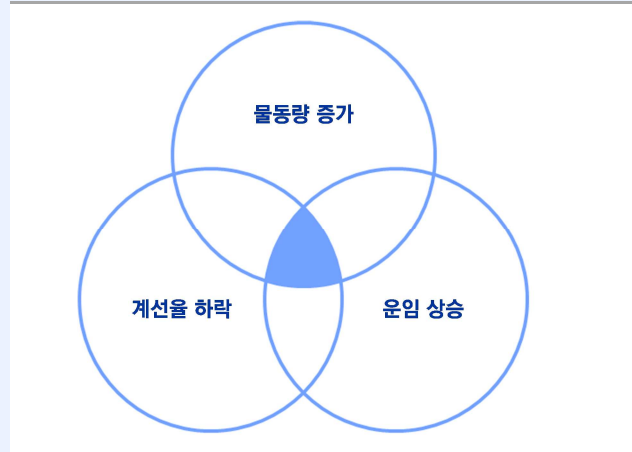
Key Charts

동일한 수요 변화에도 운임 상승률 차이가 발생함



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

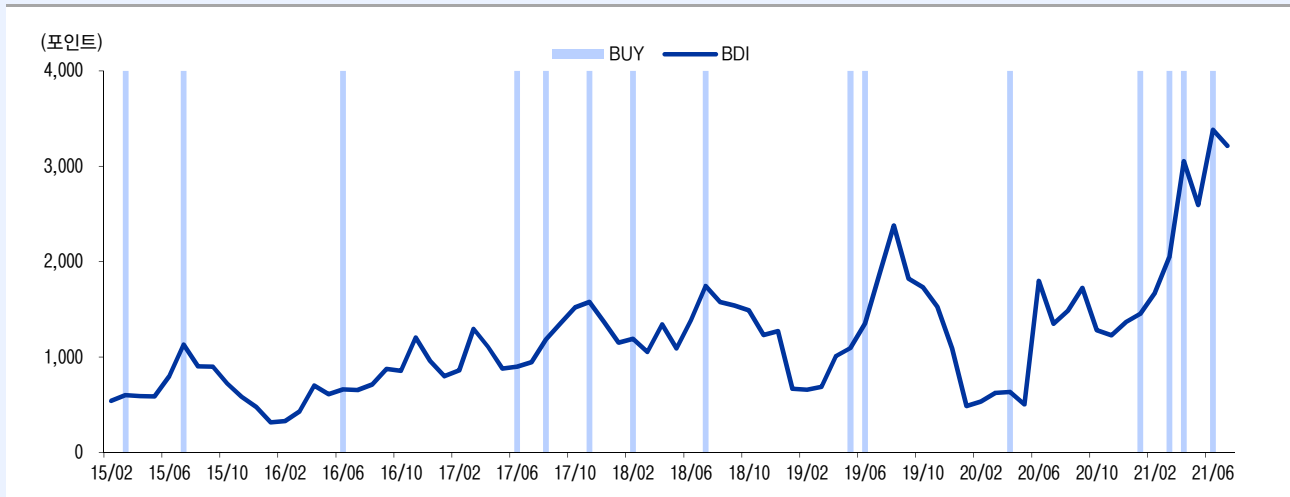
3 가지 조건이 맞아 떨어지는 구간이 A 구간



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

- ‘변동성’을 이용한 전략은 해상운임 수요-공급곡선 특징을 활용한 전략
- A 구간을 확인한 이후 운임이 급격하게 상승하는 B 구간 투자가 확률이 높음

수요-공급 불일치 전략 검증 → 벌크선 관련종목 매수 시점 (2015년 1월 ~ 2021년 7월)

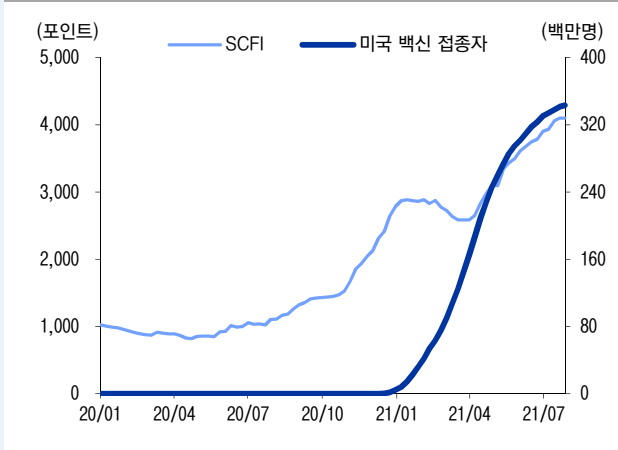


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

- ‘변동성’ 전략 검증 → 벌크선 승률 60%, 손익비 1.5 / 컨테이너선 승률 58%, 손익비 2.0
- BDI 변동성이 크기 때문에 건화물선 매수 시점을 잘 잡아냈다

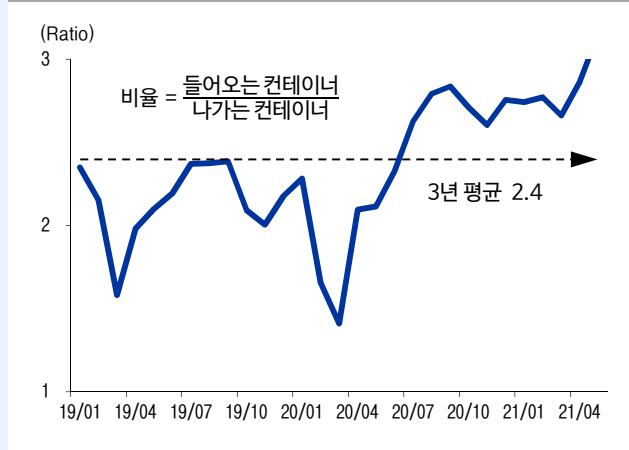
Key Charts

미국 백신 접종자가 증가해도 SCFI 가 여전히 상승 중



자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

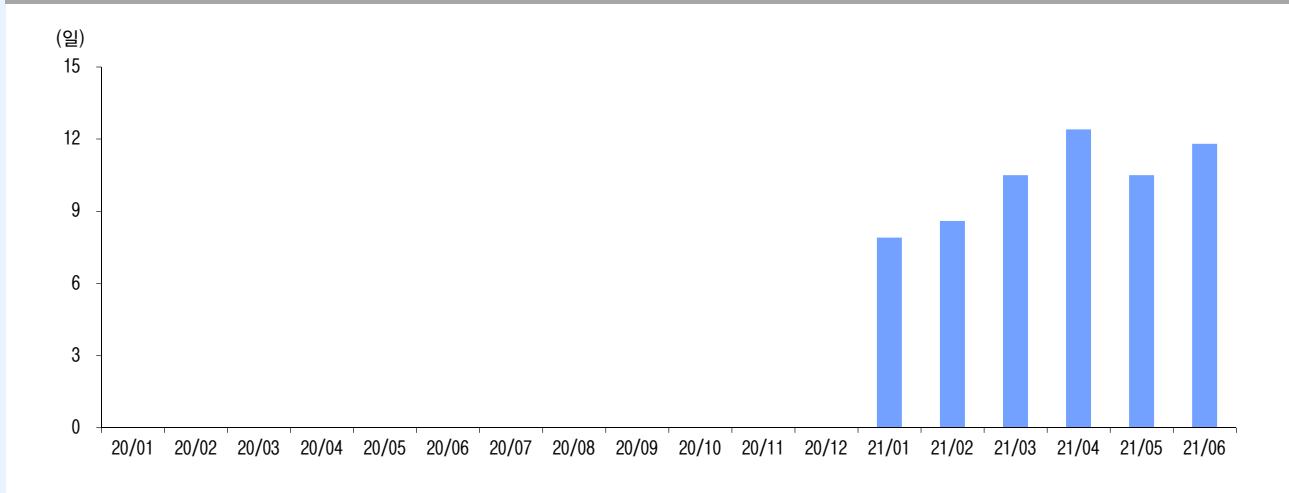
USWC: 들어오는 컨테이너가 나가는 컨테이너보다 많음



자료: PMSA(태평양상선협회), 이베스트투자증권 리서치센터

- 백신보급률이 올라가면 SCFI 도 하락할까? 그러나 백신 접종자 증가에도 SCFI 상승
- 미국 서부항만에 컨테이너 박스가 쌓이며 점차 미국 내륙으로 확산될 가능성이 보임

Los Angeles / Long Beach 항구 터미널 열차 지체일수



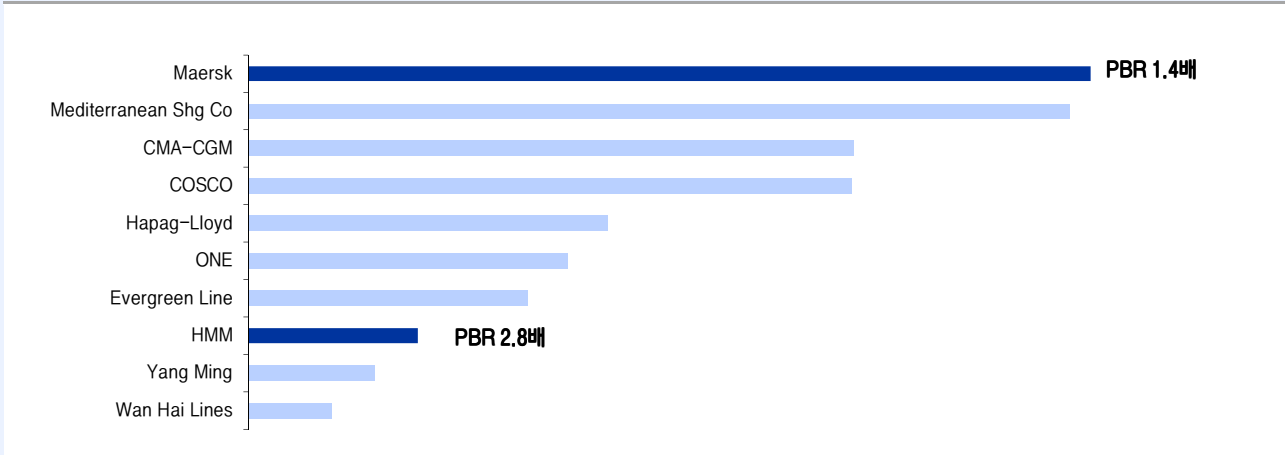
자료: PMSA(태평양상선협회), 이베스트투자증권 리서치센터

주1) 2021년 1월부터 데이터 발표

- 2Q21 미국 철도회사 실적발표 “서부항만 적체현상이 미국 철도운송 병목현상을 부르고 있다”
- 항만적체 장기화 가능성이 높음 → SCFI 상승세는 2022 년 상반기까지 지속될 것으로 판단함

Key Charts

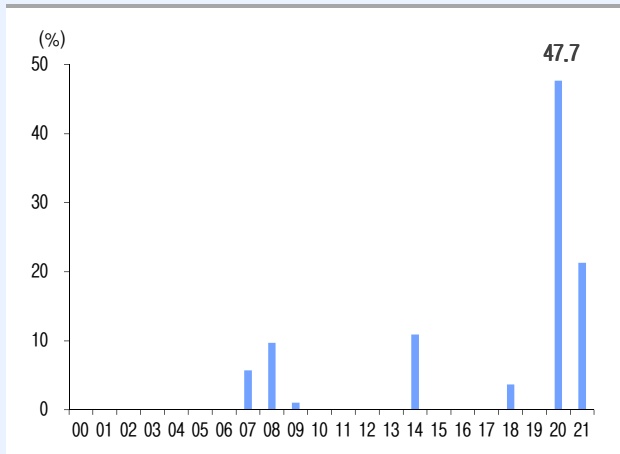
글로벌 컨테이너선사 선복 순위



자료: Bloomberg, Alphaliner

- 선복기준 1 위 Maersk PBR 1.4 배 vs. 8 위 HMM PBR 2.8 배
- HMM 이 비싸다? → 선박도입 시기를 보면 왜 프리미엄을 받는지 납득가능

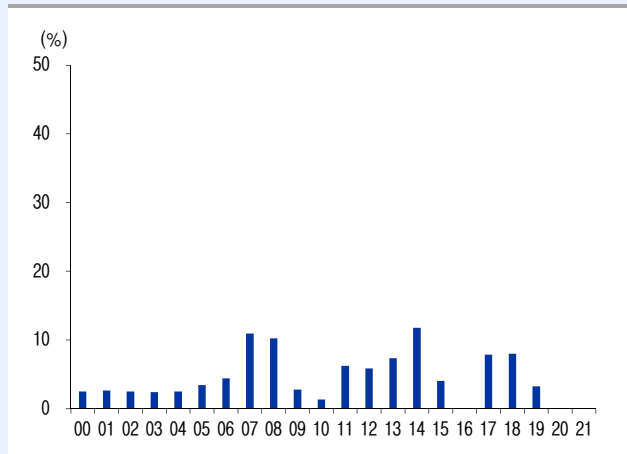
HMM 선박인도 시점: 컨테이너선 업황 저점에서 선박확보



자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

주) 현재 운행중인 컨테이너 선박이 언제 인도되었는지 비중을 나타냄

Maersk 선박인도 시점: 2020 ~ 2021 년 선박인도 없음



자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

주) 현재 운행중인 컨테이너 선박이 언제 인도되었는지 비중을 나타냄

- 컨테이너선사는 SCFI 상승 이전에 선박을 인도 받아야 영업레버리지가 극대화됨
- HMM 은 컨테이너선 업황 저점에 선박확보 → 영업이익률 차이 → PBR 프리미엄으로 이어지고 있음

산업분석

운송 Overweight

확실하지 않으면 승부를 걸지 마라

Contents

Part I 수요-공급 불일치 이게 내 결론이다	9
Part II 시나리오 쓰고 있네	22
Part III 너하고 난 PBR 따져야지	33
기업분석	
HMM (011200)	52
팬오션 (028670)	58

Part I

수요-공급 불일치 이게 내 결론이다

해운 사이클이 말이야 독기가 세거든

사람들은 수익은 길게, 손실은 짧게 가져가고 싶어한다. 그러나 해운업에서 호황은 짧고, 불황은 길었다. 약 30년간(1989~2021년) BDI 상승률 분포를 그린 [그림3]은 많은 의미를 함축한다. 한눈에 봤을 때 수익률 분포가 (-) 방향으로 편향되었고 (+) 방향으로 긴 꼬리를 그리고 있다. 이 말은 사이클에 잘 올라탄 사람은 단기간에 부와 명성을 얻지만 대부분은 지루한 불황을 버텨야 한다는 뜻이다.

BDI와 반대에 있는 투자자산은 Berkshire Hathaway가 있다. [그림4]에 BRK/A 주가 수익률 분포 그래프를 그렸다. BDI 수익률 분포와 다르게 대부분 수익 구간에 분포가 퍼져있다. 구체적으로 BRK/A 상승확률은 79%를 기록하면서 BDI 상승확률 48%를 압도했다. 대부분 투자자가 추구하는 수익률 분포는 BRK/A에 가까울 것이다.

‘확실하지 않으면 승부를 걸지 마라’ 영화 <타짜>의 명대사다. 주식투자로 바꿔 말하면 단순히 해상운임 위, 아래를 예측해서 방향성을 잡고 1개월이상 투자하는 방식은 확률적인 우위가 없는 게임이라고 생각한다. 따라서 이번 리포트는 어떤 타이밍에 승부를 걸어야 할지 다양한 방법을 고민했다.

표1 BDI vs. BRK/A 수익률 결과표

구분	BDI	BRK/A
이익 횟수	63	103
손실 횟수	67	27
베팅 횟수	130	130
승률	48%	79%
평균적인 이익 (%)	65.4	25.1
평균적인 손실 (%)	-28.8	-13.3
손익비 (평균적인 이익/평균적인 손실)	2.3	1.9

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주) 평균적인 이익 = 이익이 났을 때 평균수익, 평균적인 손실 = 손실이 났을 때 평균손실

그림1 아리스토텔을 오나시스 : 해상운임 베팅은 '선박왕' 몫



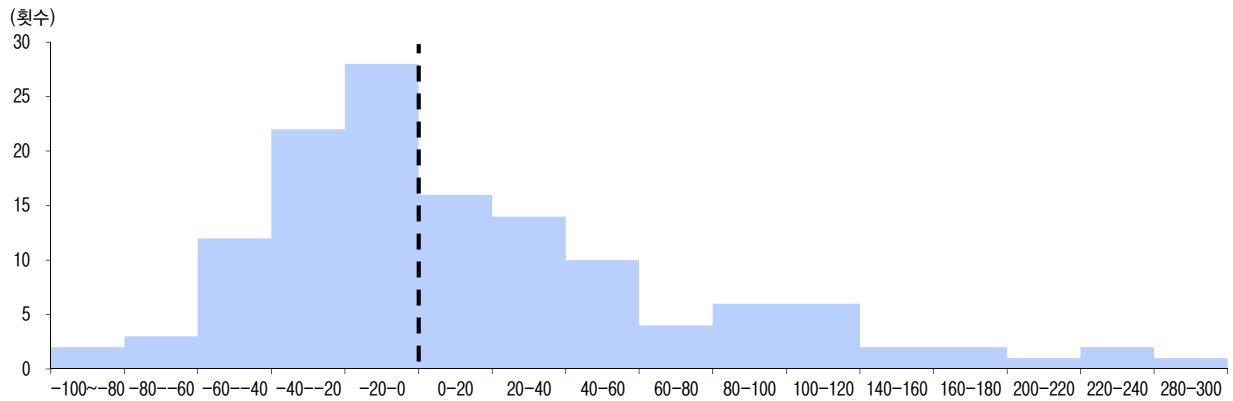
자료: Google

그림2 주식투자는 다른 방법을 찾아야 하지 않을까?



자료: Google

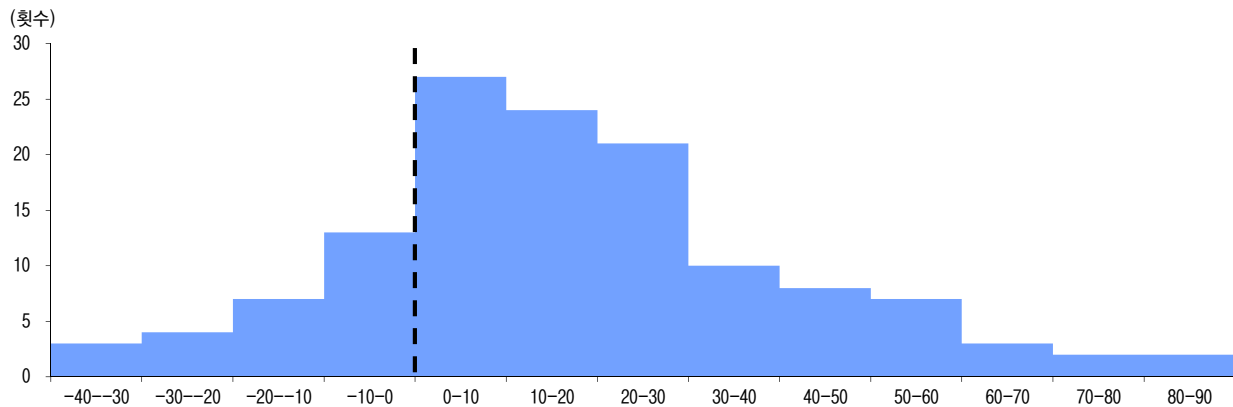
그림3 BDI 수익률 분포



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주) 기간: 1989~2021년, 전년 동기대비 상승률(YoY), 분기단위

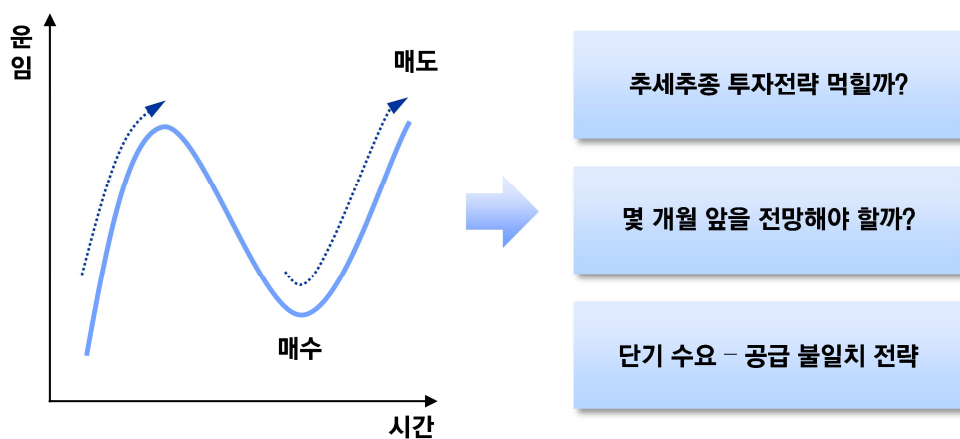
그림4 BRK/A 수익률 분포



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주) 기간: 1989~2021년, 전년 동기대비 상승률(YoY), 분기단위

그림5 해상운임 방향성 투자보다는 확률을 올릴 방법 고민



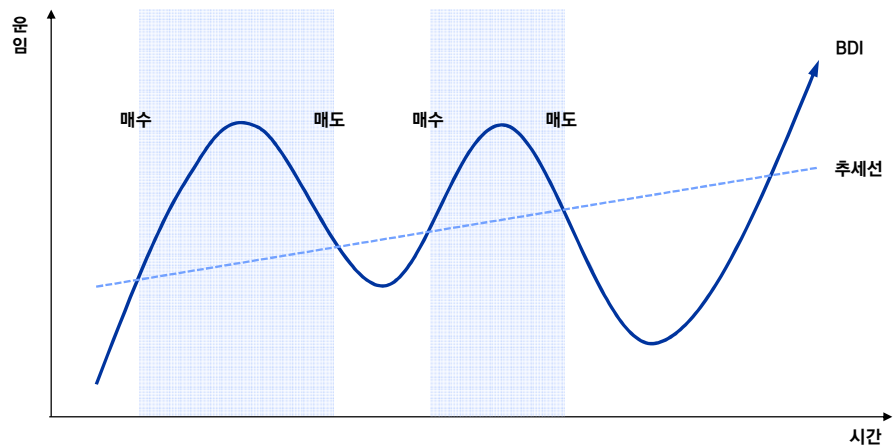
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

추세추종 전략은 잘 먹힐까?

사이클 산업은 한번 상승하면 추세적으로 상승하고, 하락하면 지속적으로 하락한다. 사이클이라는 단어 자체가 산업에 관성이 작용한다는 의미를 내포하고 있는 것이다. 게다가 해운업은 선박 발주에서 인도까지 2~3년이 걸려서 수요-공급 불일치가 지속된다. 균형점에서 이탈하기도 쉽고 초과공급(또는 공급부족) 현상이 이어지는 경우도 많다.

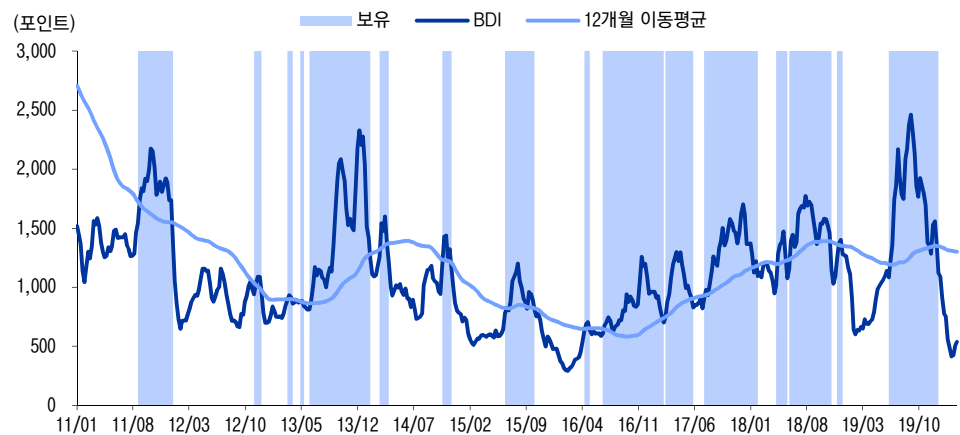
그렇다면 운임이 상승추세에 있으면 매수, 하락추세로 돌아설 때 매도하면 수익을 낼 수 있지 않을까? 현재 BDI가 이동평균 BDI보다 더 높을 때 주식을 매수, 현재 BDI가 이동평균 BDI보다 낮을 때 주식을 매도하는 단순한 전략이다. 쉽게 말하면 BDI 이동평균선을 활용한 추세추종 전략이다.

그림6 BDI 이동평균선을 사용한 추세추종 전략



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 12개월 이동평균 추세추종 전략 보유시점



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

이 전략이 효과적인지 데이터를 통해서 검증했다. 과거 2011년 1월 ~ 2020년 2월동안 테스트를 진행했다. 글로벌 금융위기가 끝난 이후부터 코로나19가 퍼지기 직전까지 기간이다. 체제 변동(regime change)에 따라오는 데이터 오류를 막기 위해서 이 기간을 설정했다. 투자기업은 BDI와 연관성이 높은 벌크선사 5개 기업을 선정했다. 이동평균선은 1개월, 3개월, 6개월, 12개월을 총 4개를 사용했다. 그렇다면 BDI가 상승추세에 있으면 5개 기업을 매수, 하락추세로 돌아서면 매도하는 단순한 전략은 효과가 있었을까? 결과표와 결론을 아래에 정리했다.

