

2024. 9. 12

ESG솔루션

김영호
Senior Analyst
youngho52.kim@samsung.com

▶ AT A GLANCE

HMM (011200 KS, 16,490)		
투자 의견	BUY	
목표주가:	21,000원	27.3%
팬오션 (028670 KS, 3,405)		
투자 의견	BUY	
목표주가:	4,900원	43.9%
대한해운 (005880 KS, 1,787)		
투자 의견	BUY	
목표주가:	2,600원	45.5%

해운 (OVERWEIGHT)

견조한 운임이 약속한 호실적

- 운항 거리 증가에 따른 견조한 해상 운임으로 인해 3분기 국내 선사들은 큰 폭의 실적 개선세를 시현할 전망이다.
- 신조 발주 잔고 내 상당 부분이 교체 수요로 예상되며, 해상 운임과 폐선 간 역의 상관관계를 감안하면 공급 과잉 우려는 과도하다고 판단.
- 글로벌 peer 평균 multiple 하락을 반영하여 국내 선사들의 목표주가를 전반적으로 하향 조정하나, 과도한 디스카운트 구간이라고 판단하여 BUY 투자 의견 유지.

WHAT'S THE STORY?

운항 거리 증가에 따른 견조한 운임 지속: 8월 말 누적 기준 3Q24 평균 SCFI는 3,343포인트로 전년 동기 대비 232% 상승했으며, 평균 BDI 또한 1,836포인트로 67% 이상 높은 상황. 양대 운하 통행 차질에 따른 운항 거리 증가가 운임 상승의 주요 원인. 8월 누적 기준 파나마 운하와 수에즈 운하를 통과한 물동량이 각각 2.6억DWT, 4.9억DWT으로 전년 동기 대비 18%, 61% 감소. 반면 희망봉을 우회하는 화물량은 4Q23 월평균 1.2억 DWT 수준이었으나, 올해 들어서는 2억 DWT으로 65% 급증한 상황. 2024년 컨테이너 및 벌크 물동량은 각각 2.1억TEU, 56.7억DWT으로 전년 대비 5.2%, 2.2% 성장이 예상되는 한편, TEU-마일과 톤-마일은 전년 대비 각각 16.9%, 4.3% 증가하여 물동량 성장률을 상회할 것으로 전망되는 이유. 가톤 호수의 수위가 8월 기준 예년 평균 수준인 85피트를 회복하면서 파나마 운하의 통행량이 회복될 전망이다 (일평균 36척, 최대 흘수 50피트), 수에즈 운하의 경우 지정학적 리스크 해소 시점을 가늠할 수 없어 우회 운항에 따른 견조한 해상 운임 흐름은 당분간 이어질 것으로 판단.

과도한 공급 과잉 우려는 지양: 일각에서 우려하는 과잉 공급 이슈는 기우라고 판단되는데, 1) 대규모 신조 발주는 컨테이너 선에 국한되었으며, 2) 환경 규제 강화로 인한 교체 수요 성격이 강하고, 3) 업황 악화 시, 고령선을 중심으로 한 폐선이 증가할 것으로 판단되기 때문. 8월 기준 컨테이너 발주 잔고는 661만TEU로 전체 선복량의 22.2% 수준이나, 벌크선 발주 잔고는 1억 DWT 수준으로 전체 선복량의 10% 수준. 20년 이상 고령선 비중이 컨테이너 선의 경우 342만TEU로 전체 선복량의 11.4%에 달하며, 벌크선 또한 9,958만DWT으로 전체 선복량의 9.7% 수준. 따라서 발주량의 상당 부분이 추가적인 공급 증가를 야기하기 보다는 교체 수요로 판단. 또한 컨테이너 발주 잔고의 85%에 해당하는 582만TEU가 LNG, 메탄올, 암모니아 등 온실가스규제 대응을 위한 차세대 연료 추진선임을 감안하면, 현존 벙커 C유 기반 선복을 교체하면서 선복 증가는 제한적일 것으로 전망. 설령 운임 조정이 나타난다고 해도 최근 운임 강세로 부진했던 폐선 활동이 재개되면서 전체 선복량이 조정될 것으로 판단.

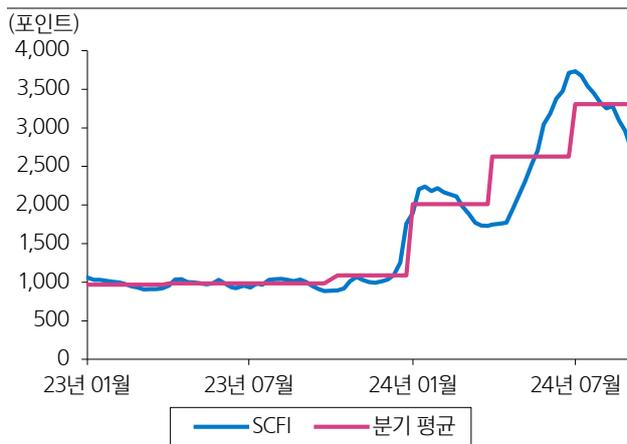
운임 강세로 선사들의 호실적 예상: 해상 운임 강세로 인해 3분기 선사들은 가파른 실적 개선세를 보일 것으로 전망. HMM의 영업이익이 1.4조원으로 전년 대비 18배 급증할 것으로 예상되며, 팬오션 또한 1,474억원으로 전년 대비 85.5% 증가하여 양사 모두 시장 컨센서스를 상회할 것으로 전망. 스팟 운임에 대한 민감도가 낮은 대한해운 정도만 751억원으로 전년 동기 수준의 실적을 달성할 것으로 판단.