① '최근까지 운임이 상승했으니, 미래에도 상승했을 것이다'라는 투자전략은 가치가 없었다. 1개월, 3개월, 6개월, 12개월 추세추종 전략 승률 모두 50% 이하, 손익비 역시 2.0을 넘기지 못했다. 참고로 손익비 비율이 높을수록 성공보상이 높다고 해석한다.

② 단기에서 장기 이동평균선으로 갈수록 승률은 낮아지고 극단적인 수익률 값에 취약해진다. 단기 이동평균선을 사용하면 투자기간이 짧아지고, 장기 이동평균선은 투자기간이 늘어나기 때문이다. 결국 우리는 단기와 장기투자 둘 중 하나를 골라야 한다. 야구로 비유하면 드물게 3루 홈런을 때리는 홈런타자가 되든가, 발 빠른 번트타자처럼 포인트를 획득하는 방식 둘 중 하나를 선택해야 한다.

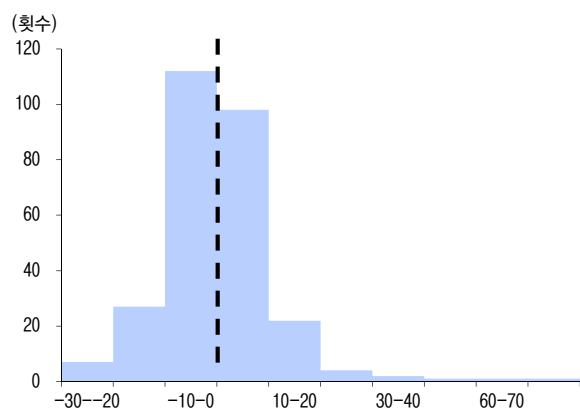
표2 추세추종 전략 결과표: 이동평균선이 길어지면 승률은 ↓ 손익비 ↑

구분	1개월	3개월	6개월	12개월
이익 횟수	129	59	37	45
손실 횟수	146	71	48	65
배팅 횟수	275	130	85	110
승률	47%	45%	44%	41%
평균적인 이익 (%)	8.1	10.3	17.5	15.0
평균적인 손실 (%)	-6.3	-8.5	-10.1	-7.9
손익비 (평균적인 이익/평균적인 손실)	1.3	1.2	1.7	1.9

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

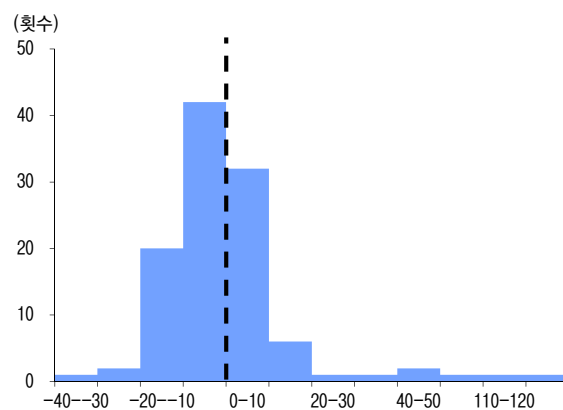
주) 벌크선사 5개 기업 : D/S Norden, Star Bulk Carriers, Diana Shipping, Pan Ocean, Wisdom Marine Lines

그림8 1개월 이동평균 추세추종전략 수익률 분포



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 12개월 이동평균 추세추종전략 수익률 분포



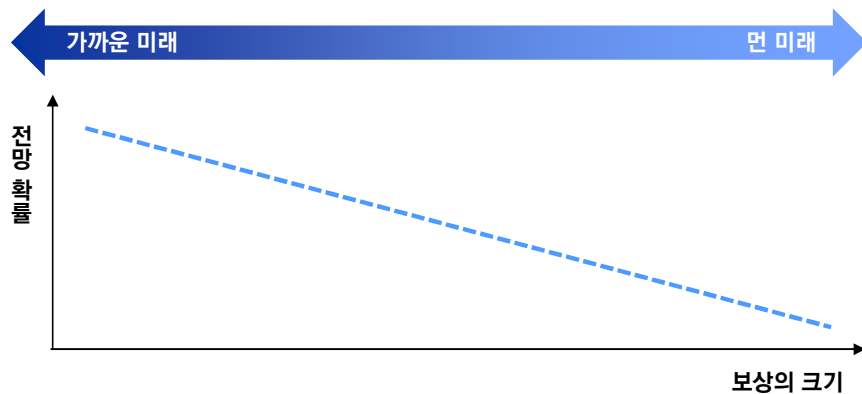
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

몇 개월 앞을 전망해야 승률이 가장 높을까?

과거 데이터가 잘 안 먹힌다면 미래 BDI를 전망해야 한다. 그렇다면 몇 개월 뒤 BDI를 전망해야 가장 투자수익률이 좋을까? 생각해보면 1개월 뒤 BDI지수를 전망하면 확률은 높겠지만 이미 주가에 반영되어 있을 것 같다. 반대로 12개월 뒤 BDI지수를 전망하려면 확률은 낮아지지만 보상의 크기가 클 것이다.

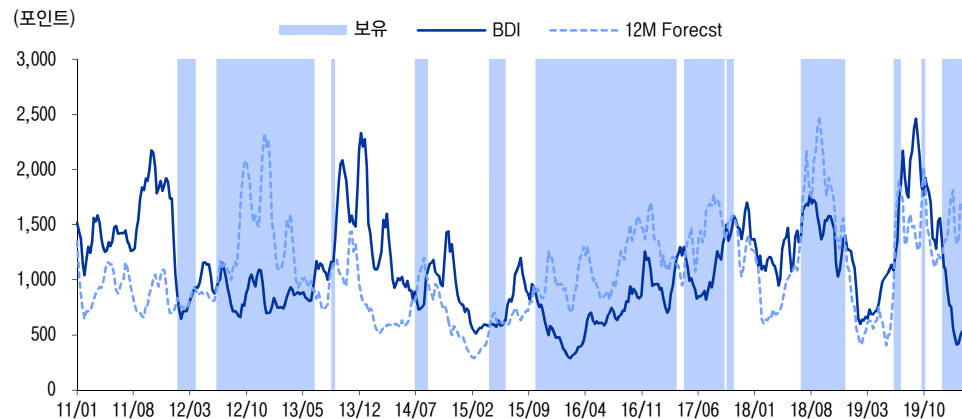
이 질문에 답하기 위해서 비현실적이지만 미래 BDI를 정확하게 알려주는 4개의 수정구슬이 있다고 해보자. 각각의 구슬은 1개월, 3개월, 6개월, 12개월 뒤 BDI지수를 정확하게 비춰준다. 이 수정구슬을 사용해서 단순히 미래 BDI가 현재 BDI보다 높다면 매수 후 보유, 미래 BDI가 현재 BDI보다 낮으면 매도하는 전략을 사용할 것이다. 이 역시 과거 데이터를 통해 검증하면 승률, 평균수익 등등 다양한 데이터가 나올 것이다.

그림10 가까운 미래 ~ 먼 미래 사이 최적점이 있지 않을까?



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 12개월뒤 BDI 사용전략 보유시점



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

결과는 [표3]에 정리했으며, 데이터분석에 대한 결론은 다음과 같다.

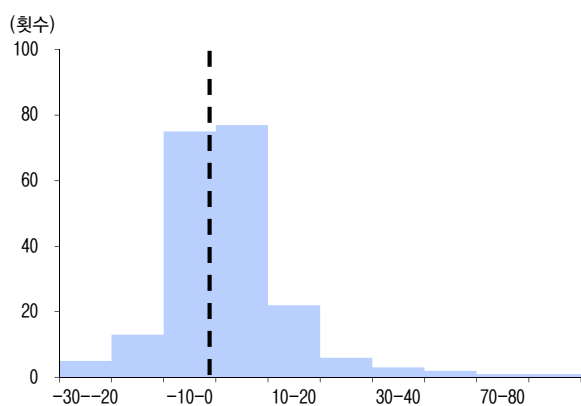
- ① 장기투자 전략은 우위가 없어 보인다. 먼 미래 BDI값을 사용한다고 하더라도 승률과 손익비가 동시에 개선되진 않았다. 현실세계에서는 먼 미래를 전망할수록 확률이 낮아지기 때문에 실제 장기투자 기대수익률은 더 낮아질 것으로 판단한다.
- ② 단기투자 전략을 한다면 타이밍이 전부다. 1개월 BDI 전망치를 가지고 짧게 끊어서 매매한다고 하더라도 극단적인 (+) 수익에 기대수익률이 영향을 받았다. 어려운 일이지만 확률을 올려가는 와중에도 극단적인 운임상승도 잡아낼 수 있어야 한다.
- ③ '실수할 경우에 안전판'을 생각해야 한다. BDI 전망이 100% 가능한 마법의 수정구슬이 있더라도 주식으로 돈 벌 수 있는 확률은 55~63%에 불과했다. 실제 현실에서 BDI 예측의 어려움을 생각한다면 확률은 더 떨어질 것이다.

표3 미래 BDI전망을 활용한 투자전략

구분	1개월	3개월	6개월	12개월
이익 횟수	112	63	66	44
손실 횟수	93	47	49	26
베팅 횟수	205	110	115	70
승률	55%	57%	57%	63%
평균적인 이익 (%)	10.5	15.6	11.6	10.4
평균적인 손실 (%)	-6.0	-7.8	-11.3	-12.4
손익비 (평균적인 이익/평균적인 손실)	1.8	2.0	1.0	0.8

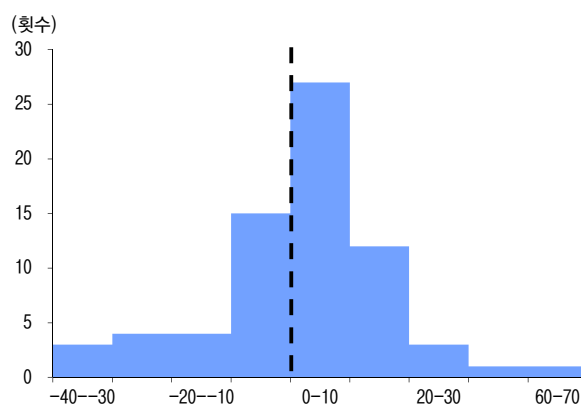
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 1개월뒤 BDI 사용전략 수익률 분포



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 12개월뒤 BDI 사용전략 수익률 분포



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

수요-공급 불일치 이게 내 결론이다

해운업 투자 행동지침

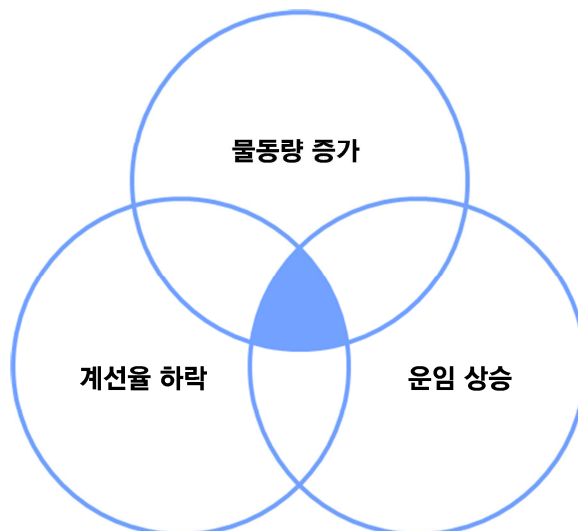
- ① 확률싸움으로 끌고 가려면 투자횟수를 높여야 한다 → 투자기간은 1개월
- ② 손익비 개선 → 극단적인 수익률 기회를 놓치지 말아야 함
- ③ 확률을 높여야 한다 → 특정한 스트라이크 존을 만들어야 함

지금까지 결과를 종합하면 위와 같은 행동 지침을 세울 수 있었다. 여기서 투자기간을 1개월 단위로 짧게 끊는 것은 쉬운 일이다. 어려운 문제는 극단적인 수익률 기회를 놓치지 않고, 스트라이크 존을 만들어서 승률을 높이는 방법을 어떻게 구사할 것인가 이다. 즉, 최적 타이밍을 어떻게 선정해야 하는지가 전부다.

최적 타이밍을 선정하는 방법으로 '수요-공급 불일치 전략'을 제시한다. 해상운임의 특이한 수요-공급 그래프를 응용했다. 물동량은 시시각각 변하지만 선박공급은 단기간에 증가/감소하기 어렵다. 구조적으로 BDI, SCFI 모두 균형가격에서 벗어나서 변동성이 커질 수 밖에 없다.

이를 역으로 이용하면 운임이 폭발적으로 상승하는 타이밍을 포착할 확률을 높일 수 있었다. 투자전략은 간단하다. (1) 물동량 증가 (2) 계선율 하락 (3) 운임상승 3가지 조건이 동시에 발생하는 지점이 단기적인 수요와 공급이 불안정해지는 구간이다.

그림14 3가지 조건이 발생하는 구간에 투자



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

단기 해상운임 수요-공급 곡선에 대해서

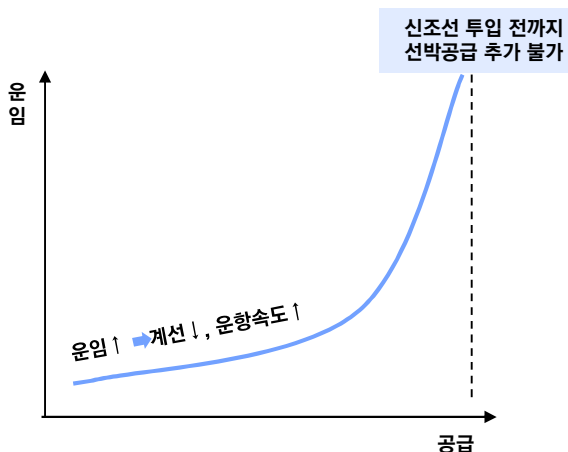
이 전략이 어떻게 작동하는지 이해하기 위해서 해상운임 수요공급 곡선이 어떻게 작동하는지 짚어보자. 단기간에 선박공급을 조절 할 수 있는 방법은 ① 운항속도 ② 계선(Lay-up) ③ 재항시간(port time) 세 가지가 있다. 최대속력으로 운항하거나, 항구에 묶어둔 선박을 바다에 풀어놓거나, 항만하역 효율화로 선박 증가 없이 선박 공급량을 늘릴 수 있다. 이는 주어진 공급곡선 안에서 움직이는 방식이다.

장기 선박공급 조절은 ① 신조선 건조 ② 노후선 해체를 통해서 직접적인 선박공급을 조정한다. 이는 공급곡선 그 자체를 좌우로 움직이게 한다. 선박은 발주에서 인도까지 2~3년 그리고 한번 도입하면 20년을 사용한다. 실제 공급이 증가하기까지 시차가 걸리고 한번 증가한 선박공급이 쉽게 줄어들기에도 어렵다. 비가역적인 특징으로 해운업 장기 사이클을 결정하는 변수는 선박공급이다. 요약하면 해운업에서 단기/장기를 나누는 기준은 신규선박이 투입되는지 여부에 따라서 나뉜다.

물동량으로 측정되는 수요는 비탄력적이고 변화무쌍하다. 화주 입장에서 전체 제조원가에서 해상운임이 차지하는 비중은 낮다. 때문에 해상운송에 실패해서 경쟁업체에 판매 기회를 빼앗기거나 생산차질을 겪기 보다는 선주에게 웃돈을 올려주는 것이 차라리 이득이다. 그리고 해운만큼 낮은 가격에 대량수송이 가능한 대안이 없다. 항공/철도/육상 운송 모두 해운의 완벽한 대체재 역할이 어렵다. 위와 같은 이유로 운임의 변동에 해상 수요 변동은 크지 않다.

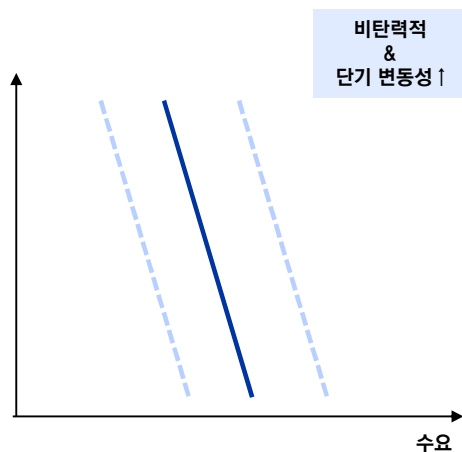
그리고 물동량은 글로벌 경제뿐만 아니라 외부변수에 영향을 받아서 예측하기 어렵다. 물론 해상물동량은 글로벌 GDP 상승과 맞물려 추세적으로 상승한다. 대부분의 시장조사기관 역시 글로벌 GDP와 연관해서 해상물동량을 추정한다. 그러나 단기적으로 전쟁, 정치, 전염병 등등 다양한 이유로 해상운송 수요가 급변한다. 2008년 금융위기, 2020년 코로나19등 예상치 못한 수요충격이 사이클 변곡점이 되는 경우가 많았다.

그림15 해운업 단기 공급곡선



자료: Maritime Economics (Martin Stopford)

그림16 해운업 수요곡선



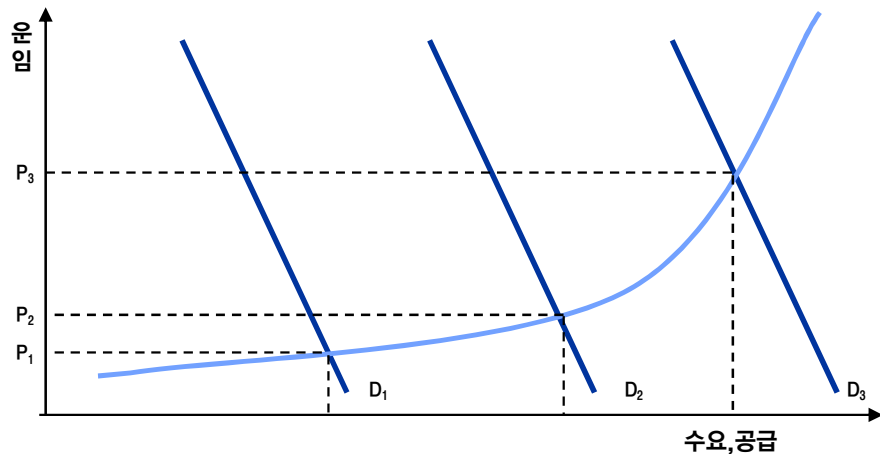
자료: Maritime Economics (Martin Stopford)

운임이 급등하는 타이밍이 스트라이크 존

해운업은 운임이 상승하면서 영업이익 성장과 PBR 확장이 동시에 나타난다. 이 말은 운임이 '급격하게' 상승하는 타이밍을 노려야 한다는 의미다. 아래 [그림17]은 물동량(수요) 증가에 따라서 운임이 어떻게 변하는지 나타낸 그림이다. 재미있는 점은 $D_1 \rightarrow D_2$, 그리고 $D_2 \rightarrow D_3$ 수요증가 폭은 모두 동일하지만 가격변동폭이 다르다는 점이다. $P_1 \rightarrow P_2$ 로 운임이 상승하는 시점은 우리가 쳐야 될 공이 아니다. 그보다는 $P_2 \rightarrow P_3$ 지점으로 운임이 '급격하게' 상승하는 구간이 우리의 스트라이크 존이다.

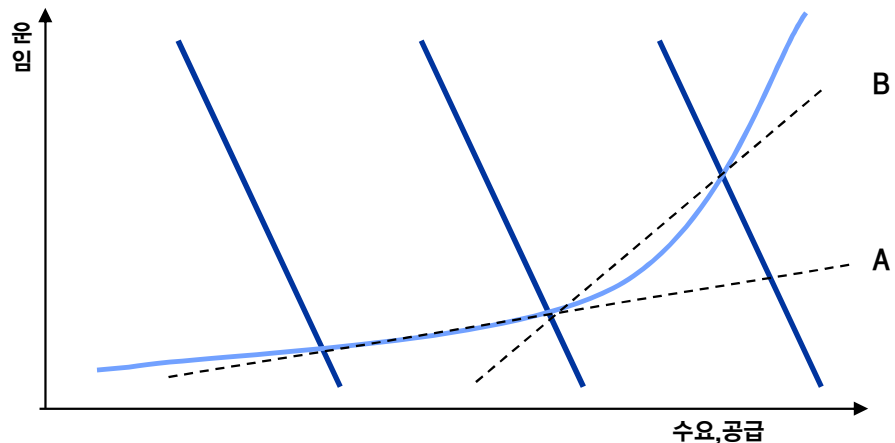
$P_1 \rightarrow P_2$ 로 운임이 상승하는 지점에는 (1) 물동량 증가 (2) 계선을 하락 (3) 운임상승 3가지 조건이 동시에 발생한다. 즉, 예상하지 못한 수요증가에 대응해서 계선을 낮추지만(공급량 증가) 충분하지 못해서 운임이 상승하는 상황이다. 단기간에는 신조선 박 투입으로 공급곡선을 움직이지 못하기 때문에 운임이 폭등하는 것이다.

그림17 동일한 수요변화에도 운임 변동폭은 차이가 생긴다



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림18 A구간에서 타이밍 확인 → B구간에서 매수/매도



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그렇다면 이 전략이 현실세계에서도 쓸만할까? 역시 과거 데이터를 통해서 확률적 우위가 있는지 확인했다. 투자기간은 2015년 1월 ~ 2021년 7월까지 설정했다. 코로나19 이후 운임폭등 시기를 잡아낼 수 있을지 궁금해서 가장 최근일까지 투자기간을 포함했다. 데이터가 월간 단위로 발표되기 때문에 매매는 1개월 단위로 진행했다.

(1), (2), (3) 조건을 충족하는지 확인하는 데이터는 다음과 같다. (1) 물동량 증가 데이터는 Clarkson에서 제공하는 Global Seaborne Container Trade Growth Indicator, Global Seaborne Dry Bulk Growth Indicator를 사용했다. 참고로 물동량 데이터는 2개월 후행(lagging)한다. 지금이 7월이라면 확인할 수 있는 데이터는 5월 물동량 증가 데이터라는 의미다. (2) 계선을 하락 데이터 역시 Clarkson에서 제공하는 데이터를 사용했다. 계선을 데이터는 1개월 후행 한다. (3) 운임지수는 SCFI, BDI를 사용했다.

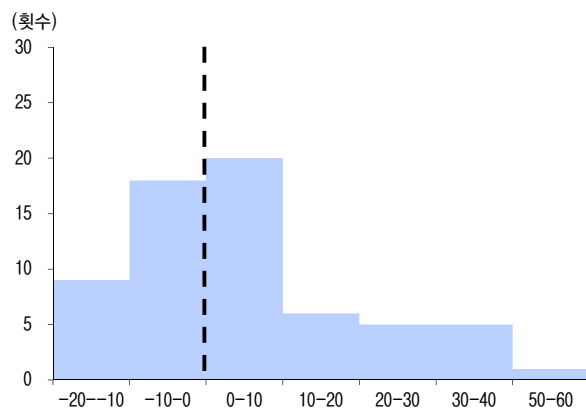
결과는 다음의 표와 그림에 요약했다. '수요-공급 불일치 전략' 승률은 58~60% 수준으로 전략적인 우위가 있었다. 여기에 수익률 분포가 긴 꼬리를 그리고 있어서 극단적인 수익률도 잡아 낼 수 있었다. 이 전략은 운임 변동성이 커질 때 승률이 높아지는 것 같다. SCFI가 장기간 500~1000포인트 수준에서 횡보하는 구간에는 정확한 타점을 못 잡았다. 반대로 BDI는 변동성이 크기 때문에 매수 타이밍을 잡아 낼 수 있었다.

표4 단기 수요-공급 불일치 전략 결과표

구분	컨테이너선	벌크선
이익 횟수	37	42
손실 횟수	27	28
베팅 횟수	64	70
승률	58%	60%
평균적인 이익 (%)	14.5	13.1
평균적인 손실 (%)	-7.1	-9.0
손익비 (평균적인 이익/평균적인 손실)	2.0	1.5

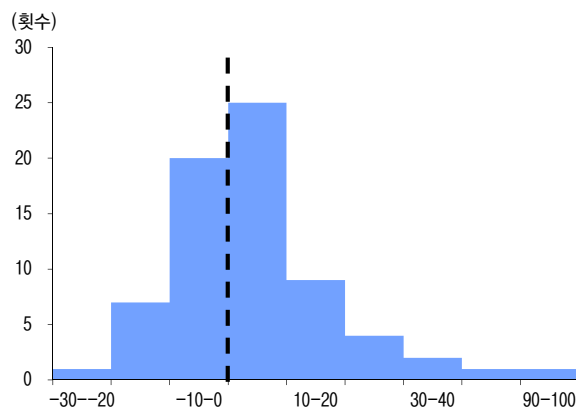
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림19 수급 불일치 전략 수익률 분포: 컨테이너선



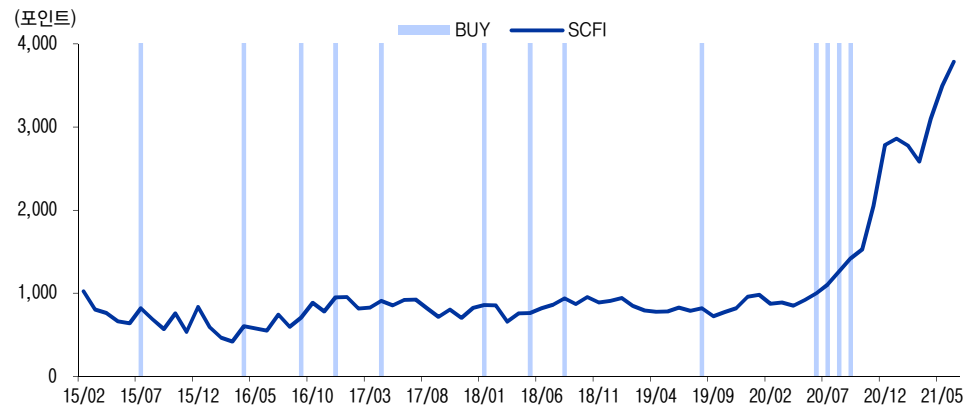
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림20 수급 불일치 전략 수익률 분포: 벌크선



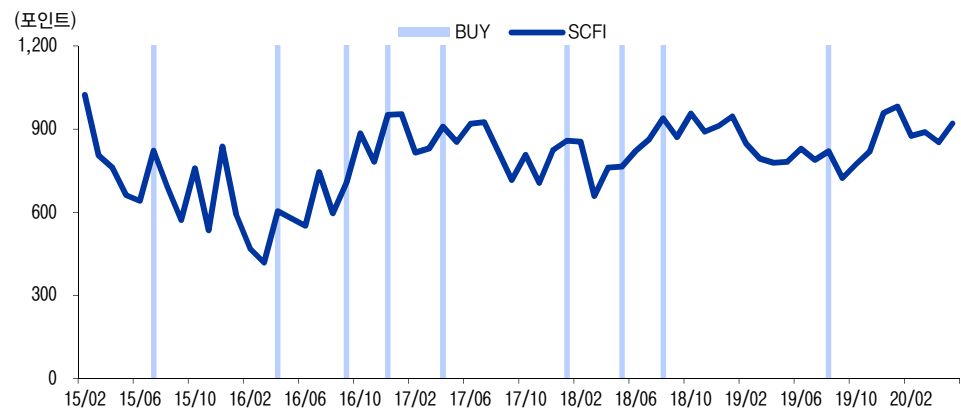
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림21 컨테이너선 관련종목 매수 시점(2015년 1월 ~ 2021년 7월) - 전체기간



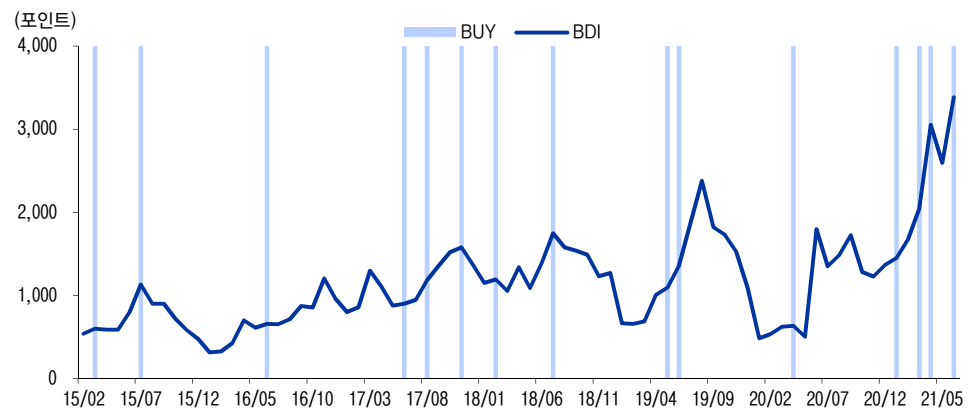
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림22 컨테이너선 관련종목 매수 시점(2015년 1월 ~ 2020년 5월) - 코로나 19 이전 시점시점 확대



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림23 벌크선 관련종목 매수 시점(2015년 1월 ~ 2021년 7월) - 전체기간



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표5 수요-공급 불일치 전략 수익률 상세내역: 컨테이너선

매수시점	HMM	Maersk	COSCO	Hapag-Lloyd	Evergreen	최대	평균	최소
2020-09-30	24.4%	1.3%	30.6%	16.1%	19.2%	30.6%	18.3%	1.3%
2020-08-31	25.2%	5.4%	-2.6%	-5.2%	-8.9%	25.2%	2.8%	-8.9%
2020-07-31	-2.0%	18.4%	33.2%	5.0%	58.2%	58.2%	22.5%	-2.0%
2020-06-30	25.5%	4.5%	31.0%	-10.6%	2.3%	31.0%	10.5%	-10.6%
2019-08-31	6.8%	7.3%	-0.4%	4.1%	1.2%	7.3%	3.8%	-0.4%
2018-08-31	8.1%	-9.0%	-0.6%	-10.4%	-1.9%	8.1%	-2.7%	-10.4%
2018-05-31	-14.9%	-16.6%	-18.4%	-15.5%	-12.5%	-12.5%	-15.6%	-18.4%
2018-01-31	-5.5%	-6.3%	-11.2%	-0.2%	-10.4%	-0.2%	-6.7%	-11.2%
2017-04-29	5.2%	6.8%	4.1%	3.0%	13.5%	13.5%	6.5%	3.0%
2016-12-31	13.6%	2.0%	7.3%	30.4%	16.2%	30.4%	13.9%	2.0%
2016-09-30	7.5%	7.0%	1.5%	-0.8%	-2.4%	7.5%	2.6%	-2.4%
2016-04-30	28.6%	-5.8%	-8.2%	0.8%	-3.4%	28.6%	2.4%	-8.2%
2015-07-31	35.8%	-2.1%	24.8%	-	-5.9%	35.8%	13.1%	-5.9%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표6 수요-공급 불일치 전략 수익률 상세내역: 벌크선

매수시점	D/S Norden	Star Bulk	Diana Shipping	PanOcean	Wisdom Marine	최대	평균	최소
2021-06-30	-10.2%	-17.1%	-16.7%	-11.6%	-29.4%	-10.2%	-17.0%	-29.4%
2021-04-30	6.3%	6.3%	19.5%	-7.2%	-4.8%	19.5%	4.0%	-7.2%
2021-03-31	8.6%	26.9%	25.1%	19.0%	97.8%	97.8%	35.5%	8.6%
2021-01-29	17.1%	32.7%	39.4%	25.7%	16.5%	39.4%	26.3%	16.5%
2020-04-30	-5.7%	-10.2%	-27.7%	3.8%	-10.0%	3.8%	-10.0%	-27.7%
2019-06-28	7.2%	2.4%	0.0%	3.8%	10.5%	10.5%	4.8%	0.0%
2019-05-31	1.0%	26.1%	10.7%	7.0%	3.7%	26.1%	9.7%	1.0%
2018-07-31	-17.3%	-5.7%	-5.3%	0.2%	-0.7%	0.2%	-5.7%	-17.3%
2018-02-28	-7.9%	-8.2%	-4.7%	-12.3%	0.3%	0.3%	-6.6%	-12.3%
2017-11-30	-8.3%	11.8%	1.2%	-4.2%	0.0%	11.8%	0.1%	-8.3%
2017-08-31	1.2%	-14.9%	-8.6%	-16.2%	-8.1%	1.2%	-9.3%	-16.2%
2017-06-30	5.3%	2.1%	-4.7%	10.4%	-0.6%	10.4%	2.5%	-4.7%
2016-06-30	7.0%	50.3%	7.0%	5.3%	-1.9%	50.3%	13.5%	-1.9%
2015-07-31	-11.8%	-18.9%	-9.9%	14.5%	1.1%	14.5%	-5.0%	-18.9%
2015-03-31	-9.9%	8.8%	2.1%	-5.5%	2.8%	8.8%	-0.3%	-9.9%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Part II

시나리오 쓰고 있네

컨테이너선 운임 전망

코로나 백신이 보급되면 항만적체 현상이 풀릴까?

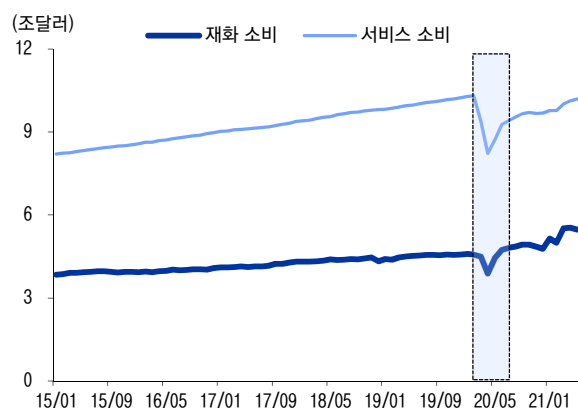
지금까지 상황은 코로나19 → 미국 재화 소비량 증가 & 항만 마비 → 수급 불일치 발생 → SCFI 상승 순서로 흘러가고 있다. 미국 소비자들이 여행, 문화, 교육에 사용할 돈을 가전, 가구에 사용하면서 중국에서 미국으로 물동량이 증가하고 있다. 또한 간헐적인 항만 마비현상 때문에 컨테이너박스가 미국 서안(West Coast)에 쌓여가며 공급차질을 빚고 있다. 중국에서 미국으로 이동한 컨테이너 박스가 다시 중국으로 돌아와야 하는데 항만 하역 문제로 빈 컨테이너박스가 중국으로 이동하지 못하는 것이다.

그렇다면 논리적으로 코로나 백신이 보급되면 모든 수요/공급 문제가 정상화되면서 SCFI도 하락하지 않을까? 라고 생각할 수 있다. 평균회귀(mean reversion)를 가정한다면 증가했던 미국 재화소비는 다시 정상치로 내려갈 것이다. 공급측면에서도 항구가 정상화되면 막혀 있던 컨테이너 박스 흐름도 원활해질 것이다. 즉, 백신 보급률이 증가하면 SCFI도 하락하고 컨테이너 선사 주가도 정점을 찍고 내려갈 것으로 추론하는 것도 무리는 아니다.

그러나 2020년 4월 이후부터 코로나 백신 보급률이 증가함에도 불구하고 SCFI는 계속해서 상승하고 있다. 최근 3개월간 운임 상승을 봤을 때 단순히 백신이 보급 되었다고 SCFI 하락으로 연결하기에는 무리가 있다고 생각한다.

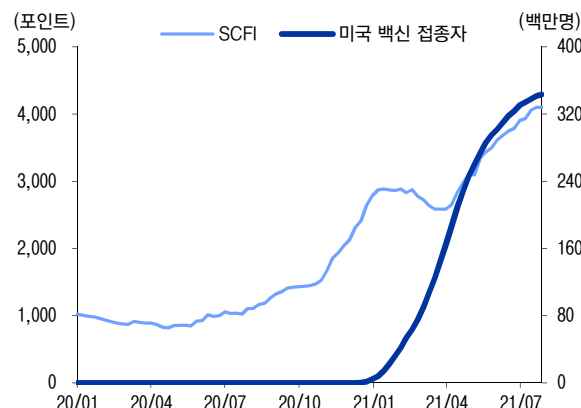
필자는 물류 병목현상 때문에 SCFI 상승이 2022년 상반기까지 장기간 이어질 것으로 판단한다. 그 이유는 (1) 코로나가 종식되기 이전까지 항구 검역작업은 계속될 수밖에 없고 (2) 미국 서부 항구 혼잡현상이 내륙운송까지 병목현상을 빚고 있으며, (3) 2022년까지는 컨테이너선 공급증가를 걱정할 시점이 아니기 때문이다.

그림24 코로나 이후 미국 재화소비의 빠른 회복



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권리서치센터

그림25 미국 백신보급 이후에도 SCFI는 계속해서 상승



자료: WTO, 이베스트투자증권 리서치센터

22년 상반기까지 SCFI 상승전망 근거

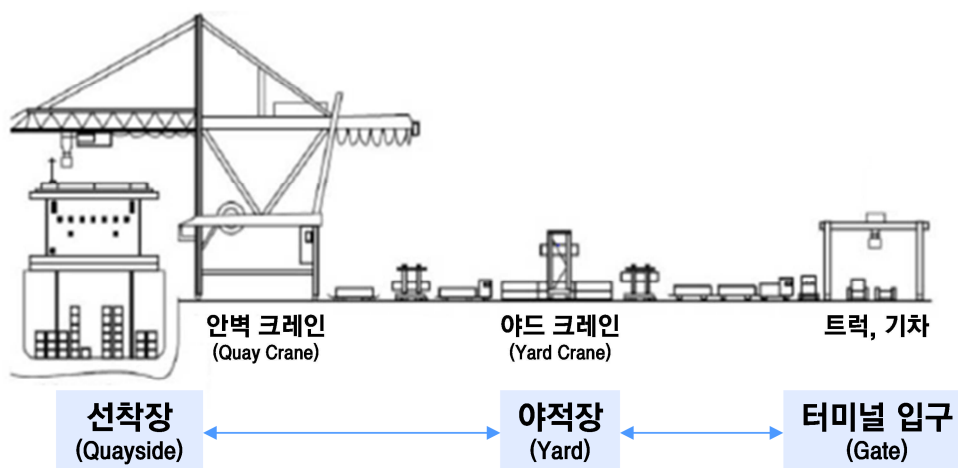
① 코로나가 종식되어야 검역작업이 중단될

코로나 이전에는 선박이 항구에 도착하고 하역까지 2일정도 시간이 걸렸다. 그러나 코로나 이후부터 항구에 도착하고 터미널 정박까지 4일을 대기해야 하고 하역에 5일, 컨테이너 픽업에 2일이 추가로 소요된다. 여기에 주말을 넘어가니 2일을 추가하면 항만적 체현상으로 총 14일이 걸린다. 물론 이렇게 걸리는 시간은 백신이 보급되면서 선형적으로 감소 할 것이다.

그러나 검역작업만큼은 개발도상국까지 코로나가 종식되어야 중단될 것으로 보인다. 전세계 항구는 하나로 연결되어있기 때문이다. 그렇다면 검역작업으로 선박 공급량에 얼마만큼의 영향을 줄 수 있을까? 선박의 공급량은 톤마일(Ton-mile)로 측정이 가능하다. 톤 마일을 뜯어보면 화물수송량×운행속도×운행일수로 나눌 수 있다. 20만 DWT급 VLCC선박을 시간당 14노트로 350일 운행한다고 가정해보자. 그러면 이 선박은 1년에 약 235억 톤 마일($20만DWT \times 14노트 \times 24시간 \times 350일$)을 공급 할 수 있다.

이 개념을 응용하면 코로나 검역작업으로 컨테이너 선박공급량이 얼마나 감소하는지 대략 계산할 수 있다. 상하이에서 롱비치까지 15일이 걸리고, 검역작업으로 1일이 지연된다고 가정해보자. 선박 가동일수 350일이라면 1년에 23항차($350일 \div 15일$)가 가능하다. 이 경우 컨테이너 선박가동일수는 기존 350일 → 327일로 -6.6% 감소한다. 컨테이너 적재량, 속도 등 모든 조건이 동일하기 때문에 컨테이너 선박 공급은 똑같이 -6.6% 감소하게 된다. 수요-공급곡선이 모두 비탄력적인 해운시장에서 -6.6% 공급감소는 운임에 충분히 영향을 미칠 수 있는 수치다.

그림26 컨테이너 터미널 배치도



자료: Google, 이베스트투자증권

② 내륙운송 마비까지 번져나갈 가능성

2Q21 실적발표에서 북미철도 업체간 항만적체현상에 관해서 분위기가 사뭇 달랐다. 미국 서안에서 내륙지방까지 연결하는 Union Pacific Railroad는 항만 적체현상에 회사의 자원을 동원해서 정상화 할 것이라고 했다. 또한 서부항만 혼잡현상이 시카고 터미널까지 영향을 주고 있다고 언급했다. 반면에 미국 동부 철도운송망을 가진 CSX Transportation는 미국 서안 적체현상 때문에 화주들이 미국 동부항구로 직행하는 방법을 고려하는 등 자사에 기회요인으로 작용할 수 있다고 했다. 공통적으로 알 수 있는 부분은 서부 항만 적체현상이 미국 내륙운송까지 영향을 주고 있다는 사실이다.

그림27 Union Pacific Railroad 2Q21 실적발표 스크립트: 서부항만 적체현상이 내륙으로 번지고 있음

Eric Gehringer (Executive Vice President of Operation) : At the expense of our own service metrics, we chose to help reduce port congestion by moving more assets into dock operations. But that West Coast port congestion has now moved east and is affecting some of our inland terminals, most notably in Chicago. We are working proactively with our commercial team and ocean carrier customers to address the congestion while continuing to sustain shipment volumes to and from the ports.

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림28 Union Pacific Railroad system map



자료: Wikipedia

그림29 CSX Transportation system map

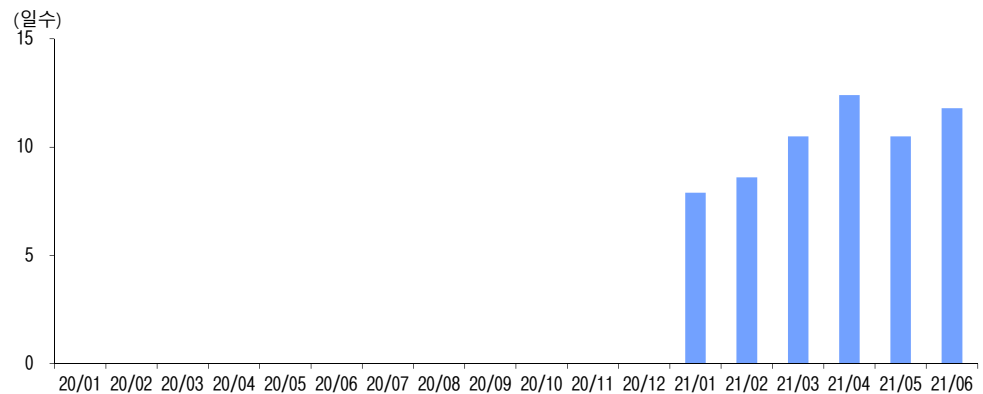


자료: Wikipedia

태평양상선협회(Pacific Merchant Shipping Association, PMSA)에서 미국 서부항구 적체현상은 미국 수입물량의 증가, 철도 용량부족(shortage of rail capacity), 창고 공간부족 등 복합적인 요인으로 발생하고 있다고 한다. 컨테이너박스 최종 도착지인 미국 내륙 창고 역시 코로나19로 폐쇄 조치가 발생하고 있다. 내륙 창고에 있는 빈 컨테이너 박스가 컨테이너 터미널까지 반납이 어려워지면서 항만 적체현상이 심화되는 것으로 보인다.

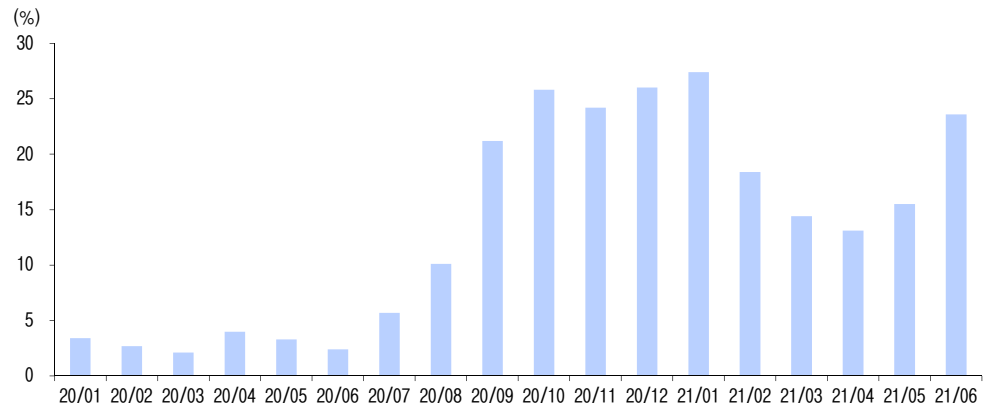
실제로 PMSA에서 매월 발표하는 리포트에 나온 데이터를 살펴보자. Los Angeles, Long Beach 항구의 열차 지체일수, 5일 이상 시간을 보낸 화물의 비율이 줄어들고 있지 않고 있다. 또한 미국에 컨테이너박스가 들어가면 나오질 못하고 있다. [그림32]는 미국 서부항구로 들어오는(inbound) 컨테이너를 나가는(outbound) 컨테이너 숫자를 나눈 비율이다. 이 그래프가 올라가면 미국에서 컨테이너 박스가 쌓여간다고 해석이 가능하다. 그래프를 봤을 때 미국 서안에서 국한된 혼잡현상이 미국 전역으로 확산될 조짐이 보인다.

그림30 LA/LB 터미널 열차 지체일수



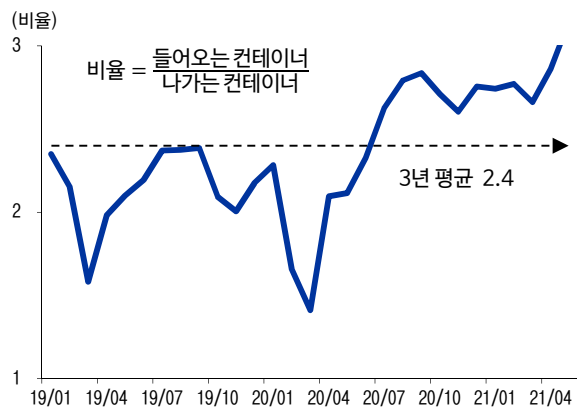
자료: PMSA, 이베스트투자증권 리서치센터
주) 21년 1월부터 데이터 발표

그림31 LA/LB 항구에서 5 일이상 시간을 보낸 화물의 비율



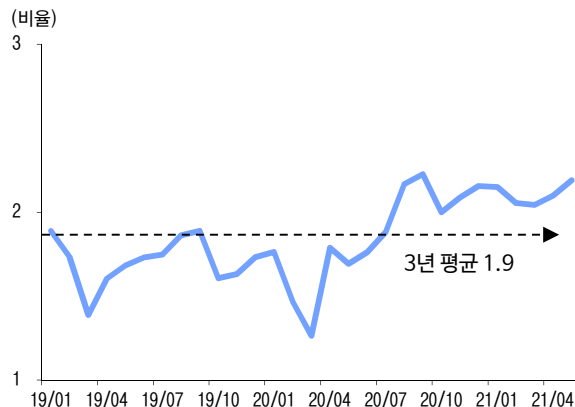
자료: PMSA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림32 USWC: 들어오는 컨테이너가 나가는 컨테이너보다 많음



자료: PMSA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림33 US Total: 점차 미국 전역에서도 비슷한 움직임이 보임



자료: PMSA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림34 Long Beach Container Terminal CCTV 사진들



자료: WCMTOA - 2021년 7월 27일 10:00(현지시간 기준)

그림35 LBCT - Pico Acces to the terminal



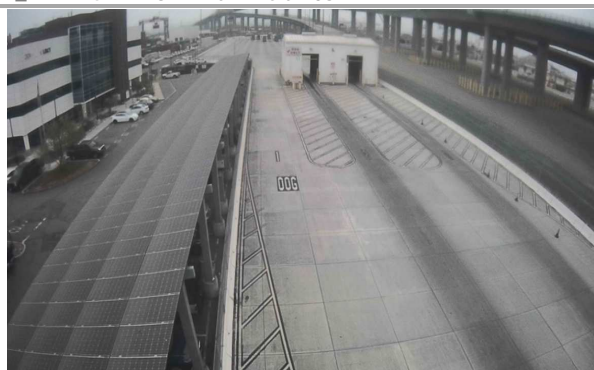
자료: WCMTOA - 2021년 7월 27일 10:00(현지시간 기준)

그림36 LBCT - In Gate Area



자료: WCMTOA - 2021년 7월 27일 10:00(현지시간 기준)

그림37 LBCT - Terminal Entrance

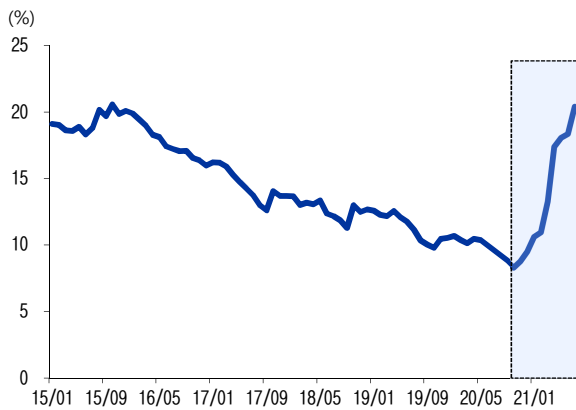


자료: WCMTOA - 2021년 7월 27일 10:00(현지시간 기준)

③ 아직 공급증가를 걱정할 시점은 아니다

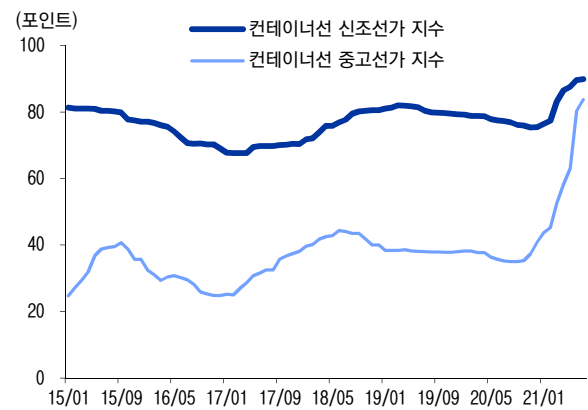
선복대비 수주 잔량이 20%에 근접하면서 15년 이래로 최대치를 갱신했다. 여기에 컨테이너 중고선가 지수도 신조선가지수에 근접한 상황이다. 신조선, 중고선시장 모두 가파르게 시황이 개선되고 있다. 그러나 최근 증가한 선박발주가 운임시장까지 영향을 주려면 시차가 발생한다. 수주잔량은 2020년 10월을 저점으로 급격하게 상승했기 때문이다. 발주에서 인도까지 2~3년 시차가 발생하는 것을 생각했을 때 2022년까지는 공급증가를 걱정할 상황은 아니다.