호실적 전망에도 주가 약세 지속: 그럼에도 불구하고 국내 선사들의 주가는 하반기 들어 약세를 보이고 있는 상황. HMM이 2024E P/B 0.65배 수준에 거래 중이며, 팬오션과 대한해운의 주가 또한 각각 2024E P/B 0.34배, 0.28배 수준으로 글로벌 peer 평균 대비 디스카운트 거래 중. 상대적으로 부족한 주주 환원 정책이 주가 약세의 원인 중 하나라고 판단되는데, 2023년 주요 선사들의 자사주 소각을 포함한 배당성향은 평균 70%를 상회하고 있으나, 팬오션의 경우 18.6%에 그쳤으며, 대한해운은 무배당. HMM이 46.8%를 기록해 국내 선사 중 가장 높은 배당성향을 보였으나, 2023년 운임 급락으로 인한 배당 가능 이익 감소 때문. 순이익 10.1조원으로 사상 최대 실적을 거둔 2022년 동사는 총 5,868억원을 배당했으며, 성향은 5.8% 수준. 2023년 운임 하락으로 순이익이 9,686억원으로 2022년의 1/10에도 못 미쳤으나, 4,823억원을 배당하면서 배당성향 급상승. 공식적인 배당 정책이 없어 2024년 배당에 대한 추정이 어려우며 과거 트렌드를 감안하면 총액 관점에서 유지 수준에 그칠 가능성을 배제할 수 없는 상황.

각 사별 개별 이슈 또한 주가에 부담으로 작용하고 있는데, 팬오션의 경우, 2026년까지 별도 순이익의 15%~25%를 배당 가이드라인으로 제시하고 있으며, 최근 적극적인 투자 행보를 보였던 점을 감안하면 추가적인 주주 환원 강화는 미지수. 대한해운은 여전히 배당 정책이 없는 상황이며, 선박과 부동산 매각으로 대규모 차익이 기대는 되나, 자산 매각에 따른 사업 규모 축소가 불가피. HMM은 지난 10일 2030 중장기 투자 전략을 통해 2030년까지 23.5조원의 투자 계획을 발표. 선대 확보와 경쟁력 강화를 위한 투자는 긍정적이나, 6월 말 기준 현금 및 유동성 금융자산으로 보유 중인 13.6조원의 상당 부분이 투자 재원이 될 가능성이 높아 추가적인 밸류업 프로그램 제시는 미지수.

해운 섹터 OVERWEIGHT 의견 유지: 이익 추정치는 미세 조정에 그치나, 글로벌 peer 평균 multiple 하락을 반영하여 HMM의 목표주가를 21,000원(2024E 글로벌 컨테이너선사 peer 평균 multiple 0.84배 (Bloomberg) 적용)으로 16% 하향 조정하고, 팬오션의 목표주가 또한 4,900원(2024E 벌크선사 peer 평균 multiple 0.73배(Bloomberg)에 주주 환원 불확실성 discount 30% 적용)으로 12.5% 하향. 대한해운 또한 3년 평균 multiple 0.41배를 반영하여 목표주가를 2,600원으로 21.1% 하향 조정. 글로벌 평균 multiple 하락으로 전반적으로 목표주가를 하향 조정하나, 수에즈 운하 우회 지속으로 건조한 해상 운임 추세가 기대되고, 환경 규제 강화에 따른 선박 조정 또한 여전히 유효하다고 판단. 펀더멘털 대비 과도한 디스카운트 구간이라고 판단됨에 따라 국내 선사 3사에 대해 BUY 투자 의견을 유지하고, 해운 섹터 또한 OVERWEIGHT 의견을 유지.