그림38 수주잔량 상승: 그러나 인도까지는 시차발생



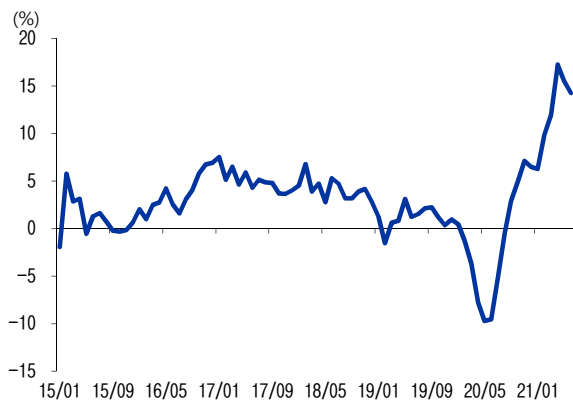
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림39 컨테이너 중고선 시장도 활황



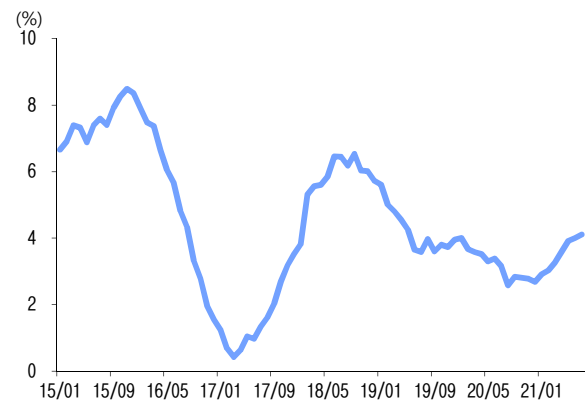
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림40 글로벌 컨테이너 물동량 성장률: 여전히 강한 수요



자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림41 컨테이너선 선복 증가율: 장기간 낮았었다



자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

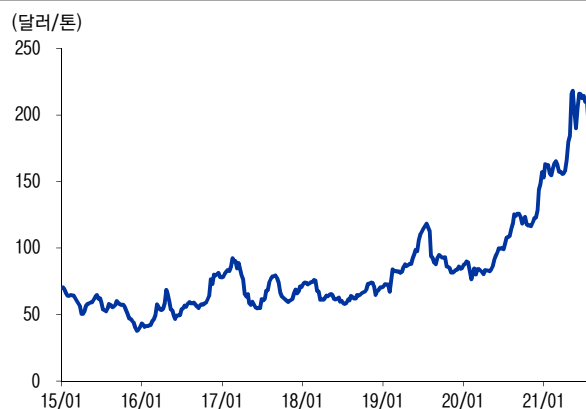
벌크선 운임 전망

건화물 물동량 동향 및 전망

철광석

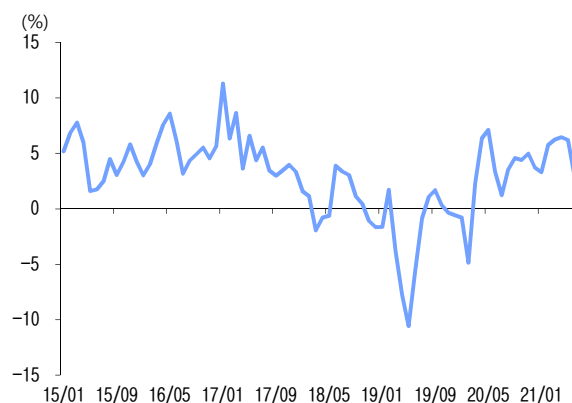
2021년 상반기 동안 눈에 띄는 변수는 '철광석 가격 상승'이다. 철광석 가격은 톤당 201달러(7/23기준), 연초대비 24% 상승했다. 시간을 넓게 잡아서 2015년까지 보더라도 역사적인 고점까지 철광석 가격이 상승했다. 철광석 가격 상승의 배경은 ① 중국 조강 생산량 급증으로 철광석 수급이 타이트해졌기 때문이다. 여기에 중국, 호주간 갈등으로 공급 차질을 우려한 중국 무역상들의 사재기 수요까지 더해져 가격 상승을 부추기고 있다. ② 브라질에서 코로나가 다시금 확산되면서 Vale사의 1Q21 철광석 생산량은 6,805만톤으로 직전분기대비 19.5%가 감소하면서 공급차질이 생겼다.

그림42 철광석 가격



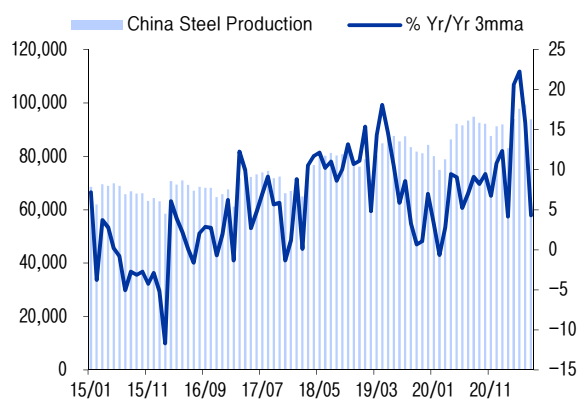
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림43 글로벌 철광석 물동량 증감율



자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림44 중국 철강 생산량, 증가율



자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림45 China 20mm Steel Plate Commodity Price



자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

중국의 탄소저감 노력이 철강가격을 올리고 물가상승률을 자극하기 때문에 지속성에 문제가 있는 것이 사실이다. 건설, 조선, 자동차 등등 산업 곳곳에 사용하는 철강 가격 상승으로 인플레이션이 발생하기 때문이다. 그러나 제조업 PMI로 대변되는 글로벌 철강 수요가 감소한다면 철강생산 감축에도 불구하고 철강 가격은 안정화 될 것이다.

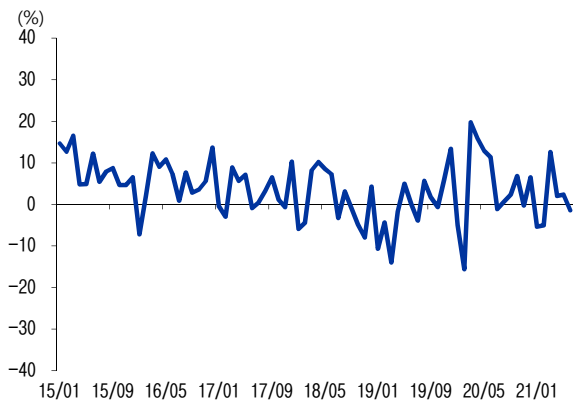
현재까지 제조업 PMI를 봤을 때 수요감소를 걱정할 시점은 아니라고 생각한다. 또한 중국-호주간 갈등으로 브라질 철광석 수출량이 증가하고 있다. 이는 해상운송 거리를 증가시켜서 물동량을 증가시키는 요인으로 작용한다. 결론적으로 PMI지표와 국제정치 상황상 철광석 해상물동량 수요는 강한 상승이 예상된다.

그림46 제조업 PMI 추이

	21/07	21/06	21/05	21/04	21/03	21/02	21/01	20/12	20/11	20/10	20/09	20/08	20/07	20/06	20/05	20/04	20/03	20/02	20/01
글로벌		55.5	56	55.8	54.9	53.9	53.6	53.8	53.8	53.1	52.4	51.8	50.6	48	42.4	39.6	47.3	47.1	50.3
북미																			
미국	63.1	62.1	62.1	60.5	59.1	58.6	59.2	57.1	56.7	53.4	53.2	53.1	50.9	49.8	39.8	36.1	48.5	50.7	51.9
캐나다		56.5	57	57.2	58.5	54.8	54.4	57.9	55.8	55.5	56	55.1	52.9	47.8	40.6	33	46.1	51.8	50.6
멕시코		48.8	47.6	48.4	45.6	44.2	43	42.4	43.7	43.6	42.1	41.3	40.4	38.6	38.3	35	47.9	50	49
유럽																			
영국	60.4	63.9	65.6	60.9	58.9	55.1	54.1	57.5	55.6	53.7	54.1	55.2	53.3	50.1	40.7	32.6	47.8	51.7	50
프랑스	58.1	59	59.4	58.9	59.3	56.1	51.6	51.1	49.6	51.3	51.2	49.8	52.4	52.3	40.6	31.5	43.2	49.8	51.1
독일	65.6	65.1	64.4	66.2	66.6	60.7	57.1	58.3	57.8	58.2	56.4	52.2	51	45.2	36.6	34.5	45.4	48	45.3
이탈리아		62.2	62.3	60.7	59.8	56.9	55.1	52.8	51.5	53.8	53.2	53.1	51.9	47.5	45.4	31.1	40.3	48.7	48.9
그리스		58.6	58	54.4	51.8	49.4	50	46.9	42.3	48.7	50	49.4	48.6	49.4	41.1	29.5	42.5	56.2	54.4
러시아		49.2	51.9	50.4	51.1	51.5	50.9	49.7	46.3	46.9	48.9	51.1	48.4	49.4	36.2	31.3	47.5	48.2	47.9
아시아																			
한국		53.9	53.7	54.6	55.3	55.3	53.2	52.9	52.9	51.2	49.8	48.5	46.9	43.4	41.3	41.6	44.2	48.7	49.8
중국	50.9	51.3	52	51.9	50.6	50.9	51.5	53	54.9	53.6	53	53.1	52.8	51.2	50.7	49.4	50.1	40.3	51.1
일본	52.2	52.4	53	53.6	52.7	51.4	49.8	50	49	48.7	47.7	47.2	45.2	40.1	38.4	41.9	44.8	47.8	48.8
대만		57.6	62	62.4	60.8	60.4	60.2	59.4	56.9	55.1	55.2	52.2	50.6	46.2	41.9	42.2	50.4	49.9	51.8
인도		48.1	50.8	55.5	55.4	57.5	57.7	56.4	56.3	58.9	56.8	52	46	47.2	30.8	27.4	51.8	54.5	55.3
호주	56.8	58.6	60.4	59.7	56.8	56.9	57.2	55.7	55.8	54.2	55.4	53.6	54	51.2	44	44.1	49.7	50.2	49.6

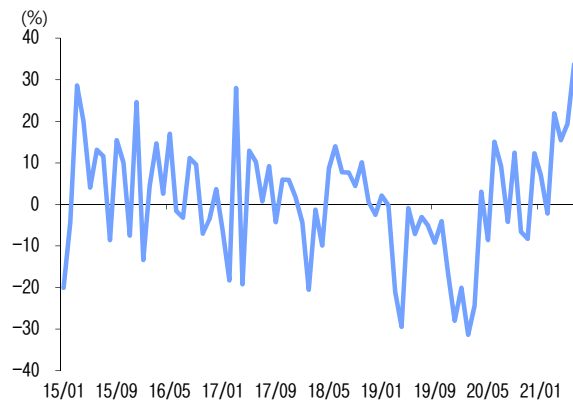
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림47 호주 철광석 수출 물동량 증감율



자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림48 브라질 철광석 수출 물동량 증감율



자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

석탄

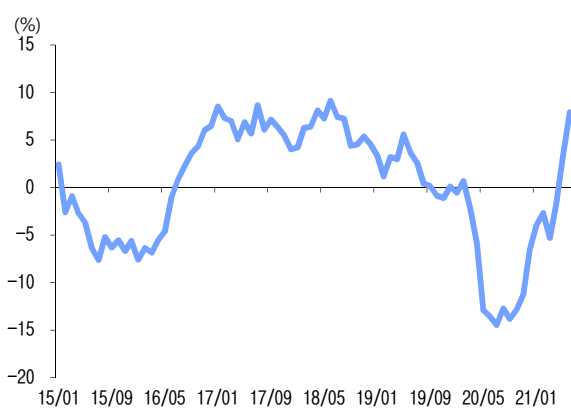
유연탄 가격 역시 신고가를 갱신하고 있다. 유연탄 가격은 톤당 105달러(7/23기준)을 기록, 연초대비 31% 상승했다. 이는 국제유가 상승으로 유연탄 가격압력이 강해지고 중국정부에서 노후 석탄광 규제를 진행하고 있기 때문이다. 여기에 중국에서 호주산 석탄을 금지한 영향도 있었다. 중국내 석탄으로 조달이 어려워지자 2020년 하반기에는 중국의 석탄 수입이 크게 증가하면서 석탄 물동량을 끌어 올렸다. 그 결과 글로벌 석탄 물동량은 7.9%(2021년 1월)으로 BDI상승을 끌어올리고 있다. Clarkson에서도 2021년 석탄 물동량이 1,221만톤으로 전년동기대비 5% 상승을 전망했다. 결론적으로 석탄 물동량증가 역시 BDI 상승세에 영향을 주고 있다.

그림49 석탄가격



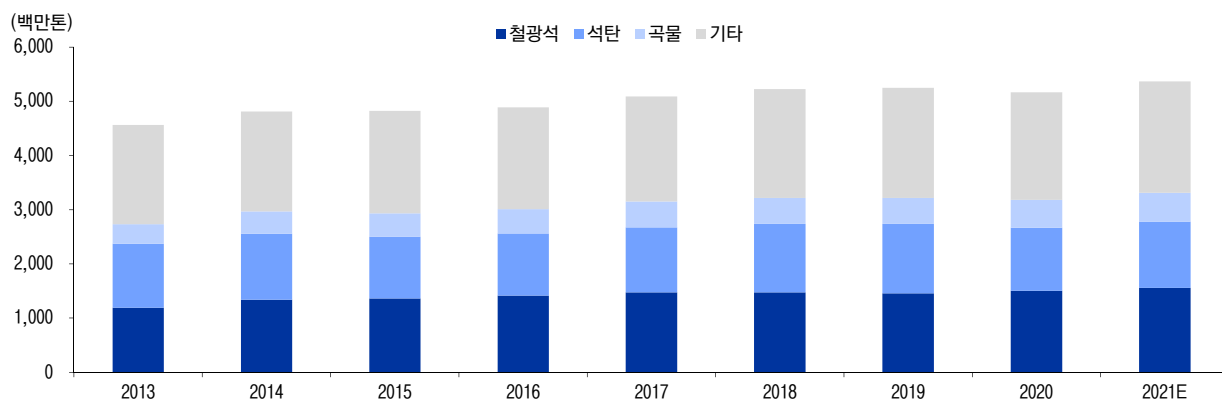
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림50 글로벌 석탄 물동량 증감율



자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림51 3대 건화물 물동량 추이



자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

BDI 상승을 전망

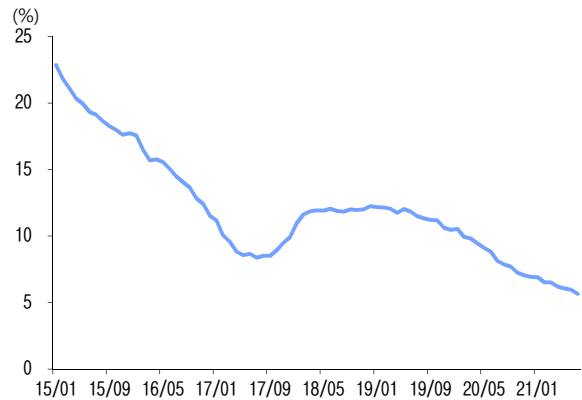
BDI가 최고치를 경신하고 있지만 선복은 크게 증가하지 않고있다. 2021년 5월 기준 수주잔량은 5.7%를 기록하면서 여전히 최저점에 머무르고 있다. 운임과 수주잔량 탈동조화 현상은 BDI상승이 단기에 끝날 것이라는 선주들의 기대감이 반영된 것으로 판단한다. 벌크선 중고선가 지수가 신조선가 지수를 추월했다. 선박 발주에서 인도까지 2~3년을 기다리기 보다는 중고선박을 활용해서 단기적인 BDI상승에 대응하는 모습이 다. 강한 원자재 수요와 타이트한 벌크선 공급상황을 근거로 BDI역시 상승을 전망한다.

그림52 BDI 지수 → 운임시장은 뜨겁다



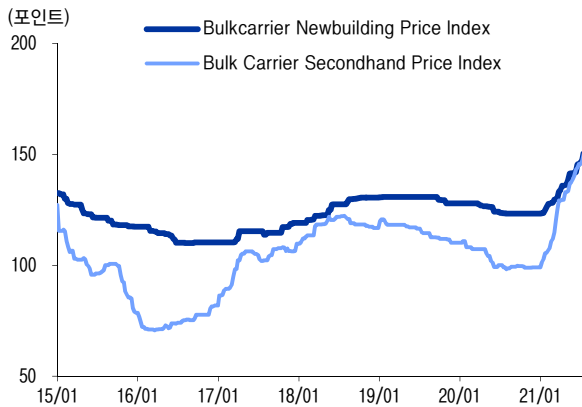
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림53 벌크선 수주잔량 → 운임시장과 다르게 차분한 상황



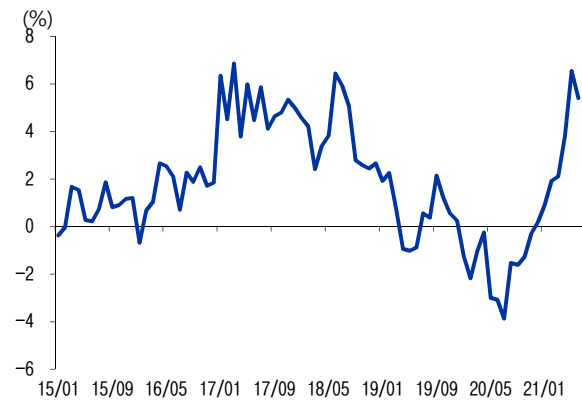
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림54 신조선-중고선가 지수 → 중고선 시장은 활황



자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림55 글로벌 벌크 물동량 증감율 → 강한 수요 유지



자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

Part III

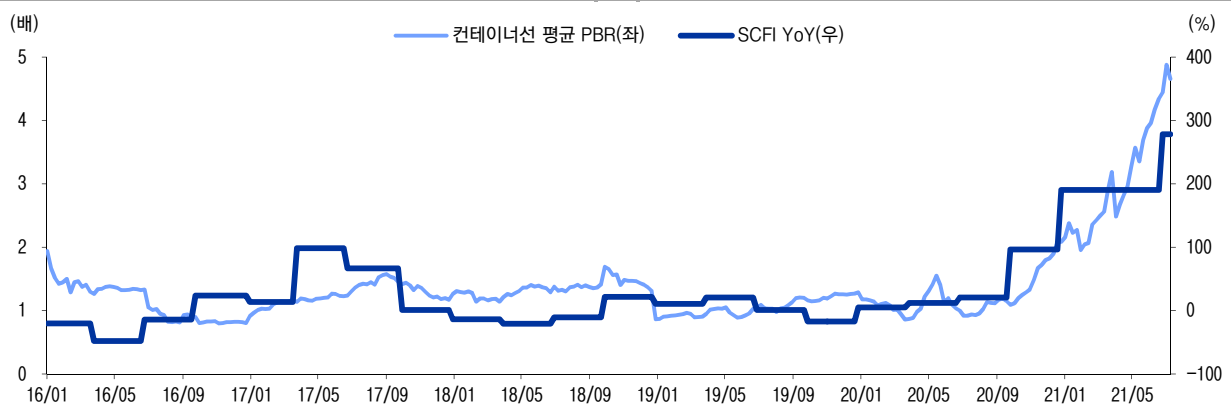
너하고 난 PBR 따져야지

PBR 결정요인 → 운임 '상승률'

목표주가는 PBR을 기준으로 산출했다. 사이클에 따라서 순이익이 적자를 기록하기 때문에 PER은 데이터 지속성이 떨어진다고 판단했다. 또한 해운업은 단기투자가 장기투자보다 적합하기 때문에 3년이 넘어가는 장기 해상운임 추정이 큰 의미가 없다고 생각한다. 게다가 장기 해상운임 추정이 적중할 확률도 매우 낮다. 장기 해상운임추정의 효용성과 어려움 때문에 DCF, RIM은 적용이 어렵다고 판단했다.

PBR을 결정하는 중요한 변수는 뭘까? 얼핏 생각하면 BDI, SCFI같은 해상운임 지표와 밀접한 관련이 있을 것 같다. 그러나 해상운임 지표 그 자체보다는 해상운임 '상승률'이 PBR을 더 잘 설명한다. 똑같은 BDI 3000포인트라 하더라도 금융위기 이후 BDI가 추락하던 시기와 최근 운임이 폭등하는 시점은 맥락이 다르다. 이 말은 해상운임지표 높낮이 그 자체보다는 운임 방향성과 기울기를 생각해야 한다는 의미다.

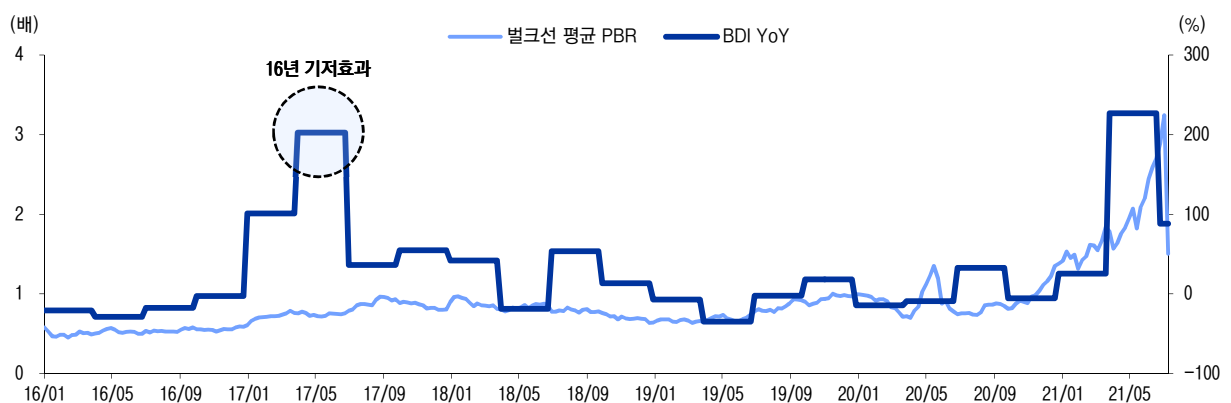
그림56 컨테이너선사 평균 PBR vs. SCFI 상승률



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주) HMM, Maersk, COSCO, Hapag-Lloyd, Evergreen 5개 평균

그림57 벌크선사 평균 PBR vs. BDI 상승률



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

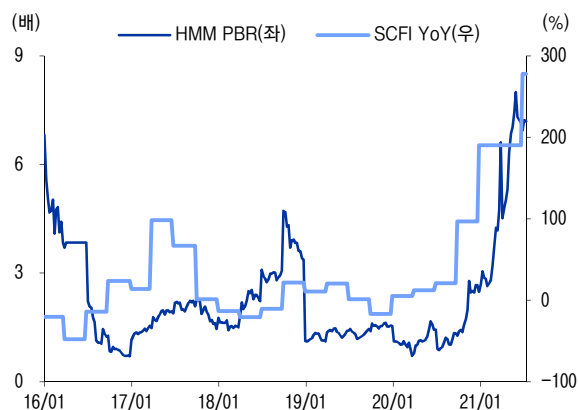
주) D/S Norden, Star Bulk Carriers, Diana Shipping, PanOcean, Wisdom Marine Line 5개 평균

PBR과 운임 상승률을 연결하면 다음과 같은 투자 힌트를 얻어 갈 수 있다.

1) 절대적인 운임지수가 주는 착시현상을 막아 줄 수 있다. 운임이 하락하는 변곡점에서는 운임 상승률이 (-)로 돌아서서 PBR이 낮아지기 시작한다. 이런 상황에서 운임지수 수치에만 집중하면 “그래도 절대적인 운임 수치가 높아서 괜찮다”라고 잘못 판단할 수 있다. 처음부터 운임상승률이 PBR을 결정한다고 생각하면 사고오류에서 빠져나올 수 있다.

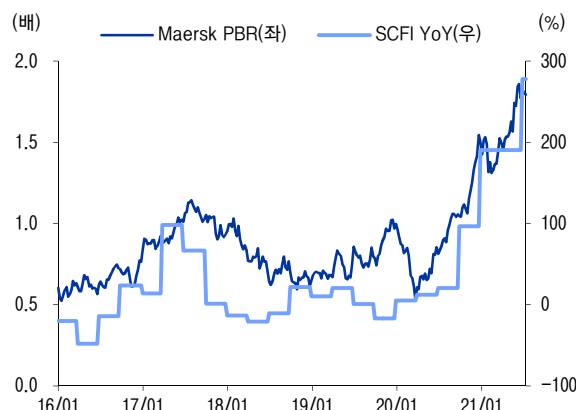
2) 앞서 설명한 ‘단기 수요-공급 불일치’전략의 이론적인 토대가 된다. 운임 상승률이 높아지면 높아질수록 PBR은 더 빠르게 확장된다. 단순히 운임 방향성 전망을 넘어서 운임 상승률이 더 높은 구간을 포착해야 승률을 올릴 수 있음을 Valuation 지표를 통해서 확인했다.

그림58 HMM Trailing PBR vs. SCFI



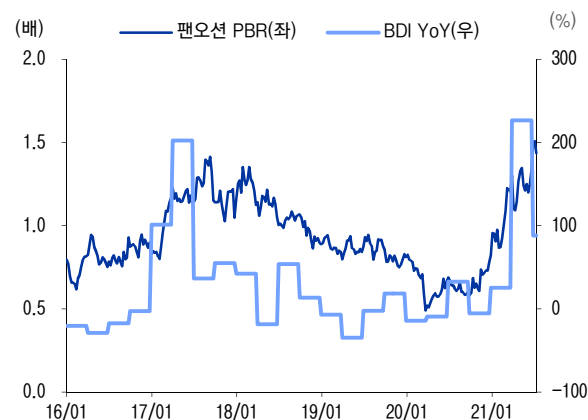
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림59 Maersk Trailing PBR vs. SCFI



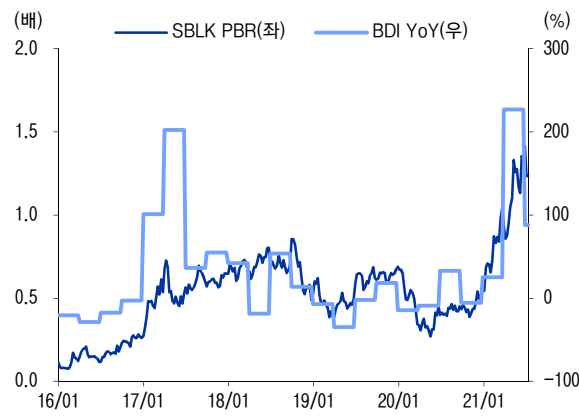
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림60 팬오션 Trailing PBR vs. BDI



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림61 Star Bulk Carrier Trailing PBR vs. BDI



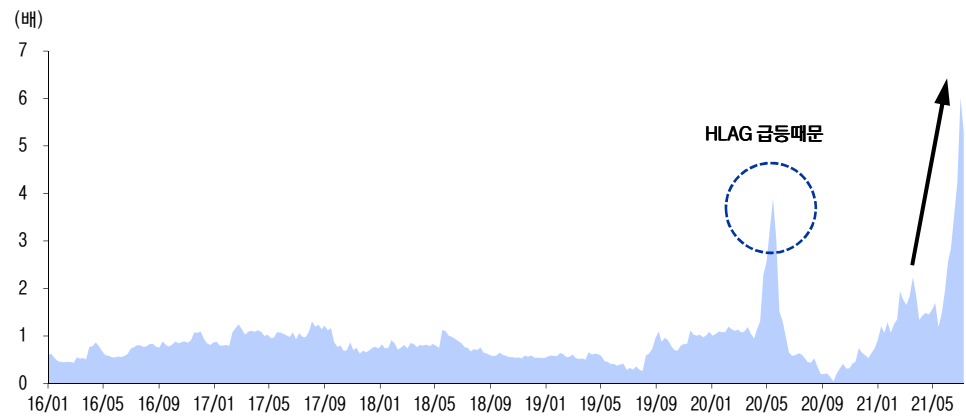
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

영업이익률 차이가 PBR 프리미엄/디스카운트를 결정

운임 상승률이 해운산업 전반적인 PBR 높낮이를 결정한다면, 기업별로 PBR이 다르게 매겨지는 이유는 어떻게 해석해야 할까? 이 질문이 중요한 이유는 호황기에 각 기업마다 PBR 편차가 크게 벌어지기 때문이다. 최근처럼 운임 상승시기에 일률적으로 업계평균 PBR을 적용하면 잘못된 의사결정을 내릴 수 있다. 옥(玉)에는 프리미엄을, 석(石)에는 디스카운트를 매겨줘야 하는데 기준점이 필요한 상황이다.

해운선사간 경쟁력 차이가 PBR 격차를 만드는 것으로 추측된다. 그렇다면 경쟁력은 어떻게 구분되고, 어떤 지표를 통해서 확인할 수 있을까?

그림62 컨테이너 선사간 PBR 최대값 - 최소값 추이 → 운임 상승시기에 컨테이너선사간 PBR 격차발생

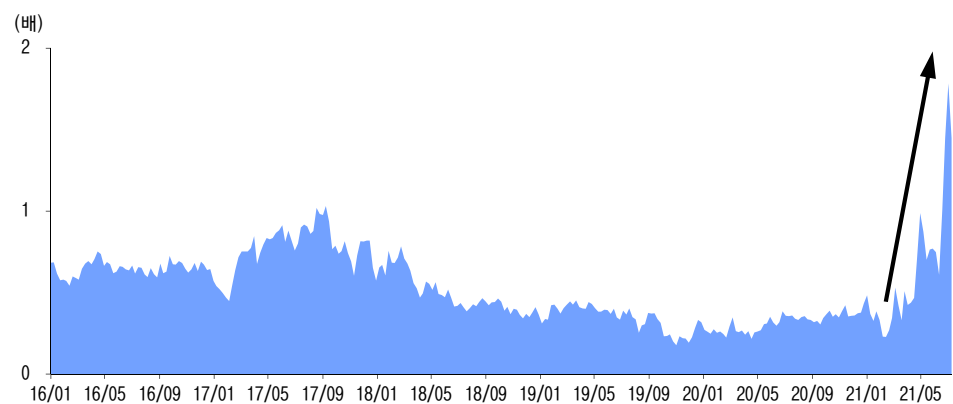


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주) 4개 컨테이너 선사 PBR 최대-최소값: Maersk, COSCO, Hapag-Lloyd, Evergreen(HMM은 무상감자, 주식수 희석 때문에 제외)

주) 장기 시계열 데이터를 확보하기 위해서 Trailing PBR 사용

그림63 벌크선사 역시 운임이 상승하는 시기에 PBR 격차가 발생함



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주) 5개 벌크선사 PBR 최대값 - 최소값: D/S Norden, Star Bulk Carriers, Diana Shipping, PanOcean, Wisdom Marine Line

주) 장기 시계열 데이터를 확보하기 위해서 Trailing PBR 사용

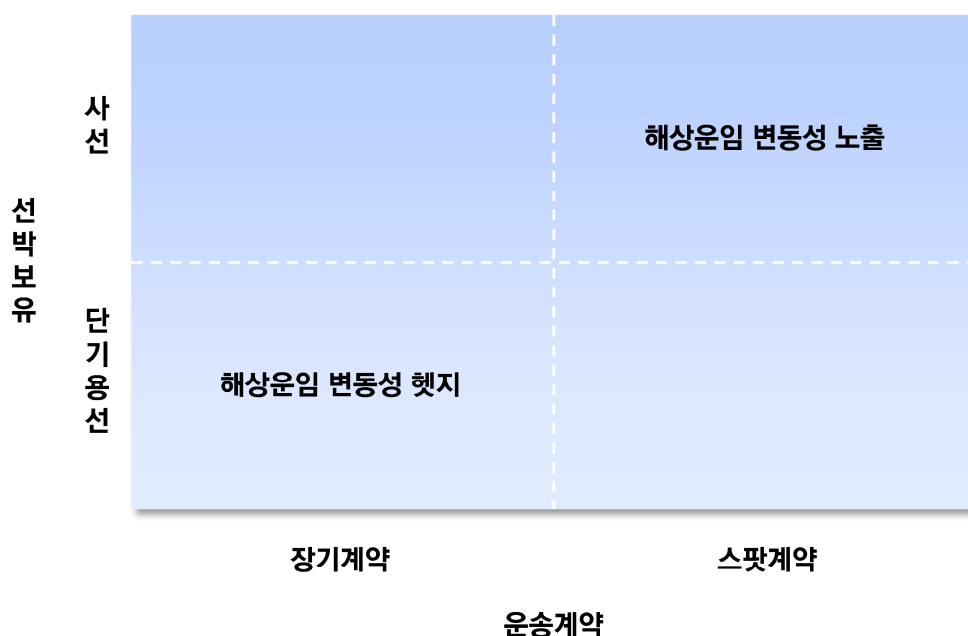
해운사의 첫 번째 경쟁력: 사이클 관리

경기에 민감한 해운업은 호황기에는 공격적으로, 불황기에는 방어적인 경영을 펼쳐야 한다. 구체적으로 운송계약 체결방식과 선박보유 형태에 따라서 해상운임 사이클을 관리할 수 있다.

만약 해상운임이 2배 올랐다면 해운업체 매출액도 그대로 2배가 상승할까? 그것은 운송계약 형태에 달려있다. 운송계약 대부분이 장기계약에 묶여 있었다면 해상운임이 상승하더라도 매출액 상승은 더뎠을 것이다. 왜냐하면 기존 장기계약은 과거 운임을 기준으로 체결되었기 때문이다. 반대로 모든 계약이 스팟계약이라면 운임 상승 수혜를 온전히 받을 것이다. 즉, 전체 운송계약 중에서 스팟계약 비중이 높으면 높을수록 해상운임 변동성에 더 민감하게 반응한다.

운송계약 뿐만 아니라 선박보유 형태에서도 해상운임 변동성을 관리할 수 있다. 용선가격은 해상운임 가격과 동행해서 움직인다. 만약 향후 운임이 상승할 것이라고 예상된다면 단기용선이 아니라 장기용선을 해야 영업이익이 극대화된다. 이는 지금 단기용선을 하더라도 다시 용선가격이 올라간 이후에 또 배를 빌려야 하기 때문이다. 여기서 더 장기간 운임 가격상승을 전망하면 신규 선박을 보유하면 된다. 운임상승 이후신조선가가 올라가기 전에 미리 선대를 확충해야 하기 때문이다. 비유하자면 월세 < 전세 < 자가보유로 갈수록 집값 변동에 더 민감해지는 것과 비슷하다.

그림64 선박보유, 운송계약 형태에 따라 운임 민감도가 결정됨



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

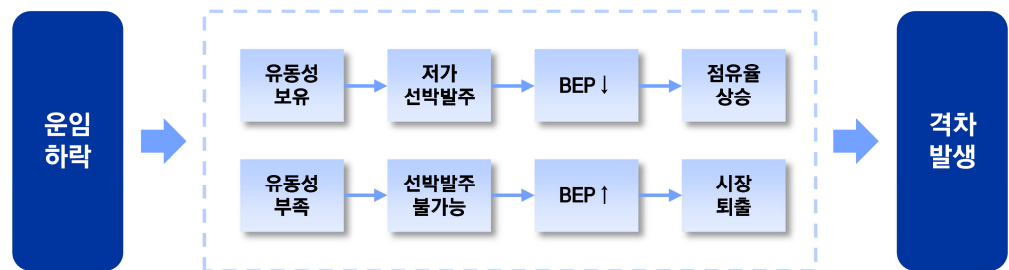
해운사의 두 번째 경쟁력: 선박매매(Sales & Trading)

사이클 관리능력에 더해서 선박매매 능력역시 중요한 경쟁요소다. 불황기에는 낮은 가격에 선박을 확충해서 규모의 경제를 갖추고, 해상운임이 상승하면 운송계약으로 돈을 하거나 비싼 가격에 중고선 판매를 하는 능력이다. 사이클이 진행되면서 승자와 패자간 원가경쟁력이 어떻게 벌어지는지 살펴보자.

운임이 하락하면 신조선가, 중고선가, 용선 가격도 같이 내려간다. 이 때 유동성을 보유한 기업은 저가에 선대를 확장하면 원가 경쟁력을 강화한다. 즉, 운임하락이 지속되더라도 견뎌낼 수 있는 힘이 생기는 것이다. 반대로 유동성이 부족한 기업은 보유한 선박을 저가에 매도해야 한다. 일시적으로 유동성을 확보할 수 있겠지만 해운업 호황기에 누릴 수 있는 이익잠재력을 갉아먹는다. 이렇게 하락사이클에 승자/패자 기업이 결정된다

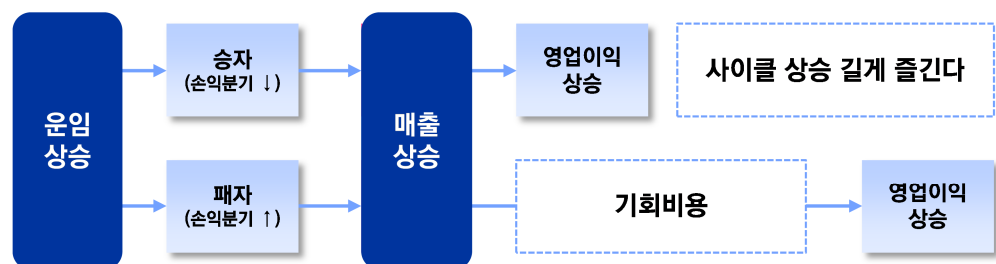
운임이 상승하면 호황기에 승자와 패자기업 차이가 수면 위로 올라온다. 운임상승은 동일하지만 영업이익 상승폭은 각각 기업별로 차이가 발생한다. 이전 하락사이클에서 손익분기점을 낮춘 기업은 운임이 약간만 상승하더라도 영업이익률이 크게 개선된다. 그리고 주식시장은 이를 포착해서 기업별로 PBR에 프리미엄/디스카운트를 매기고 있었다.

그림65 승자와 패자는 불황기에 결정



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림66 호황기는 승자와 패자를 확인하는 시점



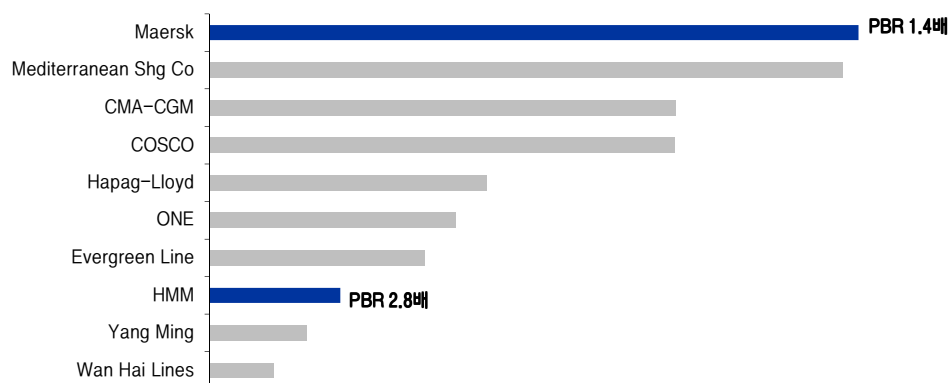
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

HMM에 PBR 프리미엄에 거래되는 이유 → 영업이익률 차이

지난 1년간 HMM 주가가 약 7배 오르면서 Valuation에 대한 투자자들의 고민이 깊어지고 있다. 선복량 기준으로 세계 1위인 Maersk의 PBR은 1.4배, 8위인 HMM은 PBR 2.8배에 거래가 되고 있기 때문이다. 대부분 시장조사기관은 선복을 기준으로 업체별 순위를 매긴다. 선박이 많을수록 규모의 경제가 작용해서 원가경쟁력이 높아지기 때문이다. 얼핏 선박규모가 큰 기업에 높은 Valuation을 매기는 것이 상식적이라는 느낌이 든다.

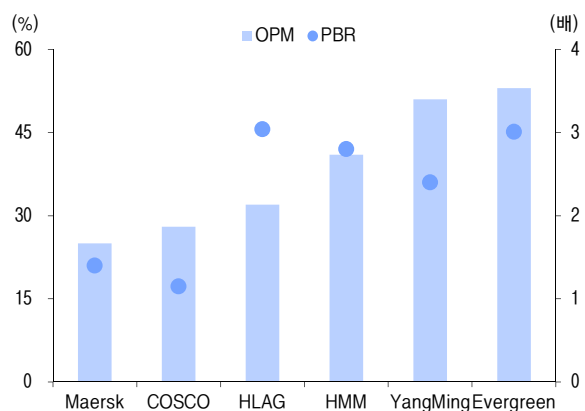
그러나 주식시장에서는 영업이익률을 기준으로 컨테이너 선사를 평가하고 있었다. 영업이익률이 높은 HMM, Evergreen은 높은 PBR을 적용 받고 있었지만 반대로 Maersk는 낮은 영업이익률 때문에 낮은 PBR을 적용 받고 있다. 즉, 운임이 상승하는 시기에는 레버리지를 극대화한 기업이 더 높은 평가를 받고 있었던 것이다.

그림67 컨테이너 선사 선복순위



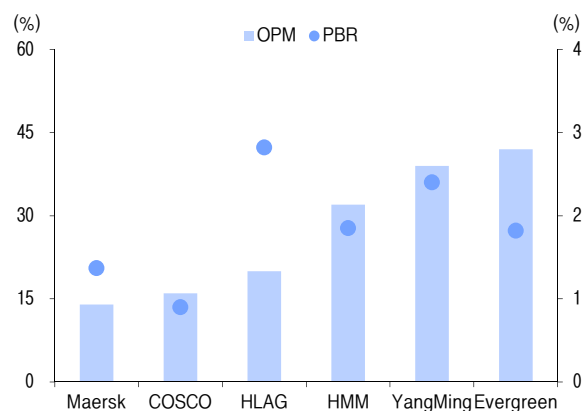
자료: Alphaliner, 이베스트투자증권 리서치센터

그림68 PBR/OPM 비교(2021년) → OPM 순으로 PBR 매겨짐



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림69 PBR/OPM 비교(2022년)

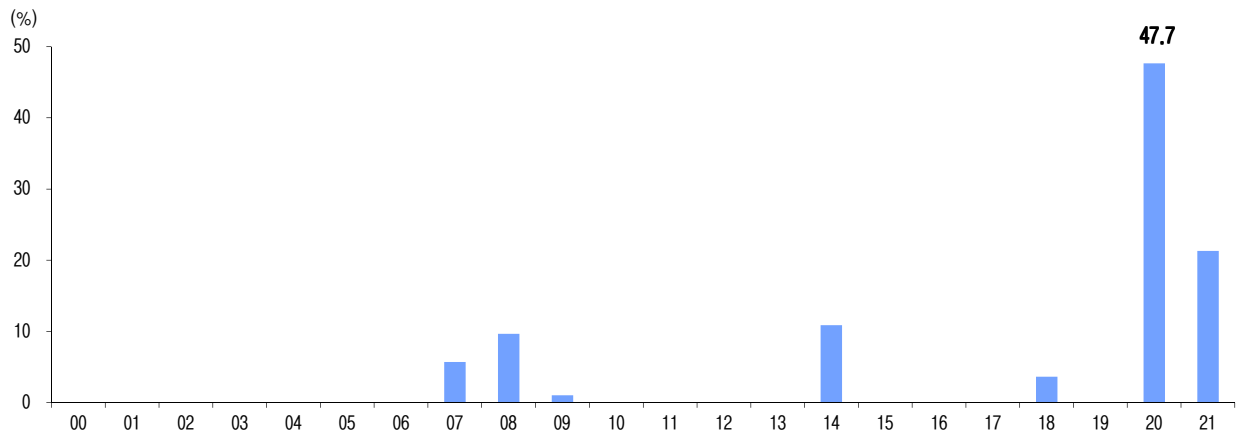


자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

컨테이너선사 운영은 해상운임이 상승하기 이전에 대량의 선박을 확보하는 것이 핵심이다. 주식으로 비유하면 주가가 상승하기 이전에 포트폴리오에 담아두는 것과 비슷하다. 평균 매입단가가 낮으면 낮을수록 동일한 주가상승에도 상승률이 더 높은 법이다. 마찬가지로 SCFI 상승이전 시점인 2020~2021년 사이에 컨테이너선을 인도 받은 HMM, Yang Ming, Evergreen 영업이익률이 타 선사대비 더 높았다. 반대로 그렇지 못한 Maersk와 COSCO Shipping은 영업이익률이 낮았다.

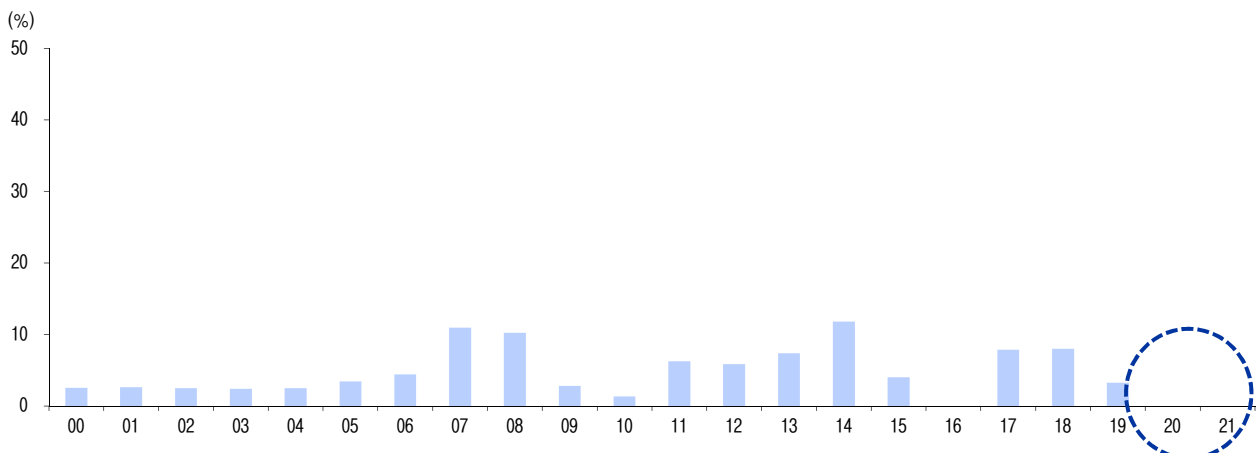
[그림70~74]에 글로벌 컨테이너 선사들이 현재 운영하는 컨테이너선을 언제 인도 받았는지 막대그래프를 그렸다. HMM은 현재 운영중인 컨테이너선의 약 48%를 2020년에 인도받았다. Yang Ming, Evergreen보다도 더 높은 비중이다. HMM이 타 선사대비 영업이익률이 높은 이유다. 이를 근거로 HMM이 업계평균대비 PBR프리미엄을 받아도 무리가 없다고 판단한다.

그림70 HMM 컨테이너 선박 도입 시점



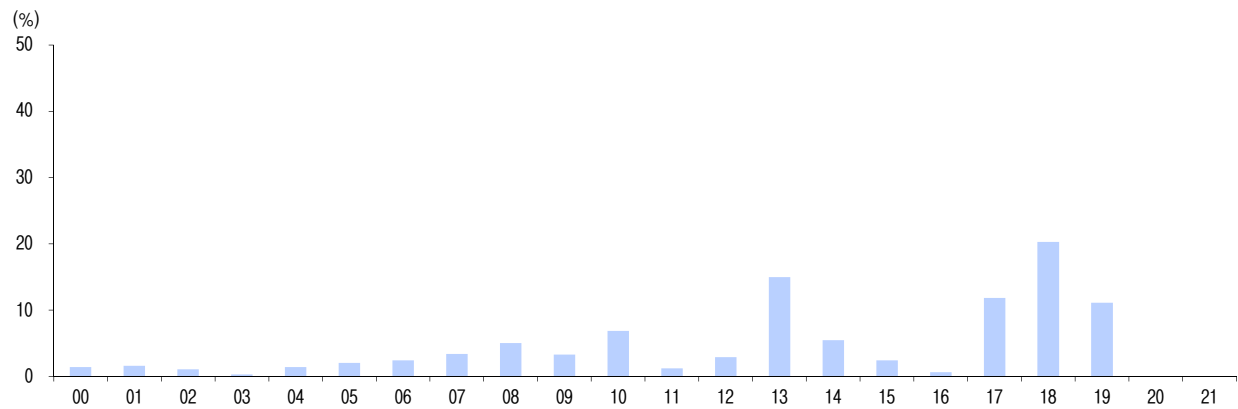
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림71 Maersk 컨테이너 선박 도입 시점



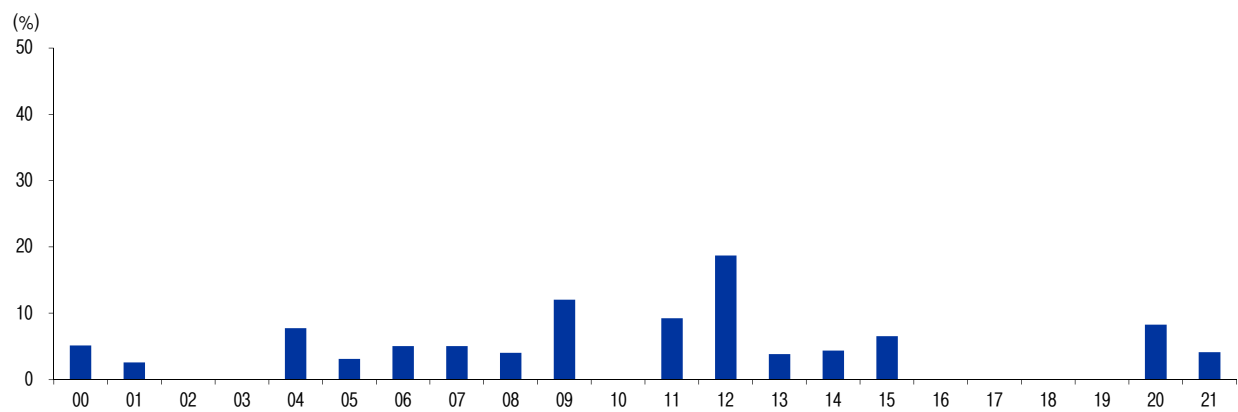
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림72 COSCO Shipping 컨테이너 선박 도입 시점



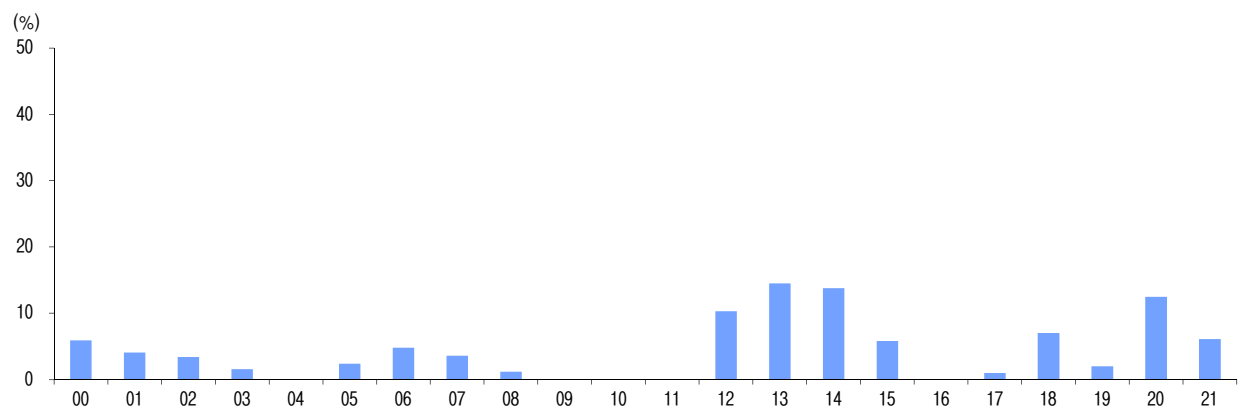
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림73 Yang Ming 컨테이너 선박 도입 시점



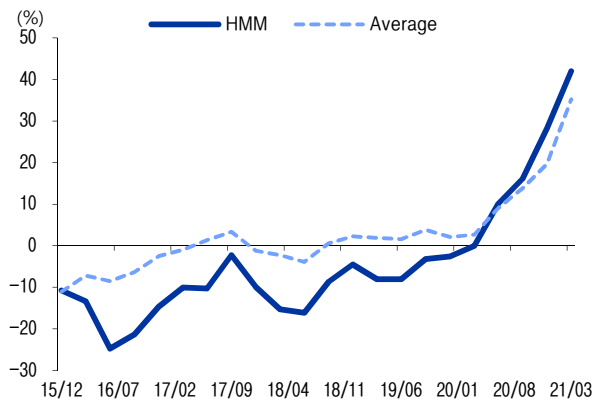
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림74 Evergreen 컨테이너 선박 도입 시점



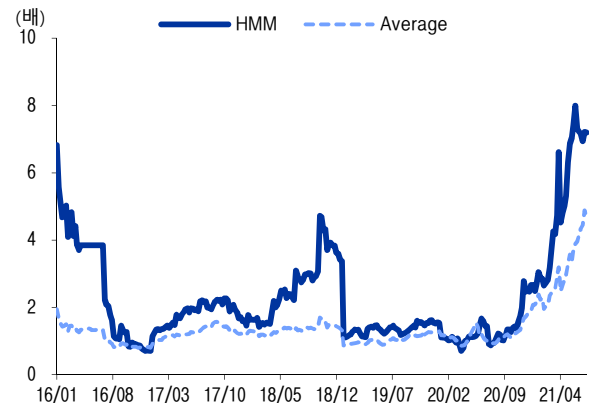
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림75 영업이익익률: HMM vs. 업계평균



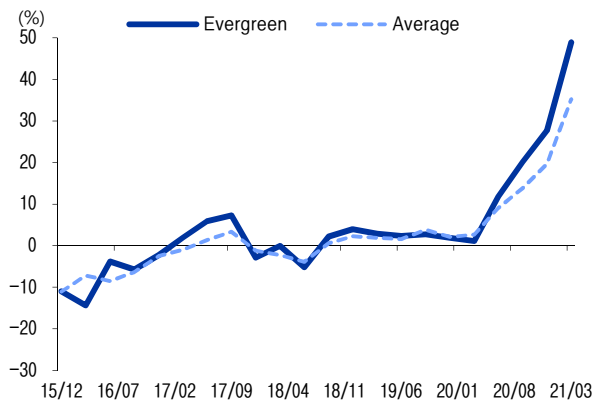
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림76 PBR: HMM vs. 업계평균



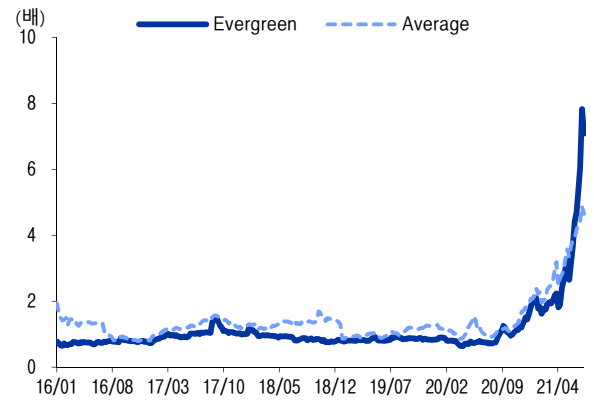
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림77 영업이익익률: Evergreen vs. 업계평균



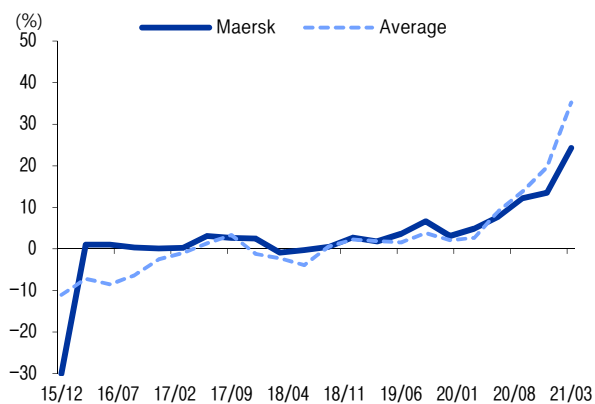
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림78 PBR: Evergreen vs. 업계평균



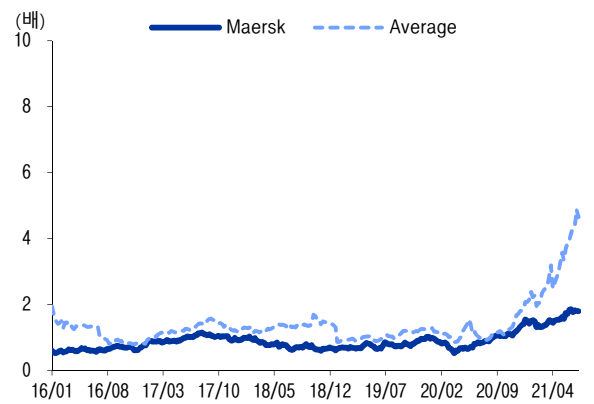
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림79 영업이익익률: Maersk vs. 업계평균



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림80 PBR: Maersk vs. 업계평균



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Appendix I : 해운업 기초지식

컨테이너선과 건화물선

컨테이너선은 규격화된 가전, 가구, 소매품을 수송하는데 사용된다. 컨테이너선은 주로 일정한 항로로 운송하는 정기선 서비스를 제공한다. 주요 항로는 아시아 - 북미, 아시아 - 유럽, 북미 - 유럽 3개 항로 물동량이 많다. 선박의 크기는 컨테이너 수송능력을 나타내는 TEU(20FT 표준 컨테이너)를 사용한다. 10,000TEU 컨테이너 선박이라면 컨테이너박스를 10,000개 수송이 가능하다는 의미다. 컨테이너선 운임시장 지표는 주간 단위로 발표하는 SCFI(Shanghai Containerized Freight Index, 상하이 컨테이너 운임지수)를 사용한다. 중국 상하이부터 15개 항로의 운임을 가중평균한 운임지수다.

건화물선은 컨테이너와 다르게 포장할 필요가 없는 화물을 운송한다. 3대 화물은 철광석, 석탄, 곡물을 운송한다. 철광석과 석탄의 물동량은 글로벌 경제에 민감한 영향을 받기 때문에 BDI지수의 변동폭이 크다. 반대로 곡물 물동량은 계절적인 요인으로 변동하는 경향이 있다. 선박은 DWT(Dead Weight Tons, 재화중량톤) 단위를 사용한다. 선박에 최대한 적재할 수 있는 화물의 중량을 의미한다. 운임시장 지표는 일간단위로 BDI(Baltic Dry Index)를 사용한다. SCFI가 운임만을 나타낸다면 BDI는 운임과 용선료를 종합한 지수라는 차이점이 있다. 배의 크기에 따라서 BCI (Baltic Capesize Index), BPI(Baltic Panamax Index), BHI(Baltic Handy Index)로 나뉜다.

정기선, 부정기선 차이

정기선은 시내버스와 연결해서 이해하면 편하다. 정기선 서비스는 특정한 항로에 있는 여러 항구에 기항하면서 해상운송 서비스를 제공한다. 정기성을 확보하기 위해서 한 개의 항로에 여러 대의 컨테이너 선박을 띄워서 운영한다. 한 개의 버스노선에 여러 대의 버스가 운행하는 것과 비슷한 이치다. 때문에 정기선 서비스를 제공하기 위해서는 자본이 많이 필요하다. HMM의 경우 아시아-유럽항로 서비스를 제공하기 위해 2만 4,000TEU급 컨테이너 12척을 투입했다. 12척 합하면 총 1,861백만 달러(2조 7백억원) 규모다. 대규모 자본이 필요해서 컨테이너 선사는 특정업체 위주로 시장점유율이 집중되었다.

정기선이 시내버스라면 부정기선은 택시서비스와 비슷하다. 부정기선은 항로가 일정하지 않고 화주에 따라서 항로/화물이 달라지게 된다. 정기선 서비스대비해서 필요한 자본이 적기 때문에 진입장벽이 낮다. 따라서 벌크선 선사는 소규모 위주로 시장점유율이 파편화 되어있다.

사이클의 시작과 끝

해운업은 가격지표(운임, 신조선가)를 중심으로 호황과 불황을 반복한다. 게임의 룰을 이해하는 차원에서 [그림81]에 사이클 메커니즘을 그렸다. 물론 실제 현실은 정확한 인과관계에 맞춰서 단선적으로 움직이지 않는다. 다양한 변수가 동시에 영향을 미치고 인간의 심리적인 요소가 영향을 주기 때문이다.

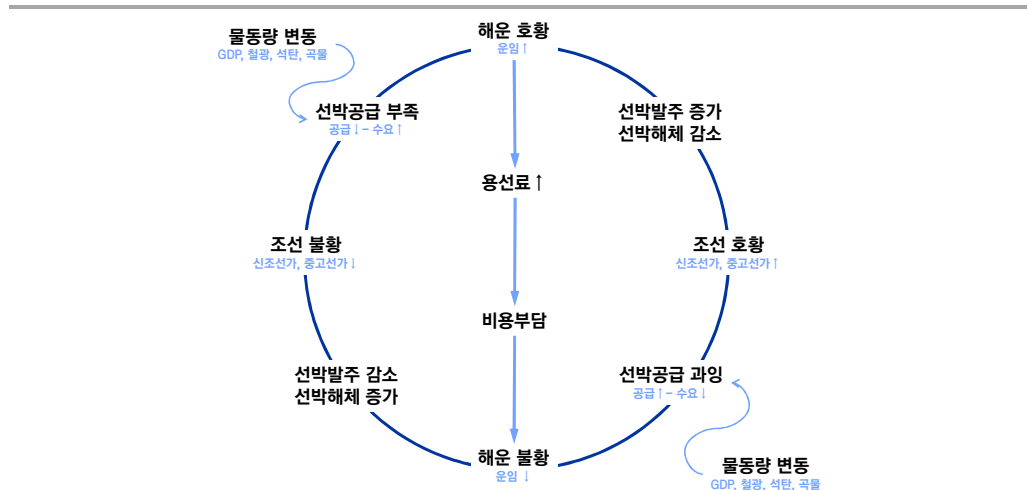
먼저 물동량이 선박공급을 초과하는 상황부터 시작한다. 항구에 컨테이너 박스가 쌓여가며 화주는 정시에 물건을 보낼 수 있을지 점차 마음이 급해진다. 운송실패로 판매를 못 하거나, 고객의 신뢰를 잃기보다는 웃돈을 지불해서라도 물건을 보내야 한다. 철광석, 곡물, 석탄을 항공기로 수송하기도 어려운 일이다. 이런 상황에서 운임이 상승하고 해운업 호황이 시작된다.

운임 상승세가 이어지면 선주들은 장기전망에 자신감이 생긴다. 주가상승 그 자체가 스토리를 만들어 나가면서 심리가 개선되는 것과 비슷하다. 자신감이 붙은 선주는 조선사에 신조발주를 시작한다. 여기에 경쟁선사가 추가 선박을 발주한다는 뉴스가 이어지면 경쟁적으로 신조발주가 증가한다. 운임이 상승하는 시기에는 점유율을 크게 가져갈수록 이익이 극대화되기 때문이다.

일감이 많아지고 수주잔고가 두둑해진 조선사는 신조선가를 올리기 시작한다. 여기에 더해 중고선 시장도 호황에 들어간다. 해운시장이 과열되면 중고선가 가격이 신조선가보다 비싸지는 경우가 발생한다. 발주에서 인도까지 2~3년을 기다리기보다는 즉각 선박투입을 원하는 해운사의 수요가 반영된 결과다.

영원할 것 같았던 해운/조선업 호황은 예상하지 못한 수요충격으로 상황이 반전된다. 금융위기, 전쟁, 전염병 등등 수요충격은 예상하지 못하는 경우가 많다. 그리고 공급과잉도 수요충격이 사이클의 변곡점을 만드는 경우가 많았다. 글로벌 경제 침체로 물동량이 감소하면 호황기에 발주한 선박이 공급과잉으로 부메랑이 되어서 날아온다. 항구에는 계류된 선박이 많아지고 운임이 하락하며 해운업 업사이클이 끝난다.

그림81 해운업 사이클 순환



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

해운업 사이클 변동폭이 큰 이유

느린 거북이는 재빠른 토끼를 좇으려고 노력하지만 좀처럼 따라잡기 어렵다(Maritime Economics). 해상물동량은 글로벌 경제 변동에 더해서 예측하기 어려운 전쟁, 전염병 등등 각종 사건사고 영향으로 빠르게 변한다. 반면은 선박은 발주에서 인도까지 2~3년이 걸린다. 또한 평균 20년간 선박을 사용하기 때문에 수요하락에 즉각적으로 공급을 줄이기도 어렵다. 구조적으로 수요와 공급이 균형가격에서 수렴하기 어려워서 해운업임지수 변동폭이 큰 것이다.

사이클 국면에서 발견 할 수 있는 현상들

저점: 선박공급이 넘치면서 항구에서 컨테이너 박스보다 선박의 숫자가 많아진다. 선주들은 감속운항으로 연료비를 조절하기 시작한다. 운임이 연료비를 충당하지 못하는 수준까지 떨어지면 계선을 한다. 단기적으로 선주들은 폐선을 선택하기 보다는 감속운항, 계선으로 운임하락에 대응을 하는 것이다. 그러나 운임이 더 하락하면 선주는 선박공급을 감소시키라는 압박을 받게 된다. 선박의 담보가치가 떨어지면서 은행권의 변제 요구를 받거나, 해운업체에 투자한 채권단의 구조조정 압박을 받는다. 선사는 현금흐름을 확보하기 위해 어쩔 수 없이 선박을 매각한다. 이때 노후선 가격이 해체선가까지 떨어지는 현상이 발생한다.

회복: 선박해체로 초과공급이 해소되면서 점차 운임이 회복한다. 회복 단계에서는 운임상승이 일시적인 현상인지, 장기적인 추세상승인지 판단하기 어렵다. 때문에 선주들은 인도까지 2~3년이 걸리는 신규선박 발주 대신 즉각적으로 공급을 늘리는 수단을 선택한다. 다시 운항속도를 올리고, 항구에 묶어둔 선박은 운항을 개시한다.

고점: 회복단계에서 운임상승은 선주들의 자신감을 키워준다. 최근의 운임상승이 2~3년 이상 지속될 것이라는 믿음이 해운시장에 널리 퍼진다. 고점 단계에서는 모든 선박이 최고속도로 돌아다니고, 항구에 묶어둔 선박은 모두 바다로 떠났다. 더 이상 단기적인 선박공급을 늘릴 방법이 없는 선주는 조선소에 선박 발주를 의뢰한다. 초기의 선박 발주는 신조선가를 밀어 올릴 힘이 부족하다. 그러나 신조발주가 지속되고 조선소 야드가 부족해지면 점차 신조선가도 올라가기 시작한다. 해운업 고점에서는 운임과 신조선가가 동반 상승한다.

침체: 일반적으로 초과공급이 일정한 수준을 넘어서면 해운업이 침체에 빠진다고 생각한다. 그러나 실제 데이터를 살펴보면 그렇지 않다. 예상하지 못한 수요충격이 해운업침체 방아쇠 역할을 한다. 초과공급은 단지 화약이다. 화약이 쌓일수록 폭발력이 강해지는 것처럼, 초과선박이 쌓일수록 해운업 침체는 더 길게 - 더 깊게 진행된다. 수요충격은 08년 금융위기, 20년 코로나19 등 해운시장 외부에서 물동량에 충격을 주는 변수를 의미한다. 전쟁, 전염병 등등 예상치 못한 수요충격 전망은 안타깝지만 불가능에 가까운 일이다. 확인할 수 있는 것은 초과공급이 얼마나 진행되었는지(화약이 얼마나 쌓였는지) 파악하고, 시장침체에 대응하는 일이다.

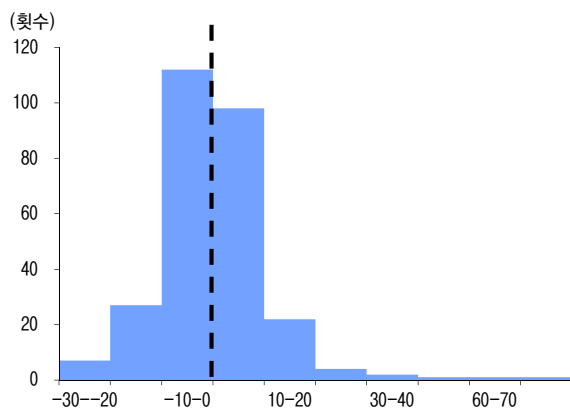
군중심리

왜 과거 사이클이 미래에 반복되지 않을까? 그 이유는 군중심리 영향도 있다. 만약 군중심리가 없다면 국가단위에서 선박발주 움직임이 없을 것이다. 그러나 현실에서는 국가단위로 해운업 사이클에 대처하는 방식이 다르다. 이번 SCFI 상승에서도 대만선사인 Yang Ming, Evergreen은 2020~2021년 신규선박에 인도받은 반면 타 국가는 그렇지 못했다. 역사적으로 덴마크, 그리스 같은 해운업 강국은 경기역행적인 투자(선가가 낮을 때 선박확보)를 하고 과거 한국은 경기 순행적인 투자(선가가 높을 때 선박확보)를 하면서 국내 해운산업이 큰 어려움을 겪었다. 이는 적어도 국가단위에서는 군중심리가 작동한다는 근거로 해석할 수 있다.

수 백~수 천억원을 호가하는 선박가격을 생각하면 군중심리를 추종하는 선주들을 이해하기 어렵다. 그러나 군중심리를 따라가면 몇 가지 장점이 있다. 복잡한 의사결정을 내릴 필요가 없고 무리를 이루면 심리적인 안정감도 생긴다. 게다가 매일같이 해운업 상황을 전망한다고 하더라도 사이클 저점, 고점을 맞춘다는 보장도 없다. 그보다는 바로 옆의 경쟁업체가 선박을 계속 발주하는지, 운임을 올리는지 눈치 보면서 따라가는 전략이 더 편할 수 있다.

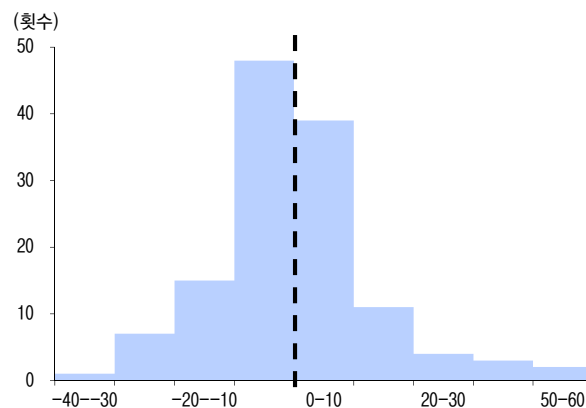
Appendix II: 데이터 북

그림82 추세추종전략 수익률 분포: 1개월 이동평균선 사용



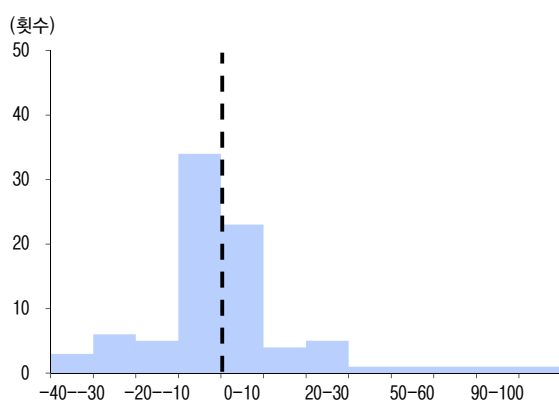
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림83 추세추종전략 수익률 분포: 3개월 이동평균선 사용



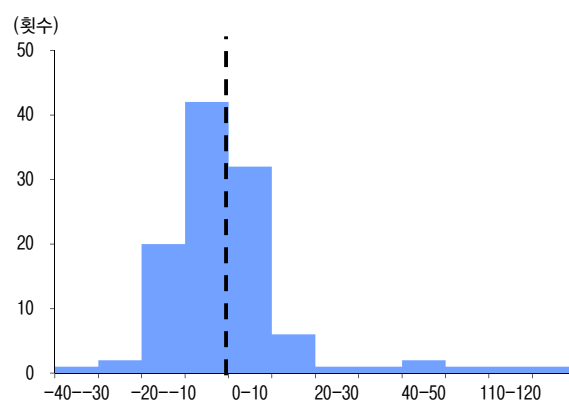
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림84 추세추종전략 수익률 분포: 6개월 이동평균선 사용



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림85 추세추종전략 수익률 분포: 12개월 이동평균선 사용



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

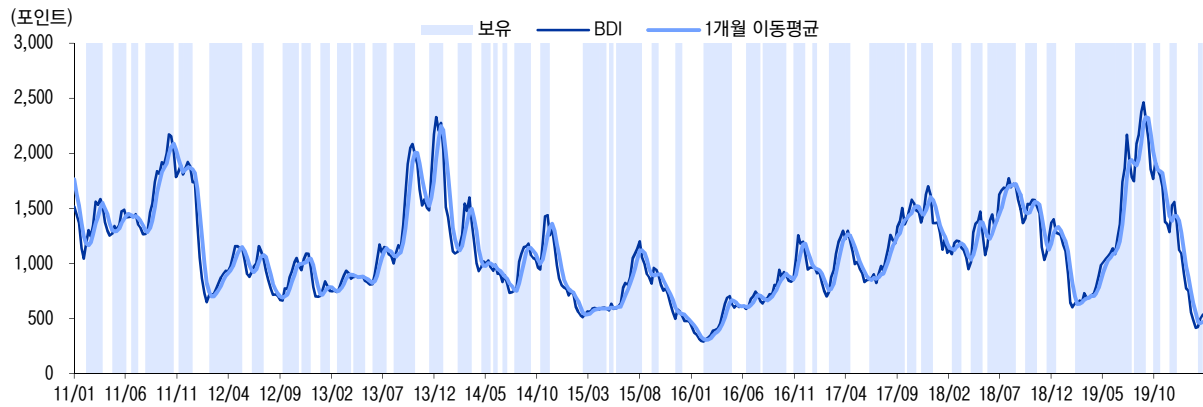
표7 추세추종 전략 결과표 : 이동평균선이 길어지면 승률은 ↓ 손익비 ↑

구분	1개월	3개월	6개월	12개월
이익 횟수	129	59	37	45
손실 횟수	146	71	48	65
베팅 횟수	275	130	85	110
승률	47%	45%	44%	41%
평균적인 이익 (%)	8.1	10.3	17.5	15.0
평균적인 손실 (%)	-6.3	-8.5	-10.1	-7.9
손익비 (평균적인 이익/평균적인 손실)	1.3	1.2	1.7	1.9

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

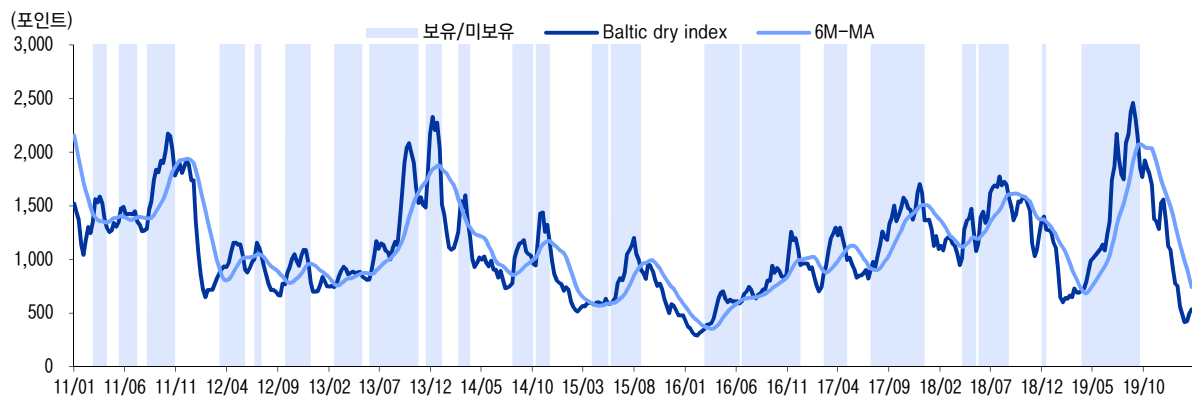
주) 벌크선사 5개 기업 : D/S Norden, Star Bulk Carriers, Diana Shipping, Pan Ocean, Wisdom Marine Lines

그림86 이동평균 추세추종 전략 보유시점: 1개월 이동평균선



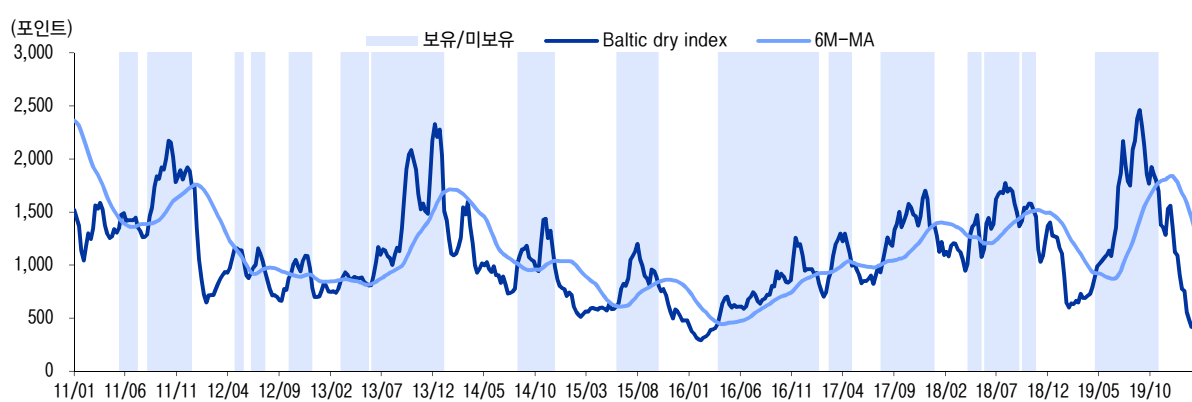
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림87 이동평균 추세추종 전략 보유시점: 3개월 이동평균선



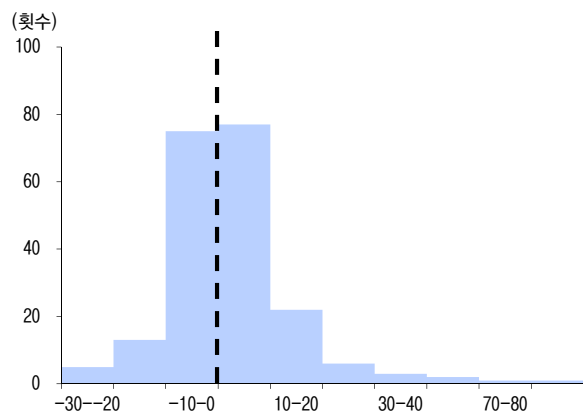
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림88 이동평균 추세추종 전략 보유시점: 6개월 이동평균선



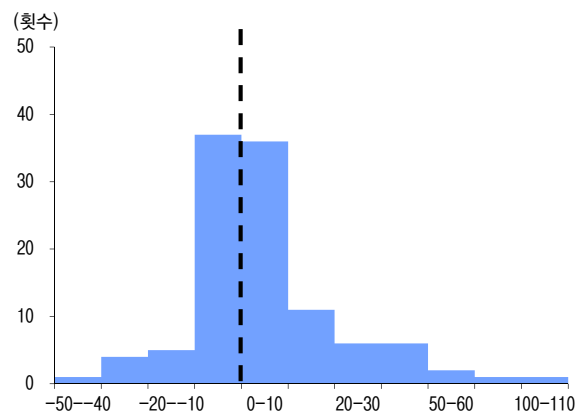
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림89 1개월뒤 BDI 사용전략 수익률 분포



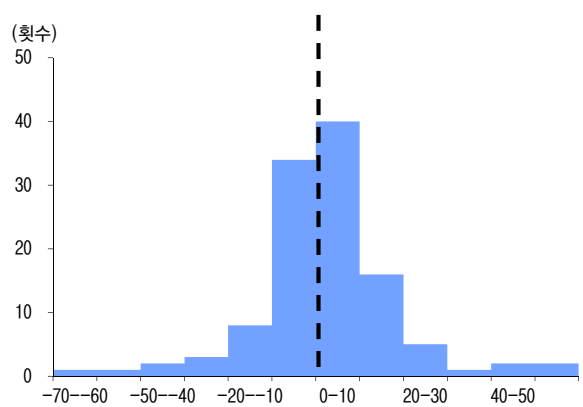
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림90 3개월뒤 BDI 사용전략 수익률 분포



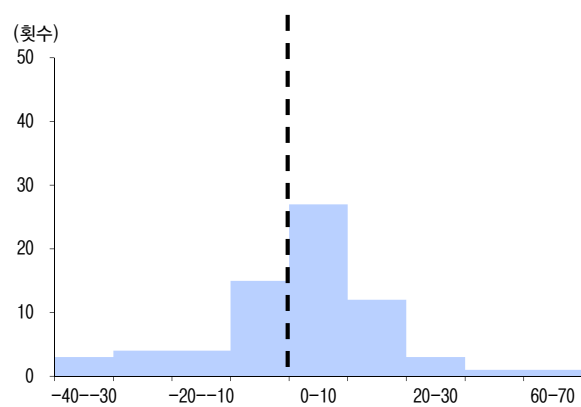
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림91 6개월뒤 BDI 사용전략 수익률 분포



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림92 12개월뒤 BDI 사용전략 수익률 분포



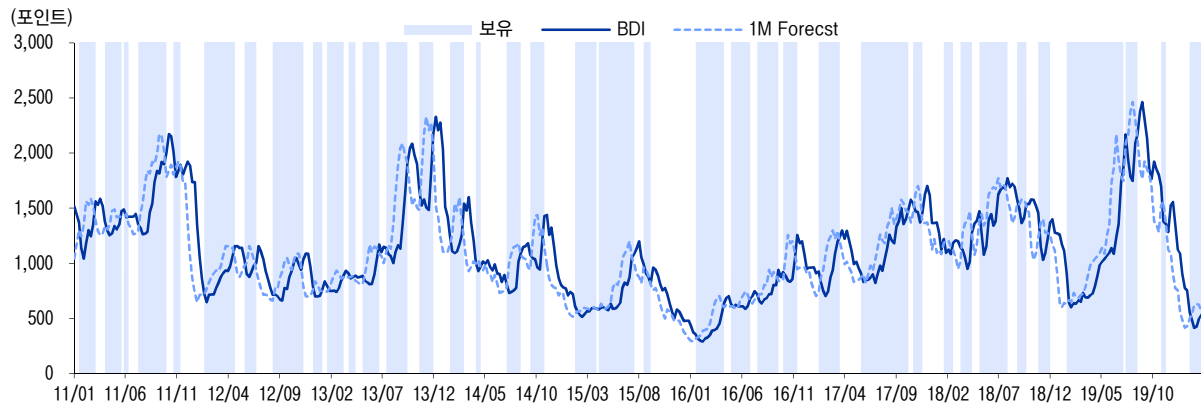
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표8 미래 BDI 전망을 활용한 투자전략

구분	1개월	3개월	6개월	12개월
이익 횟수	112	63	66	44
손실 횟수	93	47	49	26
베팅 횟수	205	110	115	70
승률	55%	57%	57%	63%
평균적인 이익 (%)	10.5	15.6	11.6	10.4
평균적인 손실 (%)	-6.0	-7.8	-11.3	-12.4
손익비 (평균적인 이익/평균적인 손실)	1.8	2.0	1.0	0.8

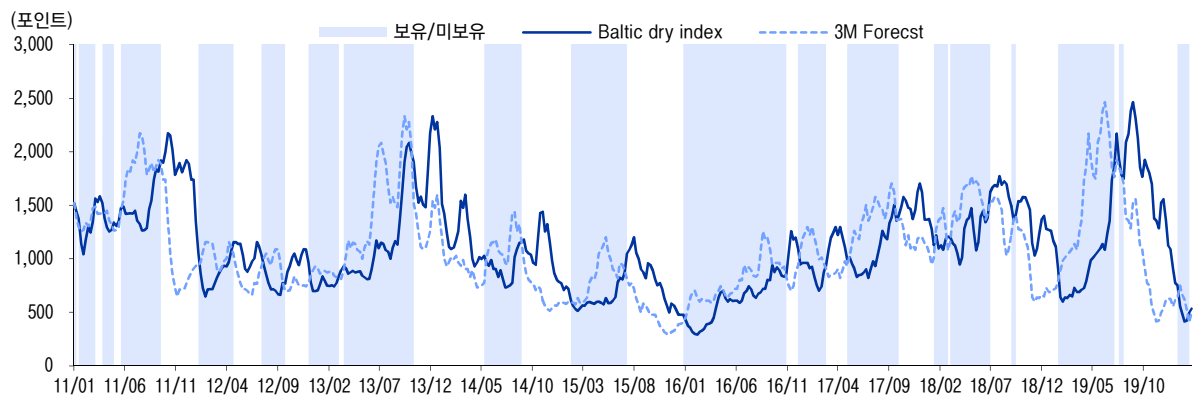
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림93 1개월뒤 BDI 사용전략 보유시점



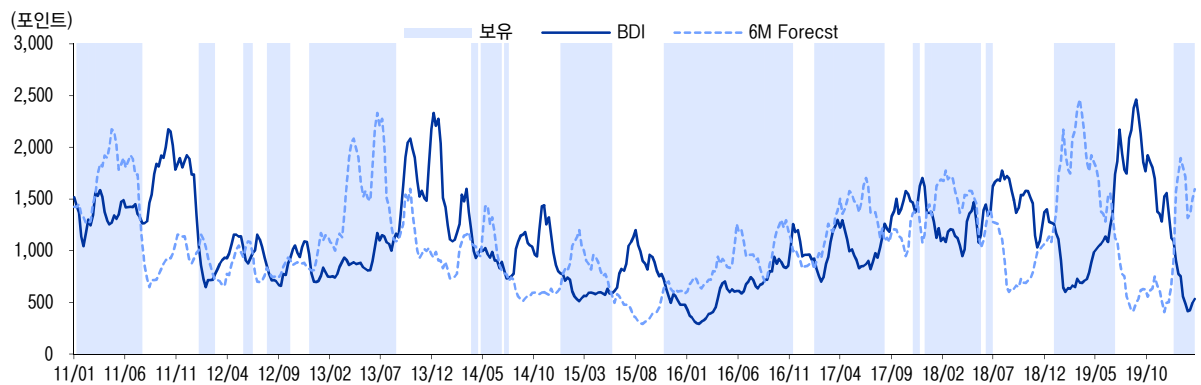
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림94 3개월뒤 BDI 사용전략 보유시점



자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림95 6개월뒤 BDI 사용전략 보유시점



자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

기업분석

HMM (011200)	52
팬오션 (028670)	58

Universe		
종목명	투자판단	목표주가
HMM	Buy (신규)	52,000 원(신규)
팬오션	Buy (신규)	9,000 원(신규)

HMM(011200)

2021. 8. 3

운송

후래자삼배, 저는 마시겠습니다

Analyst 나민식, CFA

02. 3779-8754

minsik@ebestsec.co.kr

1Q22 운임 피크아웃 가정

2021 년 매출액은 11 조 7,621 억원(+83% YoY), 영업이익은 5 조 6,769 억원(+478% YoY, OPM 48.3%)를 전망한다. 컨센서스 대비 매출액은 +5.8%, 영업이익은 +12.7% 높은 추정치다. 이는 1Q22 까지 컨테이너 단가 상승을 반영했기 때문이다. 미국 내륙운송에 차질이 발생하면서 항만적체 현상이 2022 년까지 이어질 것으로 예상된다. 추정기간인 2022 년까지 컨테이너 운임선단에는 큰 변화가 없을 것으로 예상된다. 최근 발주한 13,000TEU 컨테이너 선박 12 척은 2024 년 인도 예정이다. 또한 자본확충 및 수익성 극대화 목적으로 공격적인 중고선박 매입이나 용선확충은 없을 것이라 판단한다.

동종업체 대비 프리미엄은 타당

목표주가 52,000 원 투자 의견 매수로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 희석 BPS 18,601 원(2Q22)에 Target PBR 2.8 배를 적용했다. 운임상승이 2022 년까지 이어질 것으로 전망하여 2Q22 시점의 희석 BPS 를 사용했다. Target PBR 2.8 배는 동종업체 평균 PBR 2.2 배 대비해서 +30%프리미엄을 매겼다. 2021 년 HMM 영업이익률은 48.3%(vs. 업계평균 35.8%)가 예상되어 프리미엄은 타당하다. 동사와 비슷한 Evergreen 역시 2021 년 영업이익률 52.6%에 PBR 2.8 배에 거래되고 있는 만큼 Target PBR 2.8 배 적용에는 무리가 없다고 판단한다.

CB/BW 전환이슈

영업 외적인 부분에서 주가에 중요한 변수는 CB/BW 전환이슈다. 만약 전부 전환하지 않는다면 목표주가는 67,000 원까지 내다볼 수 있다. 반대로 0% 전환을 가정하면 목표주가는 27,000 원까지 내려간다. 필자는 산업은행이 시세차익과 매각까지 모두 가능한 중간 수준에서 전환할 것이라 생각한다. 구체적으로 현재 보유한 신증자본증권 20%가 전환될 것을 가정하고 희석 BPS 를 산출했다. 20% 전환할 경우 산업은행 지분은 약 45%에서 유지가 된다.

Buy (Initiate)

목표주가 52,000 원

현재주가 38,650 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

Stock Data

KOSPI(8/2)	3,223.04 pt
시가총액	156,684 억원
발행주식수	405,392 천주
액면가	5,000 원
52 주 최고가 / 최저가	5,340/50,600 원
90 일 일평균거래대금	4,474 억원
외국인 지분율	9.4%
배당수익률(21.12E)	0.0%
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -11.9
	6개월 171.0
	12개월 514.0
주주구성	한국산업은행 28.4%
	신용보증기금 6.1%
	국민연금공단 5.3%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2019	5,513	-300	-587	-590	-1,872	적지	205	-1.9	27.9	1.0	-55.5
2020	6,413	981	128	124	386	흑전	1,567	36.2	6.5	2.7	8.9
2021E	11,762	5,677	4,531	4,397	4,201	3,371.1	6,583	9.2	2.9	3.0	105.3
2022E	13,018	6,315	5,937	5,194	5,067	-26.1	7,934	7.6	2.1	1.7	56.1

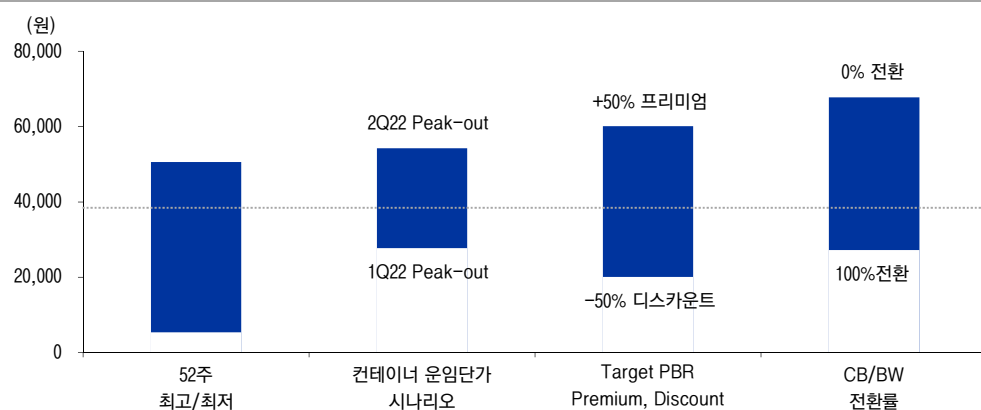
자료: HMM, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표9 목표주가 산출 내역

구분	HMM	비고
순자산 (십억원)	9,846	2Q22 기준
회석 주식수 (천주)	529,322	CB/BW 20%전환가정
회석 BPS (원)	18,601	2Q22 기준
Target PBR (배)	2.8	업계평균대비 프리미엄 +30%
목표주가 (원)	52,000	
현재주가 (원)	38,650	
상승여력 (%)	+35%	

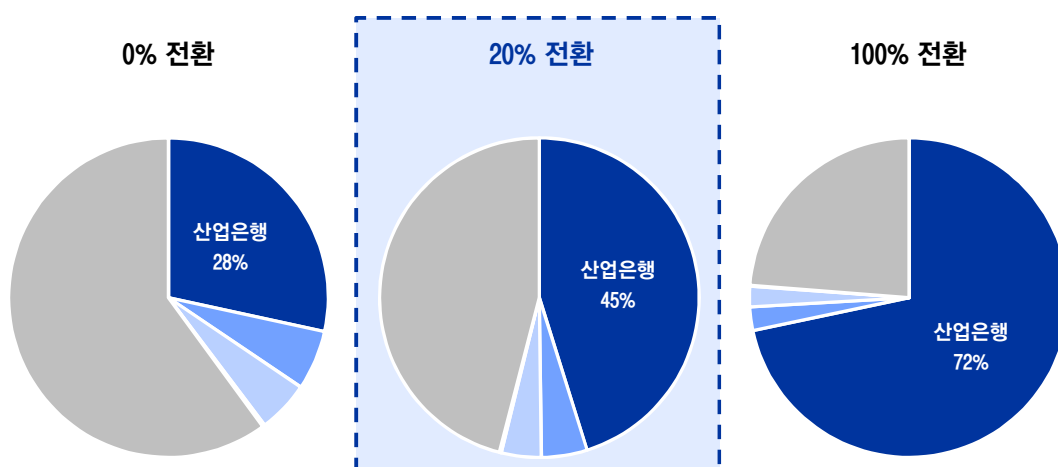
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림96 목표주가에 중요변수 3가지: ① Peak-out 시점 ② PBR 프리미엄/디스카운트 ③ CB/BW



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림97 CB/BW 전환은 20%를 가정 → 시세차익&매각용이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표10 주요가정 내역

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E
운임 (USD/TEU)	1,051	1,093	1,242	1,522	2,166	2,382	2,600	2,800	3,000	2,800	2,600	2,400
물동량 (천 TEU)	885	895	1,044	1,068	938	989	989	989	989	989	989	989
회석주식수 (천 주)	318,410	318,410	326,726	326,726	344,916	529,322	529,322	529,322	529,322	529,322	529,322	529,322
발행예정주식	546,480	689,821	679,647	698,324	680,133	495,726	495,726	495,726	495,726	495,726	495,726	495,726
총발행가능주식	864,890	1,008,231	1,006,373	1,025,050	1,025,048	1,025,048	1,025,048	1,025,048	1,025,048	1,025,048	1,025,048	1,025,048

자료: HMM, 이베스트투자증권 리서치센터

표11 HMM 분기 실적 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E
매출액	1,313	1,375	1,718	2,007	2,428	2,821	3,142	3,371	3,594	3,369	3,142	2,914
컨테이너	1,110	1,194	1,541	1,817	2,261	2,641	2,958	3,185	3,413	3,185	2,958	2,730
벌크	153	136	133	120	129	130	134	134	134	134	134	134
기타	50	45	45	70	38	49	50	52	47	50	50	50
매출원가	1,238	1,168	1,368	1,355	1,329	1,411	1,312	1,487	1,562	1,498	1,496	1,496
항화물비	615	641	744	749	685	728	669	810	779	730	735	735
용선료	355	297	348	328	338	338	338	338	441	441	441	441
연료비	153	99	129	137	166	205	155	191	196	183	178	180
감가상각비	85	97	112	106	104	105	115	112	110	108	106	104
기타	28	34	36	35	37	36	36	36	36	36	36	36
매출총이익	75	207	350	651	1,099	1,410	1,830	1,884	2,032	1,871	1,645	1,418
매출총이익률(%)	5.7	15.1	20.4	32.5	45.3	50.0	58.2	55.9	56.5	55.5	52.4	48.7
판매비와관리비	77	68	73	84	79	141	157	169	180	168	157	146
영업이익	(2)	139	277	567	1,019	1,269	1,673	1,716	1,852	1,703	1,488	1,272
영업이익률(%)	-0.2	10.1	16.1	28.3	42.0	45.0	53.2	50.9	51.5	50.5	47.4	43.7
영업외수익	119	13	46	329	183	0	0	0	0	0	0	0
영업외비용	182	123	296	758	1,046	94	94	94	94	94	94	94
법인세비용	1	1	2	1	1	35	47	49	53	48	348	294
당기순이익	(66)	28	25	137	155	1,139	1,531	1,573	1,705	1,560	1,045	883
당기순이익률(%)	-5.0	2.0	1.4	6.8	6.4	40.4	48.7	46.7	47.4	46.3	33.3	30.3
회석 EPS(원)	(206)	88	75	419	449	2,152	2,893	2,971	3,221	2,947	1,975	1,669
회석 BPS(원)	3,258	5,423	5,182	5,168	6,212	6,727	9,580	12,512	15,694	18,601	20,536	22,165
매출액 성장률(YoY)	-0.2	-1.6	18.7	48.4	84.9	105.1	82.8	68.0	48.0	19.4	0.0	-13.6
영업이익 성장률(YoY)	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	814.6	503.8	202.6	81.7	34.2	-11.0	-25.9
순이익 성장률(YoY)	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	3,947.1	6,119.0	1,049.7	1,000.3	36.9	-31.7	-43.8

자료: HMM, 이베스트투자증권 리서치센터

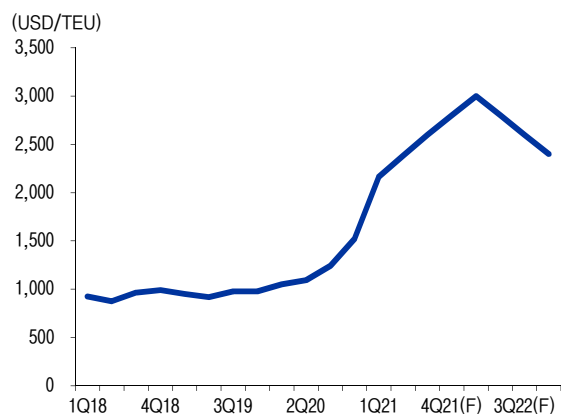
주: K-IFRS 연결기준

표12 HMM 실적 테이블 – 연간

(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	5,222	5,513	6,413	11,762	13,018
컨테이너	4,613	4,768	5,661	11,045	12,287
벌크	421	545	542	527	535
기타	188	200	209	190	197
매출원가	5,499	5,517	5,129	5,539	6,052
항화물비	2,887	2,952	2,749	2,892	2,979
용선료	1,732	1,429	1,328	1,351	1,764
연료비	726	557	518	716	737
감가상각비	55	430	400	436	428
기타	99	149	133	145	144
매출총이익	(277)	(4)	1,284	6,223	6,966
매출총이익률(%)	-5.3	-0.1	20.0	52.9	53.5
판매비와관리비	282	296	304	546	651
영업이익	(559)	(300)	981	5,677	6,315
영업이익률(%)	-10.7	-5.4	15.3	48.3	48.5
영업외수익	292	360	507	183	0
영업외비용	512	647	1,360	1,329	377
법인세비용	12	3	4	133	744
당기순이익	(791)	(590)	124	4,398	5,194
당기순이익률(%)	-15.1	-10.7	1.9	37.4	39.9
회석 EPS(원)	(1,128)	(684)	121	4,291	5,067
회석 BPS(원)	3,294	3,424	5,168	12,512	22,165
매출액 성장률(YoY)	3.9	5.6	16.3	83.4	10.7
영업이익 성장률(YoY)	적지	적지	흑전	478.8	11.2
순이익 성장률(YoY)	적지	적지	흑전	3447.7	18.1

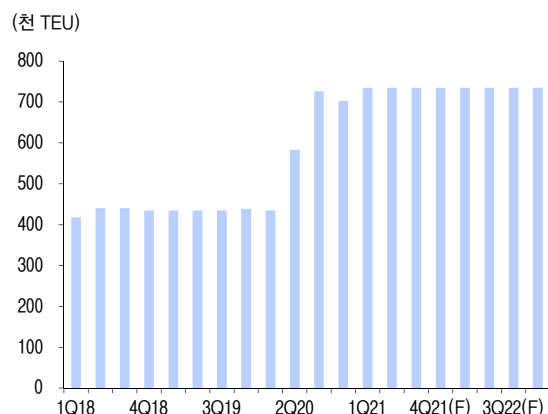
자료: HMM, 이베스트투자증권 리서치센터

그림98 HMM 컨테이너 단가 전망 → 1Q21 Peak-out



자료: HMM, 이베스트투자증권 리서치센터

그림99 HMM 적재량 전망: 선대규모에서 큰 변화 없음



자료: HMM, 이베스트투자증권 리서치센터

표13 동종업체 비교

		HMM	Maersk	COSCO	HLAG	Evergreen
매출액 (백만달러)	2019	4,732	38,890	21,797	14,114	6,169
	2020	5,445	39,740	24,846	14,583	7,033
	2021E	9,105	52,329	44,084	19,401	14,618
	2022E	8,509	47,588	37,192	17,469	12,258
영업이익 (백만달러)	2019	(257)	1,496	944	868	151
	2020	833	3,887	2,251	1,466	1,177
	2021E	3,735	12,833	12,437	6,245	7,682
	2022E	2,743	6,707	5,864	3,714	4,832
영업이익률 (%)	2019	-5.4	3.8	4.3	6.1	2.4
	2020	15.3	9.8	9.1	10.1	16.7
	2021E	41.0	24.5	28.2	32.2	52.6
	2022E	32.2	14.1	15.8	21.3	39.4
PBR (배)	2019	1.0	1.0	1.0	2.0	0.9
	2020	2.7	1.5	2.2	2.4	2.1
	2021E	2.7	1.5	1.3	3.0	2.8
	2022E	1.8	1.4	1.1	2.8	2.3
PER (배)	2019	-	63.2	25.7	37.1	620.0
	2020	135.4	15.5	9.7	17.4	8.0
	2021E	4.4	4.8	2.0	7.7	4.4
	2022E	10.3	9.7	4.6	13.0	6.7

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

HMM (011200)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	1,427	2,237	5,574	8,345	8,061
현금 및 현금성자산	645	1,141	3,212	6,098	5,755
매출채권 및 기타채권	523	657	953	824	832
재고자산	135	153	241	208	211
기타유동자산	124	287	1,168	1,215	1,265
비유동자산	5,733	7,136	9,522	11,840	13,685
관계기업투자등	345	459	494	514	535
유형자산	2,024	2,300	4,132	6,227	7,841
무형자산	92	108	50	56	62
자산총계	7,160	9,373	15,096	20,185	21,746
유동부채	1,684	2,881	3,616	3,511	3,521
매입채무 및 기타채무	558	519	798	690	697
단기금융부채	946	1,975	2,741	2,741	2,741
기타유동부채	180	386	77	80	83
비유동부채	4,386	4,804	4,815	4,816	4,816
장기금융부채	4,328	4,776	4,798	4,798	4,798
기타비유동부채	58	29	17	18	18
부채총계	6,070	7,685	8,431	8,326	8,337
지배주주지분	1,089	1,687	6,664	11,857	13,408
자본금	1,592	1,634	2,647	2,647	2,647
자본잉여금	1,609	1,567	2,207	2,207	2,207
이익잉여금	-4,477	-4,444	-584	4,610	6,160
비지배주주지분(연결)	1	1	1	1	1
자본총계	1,090	1,689	6,665	11,859	13,409

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	399	1,409	3,459	6,855	3,673
당기순이익(손실)	-590	124	4,397	5,194	1,550
비현금수익비용가감	786	1,499	349	1,620	2,139
유형자산감가상각비	505	586	906	1,619	2,138
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	21	-55	-557	1	1
영업활동 자산부채변동	224	-197	-125	41	-16
매출채권 감소(증가)	-64	-150	-237	129	-8
재고자산 감소(증가)	29	-26	-47	33	-2
매입채무 증가(감소)	113	-43	168	-108	7
기타자산, 부채변동	146	22	-9	-12	-13
투자활동 현금	-877	-2,034	-2,902	-3,969	-4,016
유형자산처분(취득)	-1,076	-1,824	-2,907	-3,714	-3,751
무형자산 감소(증가)	-16	-21	-6	-6	-6
투자자산 감소(증가)	14	14	-89	-52	-54
기타투자활동	201	-203	99	-197	-205
재무활동 현금	573	1,155	1,424	0	0
차입금의 증가(감소)	-313	499	-70	0	0
자본의 증가(감소)	-54	-88	1,424	0	0
배당금의 지급	54	88	0	0	0
기타재무활동	940	745	70	0	0
현금의 증가	82	496	2,071	2,886	-343
기초현금	563	645	1,141	3,212	6,098
기말현금	645	1,141	3,212	6,098	5,755

자료: HMM, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	5,513	6,413	11,762	13,018	13,148
매출원가	5,517	5,129	5,539	6,052	10,515
매출총이익	-4	1,284	6,223	6,966	2,633
판매비 및 관리비	296	304	546	651	657
영업이익	-300	981	5,677	6,315	1,976
(EBITDA)	205	1,567	6,583	7,934	4,114
금융손익	-371	-534	-291	-378	-378
이자비용	407	414	378	378	378
관계기업등 투자손익	1	9	20	0	0
기타영업외손익	83	-328	-874	0	0
세전계속사업이익	-587	128	4,531	5,937	1,598
계속사업법인세비용	3	4	133	744	48
계속사업이익	-590	124	4,397	5,194	1,550
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-590	124	4,397	5,194	1,550
지배주주	-590	124	4,397	5,194	1,550
총포괄이익	-603	-31	3,861	5,194	1,550
매출총이익률 (%)	-0.1	20.0	52.9	53.5	20.0
영업이익률 (%)	-5.4	15.3	48.3	48.5	15.0
EBITDA 마진률 (%)	3.7	24.4	56.0	60.9	31.3
당기순이익률 (%)	-10.7	1.9	37.4	39.9	11.8
ROA (%)	-10.5	1.5	35.9	29.4	7.4
ROE (%)	-55.5	8.9	105.3	56.1	12.3
ROIC (%)	-5.8	15.7	66.8	51.0	14.9

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	-1.9	36.2	9.2	7.6	13.1
P/B	1.0	2.7	3.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	27.9	6.5	2.9	2.1	4.0
P/CF	5.7	2.8	2.7	3.0	5.5
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	5.6	16.3	83.4	10.7	1.0
영업이익	적지	흑전	478.8	11.2	-68.7
세전이익	적지	흑전	3,445.5	31.0	-73.1
당기순이익	적지	흑전	3,447.2	18.1	-70.1
EPS	적지	흑전	3,371.1	-26.1	-70.1
안정성 (%)					
부채비율	556.7	455.1	126.5	70.2	62.2
유동비율	84.8	77.7	154.1	237.7	229.0
순차입금/자기자본(x)	422.3	330.5	53.1	5.3	7.0
영업이익/금융비용(x)	-0.7	2.4	15.0	16.7	5.2
총차입금 (십억원)	5,274	6,751	7,539	7,539	7,539
순차입금 (십억원)	4,604	5,580	3,541	623	933
주당지표(원)					
EPS	-1,872	386	4,291	5,067	2,953
BPS	3,420	5,164	12,512	22,165	25,536
CFPS	623	5,054	14,455	12,976	7,026
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

팬오션 (028670)

BDI상승&운영선대 확장

2021. 8. 3

운송

Analyst 나민식, CFA

02. 3779-8754

minsik@ebestsec.co.kr

2Q21 Preview: 운영선대 확장효과가 기대되는 시점

2Q21 매출액 9,073 억원(+32.8% YoY) 영업이익 912 억원(+41.9% YoY, OPM 10%) 컨센서스에 부합하는 실적을 전망한다. 매출액 성장 배경에는 BDI 상승과 운영선대를 기존 217 대(4Q20)에서 254 대(1Q21)으로 공격적으로 확장했기 때문이다. 2Q21 평균 BDI 는 3,182 포인트로 직전분기대비 13.9% 상승하면서 운영선대를 확장한 효과가 예상된다. 아쉬운 부분은 연료비 상승이다. 강한 원자재 상승과 함께 2Q21 선박용 연료유 평균가격은 393 달러/톤(+6% QoQ)상승했다. 운영선대 확장 때문에 2Q21 동사의 연료비는 1,831 억원(+18.0% QoQ)을 추산한다.

향후 BDI 역시 긍정적

계속되는 중국-호주간 갈등으로 브라질 철광석 수출물량이 증가하고 있다. 브라질의 6 월 철광석 수출물량은 3,368 만톤(+33.7% YoY), 호주 6 월 철광석 수출물량은 7,539 만톤(-1.4% YoY)를 기록했다. 브라질 철광석 수출물량 증가세가 매섭다. 브라질 수출물량 증가는 중국까지 톤마일(Tonmile)을 증가시켜 물동량을 증가시키는 요인이 된다. 또한 여전히 벌크선 수주잔량은 5.7%를 기록했다. 선주들의 소극적인 발주상황을 감안하면 향후 BDI 역시 상승이 기대된다.

Valuation

목표주가 9,000 원 투자자의견 매수로 커버리지를 개시한다. BPS 5,897 원(2Q22)에 Target PBR 1.5 배를 적용해서 산출했다. Target PBR 1.5 배는 업계평균대비 +30%프리미엄을 적용한 값이다. 운영선대 확장으로 매출액, 영업이익이 기대되는 국면이라 프리미엄을 적용했다.

Buy (Initiate)

목표주가 9,000 원

현재주가 7,340 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

Stock Data

KOSPI(8/2)	3,223.04 pt
시가총액	39,237 억원
발행주식수	534,570 천주
액면가	1,000 원
52 주 최고가 / 최저가	3,275/8,770 원
90 일 일평균거래대금	794 억원
외국인 지분율	10.5%
배당수익률(21.12E)	0.7%
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -10.2
	6개월 53.7
	12개월 65.5
주주구성	하림지주 (외 16인) 54.8%
	국민연금공단 8.1%
	팬오션우리사주 0.0%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2019	2,468	210	148	148	284	-0.4	413	16.0	8.2	0.8	5.5
2020	2,497	225	92	91	173	-39.1	453	29.0	8.6	1.0	3.3
2021E	3,433	299	260	255	478	176.0	489	15.4	11.3	1.3	8.7
2022E	4,098	328	265	260	486	1.8	583	15.1	9.1	1.2	8.2

자료: 팬오션, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표14 목표주가 산출 내역

구분	HMM	비고
순자산 (십억원)	3,152	2Q22 기준
회석 주식수 (천주)	534,570	
회석 BPS (원)	5,897	2Q22 기준
Target PBR (배)	1.5	업계평균대비 프리미엄 +30%
목표주가 (원)	9,000	
현재주가 (원)	7,340	
상승여력 (%)	+22.6	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림100 BDI 추이



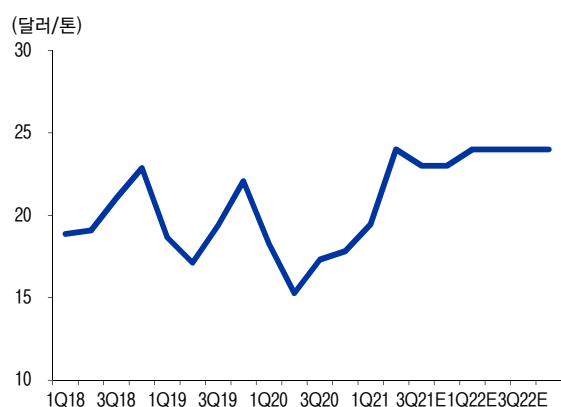
자료: HMM, 이베스트투자증권 리서치센터

그림101 석박용 연료유 가격



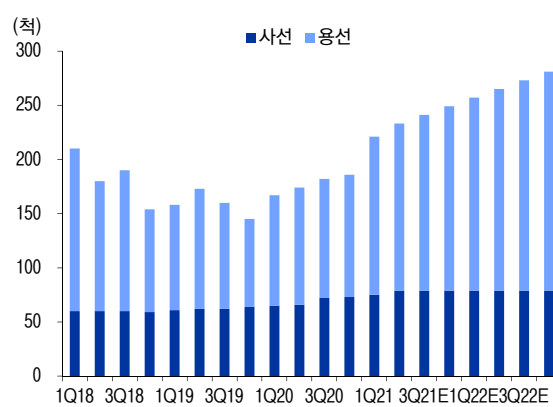
자료: HMM, 이베스트투자증권 리서치센터

그림102 팬오션 벌크단가 추이&전망



자료: HMM, 이베스트투자증권 리서치센터

그림103 운영선대 추이&전망



자료: HMM, 이베스트투자증권 리서치센터

표15 주요가정 내역

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E
벌크 단가(달러/톤)	18	15	17	18	19	24	23	23	24	24	24	24
벌크 물동량(만톤)	1,984	2,219	2,129	2,377	2,270	2,585	2,672	2,759	2,836	2,914	2,991	3,069
벌크선 (척수)	167	174	182	186	221	233	241	249	257	265	273	281
사선	65	66	72	73	75	79	79	79	79	79	79	79
용선	102	108	110	113	146	154	162	170	178	186	194	202

자료: 팬오션, 이베스트투자증권 리서치센터

표16 팬오션 분기실적 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E
매출액	559	683	634	621	680	907	913	933	993	1,015	1,034	1,055
해운	531	526	532	573	606	815	835	861	914	935	956	978
곡물	32	169	124	51	80	103	88	80	88	89	86	86
기타	38	50	60	55	47	53	53	52	51	52	52	52
내부거래	(43)	(62)	(81)	(58)	(52)	(63)	(64)	(59)	(60)	(61)	(61)	(60)
영업비용	521	619	571	560	631	816	828	859	877	954	978	961
연료비	110	130	120	118	155	183	186	203	202	240	248	256
용선료	116	138	128	125	154	262	275	288	301	333	347	318
항화물비	83	99	92	90	94	112	114	117	122	125	128	131
기타비용	212	251	232	227	228	258	252	251	253	256	255	256
영업이익	38	64	63	60	49	91	85	74	116	61	56	95
영업이익률(%)	6.8	9.4	9.9	9.7	7.2	10.0	9.3	7.9	11.7	6.0	5.4	9.0
영업외수익	16	0	(1)	22	19	0	0	0	0	0	0	0
영업외비용	33	22	19	95	13	15	15	16	16	16	16	16
법인세비용	0	0	1	0	0	2	1	1	2	1	1	2
당기순이익	20	42	42	(14)	55	75	68	57	98	44	40	77
당기순이익률(%)	3.6	6.2	6.6	-2.2	8.0	8.3	7.5	6.1	9.9	4.4	3.8	7.3
EPS(원)	41	79	79	-26	102	141	128	108	184	84	75	145
BPS(원)	5,745	5,719	5,680	5,250	5,527	5,443	5,571	5,679	5,813	5,897	5,971	6,116
매출액 성장률(YoY)	4.5	8.1	(7.0)	0.3	21.7	32.8	43.9	50.3	46.1	11.9	13.2	13.1
영업이익 성장률(YoY)	(15.9)	27.3	(0.8)	17.7	29.4	41.9	35.4	23.0	137.2	(32.9)	(34.0)	27.8
순이익 성장률(YoY)	(29.1)	14.5	(23.1)	적전	174.0	77.2	62.3	흑전	79.9	(40.6)	(42.0)	34.9

자료: 팬오션, 이베스트투자증권 리서치센터

주: K-IFRS 연결기준,

주: 영업비용은 성격별 비용을 바탕으로 추산

표17 연간실적 전망

(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	2,668	2,468	2,497	3,433	4,098
해운	2,413	2,213	2,162	3,116	3,783
곡물	316	296	377	350	349
기타	112	132	202	205	208
(내부거래)	(172)	(172)	(244)	(238)	(242)
영업비용	2,464	2,258	2,272	3,134	3,770
연료비	583	540	478	728	945
용선료	738	582	508	979	1,299
항화물비	355	338	364	437	505
기타비용	788	798	922	990	1,021
영업이익	204	210	225	299	328
영업이익률(%)	7.6	8.5	9.0	8.7	8.0
영업외수익	18	22	36	19	0
영업외비용	73	84	170	59	63
법인세비용	0	1	1	4	5
당기순이익	149	148	91	255	260
당기순이익률(%)	5.6	6.0	3.6	7.4	6.3
EPS(원)	278	276	174	487	580
BPS(원)	4,977	5,424	5,250	5,679	6,116
매출액 성장률(YoY)	14.2	(7.5)	1.2	37.5	19.4
영업이익 성장률(YoY)	4.6	3.0	7.2	32.9	9.6
순이익 성장률(YoY)	5.4	(0.6)	(38.6)	181.3	1.8

자료: 팬오션, 이베스트투자증권 리서치센터

표18 동종업체 비교

		PanOcean	D/S Norden	Star Bulk Carriers	Diana Shipping	Wisdom marine
매출액	2019	2,118	2,584	821	221	448
(백만달러)	2020	2,120	2,598	693	170	406
	2021E	2,648	2,919	993	202	593
	2022E	2,765	2,936	1,070	286	619
영업이익	2019	180	57	74	18	110
(백만달러)	2020	191	122	84	(7)	51
	2021E	252	184	500	50	222
	2022E	277	130	518	121	222
영업이익률	2019	8.5	2.2	9.0	8.0	24.6
(%)	2020	9.0	4.7	12.1	(4.2)	12.5
	2021E	9.5	6.3	50.3	24.5	37.4
	2022E	10.0	4.4	48.4	42.1	35.9
PBR	2019	0.8	0.7	0.7	0.6	0.7
(배)	2020	1.0	0.8	0.6	0.5	0.7
	2021E	1.3	1.1	1.1	0.8	1.8
	2022 E	1.2	1.1	1.0	0.7	1.7
PER	2019	16.0	33.4	-	-	8.7
(배)	2020	29.0	8.2	70.0	-	163.0
	2021E	16.0	7.3	3.5	9.4	14.1
	2022E	14.9	10.5	4.0	2.8	10.9

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	680	663	766	986	1,224
현금 및 현금성자산	255	238	119	285	506
매출채권 및 기타채권	135	152	221	250	253
재고자산	65	57	93	105	106
기타유동자산	224	216	332	346	360
비유동자산	3,775	3,997	4,355	4,407	4,456
관계기업투자등	14	90	133	138	144
유형자산	3,737	3,873	4,179	4,225	4,269
무형자산	8	7	6	5	4
자산총계	4,454	4,659	5,121	5,393	5,681
유동부채	709	604	740	778	782
매입채무 및 기타채무	136	156	277	313	316
단기금융부채	444	264	428	428	428
기타유동부채	128	184	35	36	38
비유동부채	846	1,248	1,345	1,346	1,347
장기금융부채	817	1,225	1,321	1,321	1,321
기타비유동부채	29	23	24	25	26
부채총계	1,555	1,853	2,085	2,124	2,130
지배주주지분	2,886	2,807	3,035	3,269	3,551
자본금	535	535	535	535	535
자본잉여금	1,942	1,942	1,942	1,942	1,942
이익잉여금	236	329	557	791	1,073
비지배주주지분(연결)	13	0	0	0	0
자본총계	2,900	2,807	3,035	3,269	3,551

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	405	470	109	501	557
당기순이익(손실)	148	91	255	260	309
비현금수익비용가감	272	374	-87	256	259
유형자산감가상각비	201	226	189	254	257
무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타현금수익비용	0	13	-277	1	1
영업활동 자산부채변동	51	54	-43	-15	-11
매출채권 감소(증가)	9	-27	-51	-29	-3
재고자산 감소(증가)	-2	5	-15	-12	-1
매입채무 증가(감소)	-15	28	29	36	3
기타자산, 부채변동	59	48	-7	-10	-10
투자활동 현금	-213	-337	-214	-309	-310
유형자산처분(취득)	-217	-271	-296	-300	-300
무형자산 감소(증가)	1	-1	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	0	-5	-7	-8
기타투자활동	3	-65	87	-1	-2
재무활동 현금	-152	-139	0	-27	-27
차입금의 증가(감소)	-152	-121	107	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	-27	-27	-27
배당금의 지급	0	0	27	27	27
기타재무활동	0	-18	-80	0	0
현금의 증가	47	-18	-118	165	221
기초현금	209	255	238	119	285
기말현금	255	238	119	285	506

자료: 팬오션, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	2,468	2,497	3,433	4,098	4,139
매출원가	2,180	2,193	3,029	3,643	3,635
매출총이익	288	304	404	455	504
판매비 및 관리비	78	79	105	127	127
영업이익	210	225	299	328	377
(EBITDA)	413	453	489	583	634
금융손익	-51	-57	-46	-63	-63
이자비용	55	41	46	63	63
관계기업등 투자손익	0	5	3	0	0
기타영업외손익	-11	-81	3	0	0
세전계속사업이익	148	92	260	265	314
계속사업법인세비용	1	1	4	5	4
계속사업이익	148	91	255	260	309
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	148	91	255	260	309
지배주주	152	93	255	260	309
총포괄이익	240	-79	255	260	309
매출총이익률 (%)	11.7	12.2	11.8	11.1	12.2
영업이익률 (%)	8.5	9.0	8.7	8.0	9.1
EBITDA 마진률 (%)	16.7	18.1	14.2	14.2	15.3
당기순이익률 (%)	6.0	3.6	7.4	6.3	7.5
ROA (%)	3.5	2.0	5.2	4.9	5.6
ROE (%)	5.5	3.3	8.7	8.2	9.1
ROIC (%)	5.7	5.7	7.0	7.1	8.1

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	16.0	29.0	15.4	15.1	12.7
P/B	0.8	1.0	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	8.2	8.6	11.3	9.1	8.1
P/CF	5.8	5.8	23.3	7.6	6.9
배당수익률 (%)	#VALUE!	1.0	0.7	0.7	0.7
성장성 (%)					
매출액	-7.5	1.2	37.5	19.4	1.0
영업이익	3.0	7.2	32.9	9.7	14.7
세전이익	-0.5	-38.0	182.4	2.2	18.2
당기순이익	-0.6	-38.6	181.5	1.8	19.0
EPS	-0.4	-39.1	176.0	1.8	19.0
안정성 (%)					
부채비율	53.6	66.0	68.7	65.0	60.0
유동비율	95.8	109.6	103.5	126.8	156.6
순차입금/자기자본(x)	33.5	43.2	52.0	43.2	33.5
영업이익/금융비용(x)	3.8	5.5	6.5	5.2	6.0
총차입금 (십억원)	1,261	1,490	1,749	1,749	1,749
순차입금 (십억원)	970	1,212	1,579	1,411	1,188
주당지표(원)					
EPS	284	173	478	486	579
BPS	5,400	5,250	5,678	6,114	6,643
CFPS	785	869	314	965	1,063
DPS	n/a	50	50	50	50

HMM 목표주가 추이		투자 의견 변동내역												
(원)	주가 목표주가	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
60,000		2021.08.03	신규	나민식										
50,000		2021.08.03	Buy	52,000										
40,000														
30,000														
20,000														
10,000														
0														
19/08														
20/02														
20/08														
21/02														

팬오션 목표주가 추이			투자 의견 변동내역											
(원)	주가	목표주가	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
						최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
10,000			2021.08.03	변경	나민식									
8,000			2021.08.03	Buy	9,000 원									
6,000														
4,000														
2,000														
0														
	19/08													
	20/02													
	20/08													
	21/02													

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 나민식)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자자가 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.8% 6.2%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자 의견 비율은 2020. 7. 1 ~ 2021. 6. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)