SCFI 추이



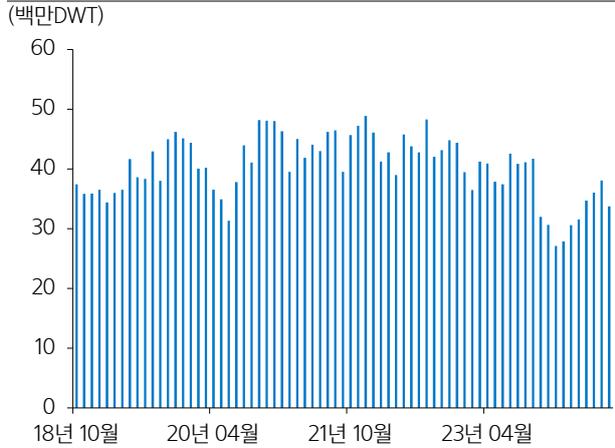
자료: Clarkson, Bloomberg, 삼성증권

BDI 추이



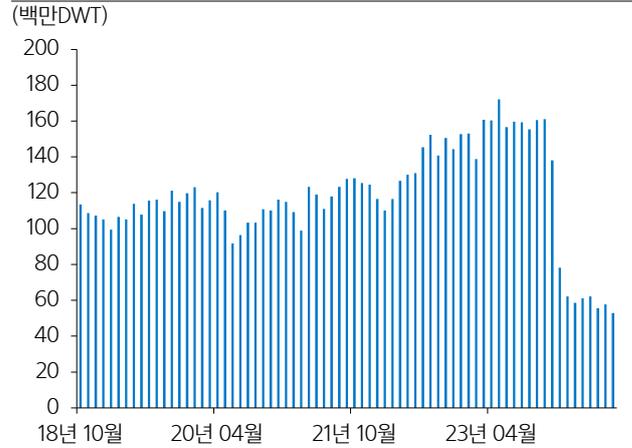
자료: Clarkson, Bloomberg, 삼성증권

파나마 운하 통행 화물량 추이



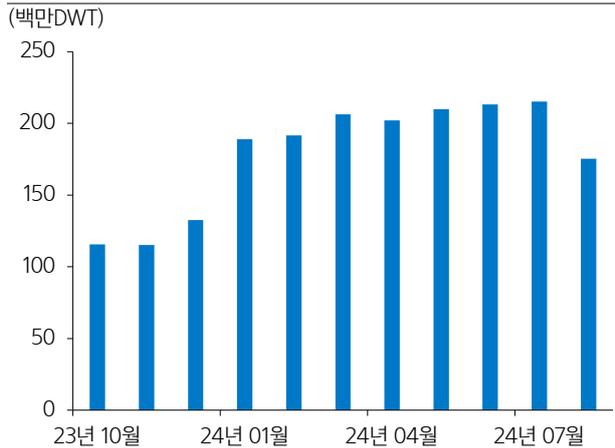
자료: Clarksons, 삼성증권

수에즈 운하 통행 화물량 추이



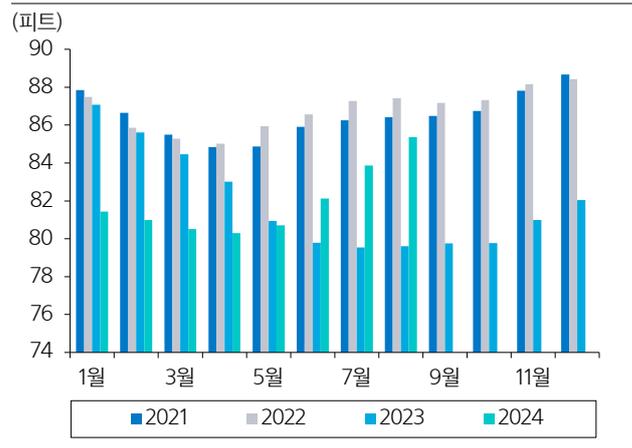
자료: Clarksons, 삼성증권

희망봉 우회 화물량 추이



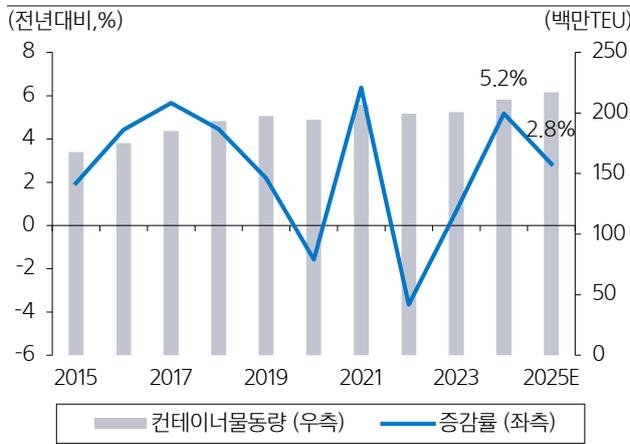
자료: Clarksons, 삼성증권

가튼 호수 수위 추이



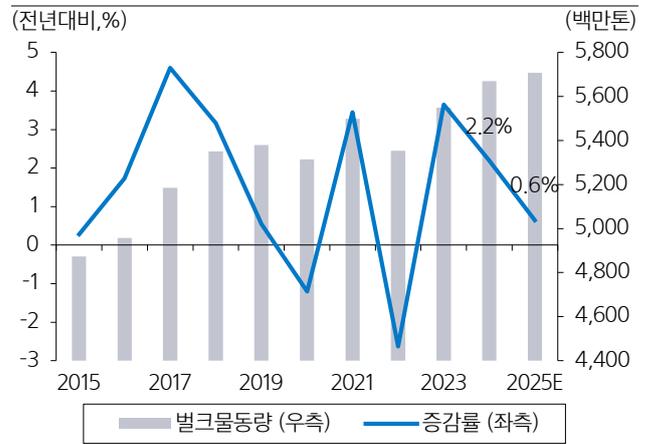
자료: Panama Canal Authority, 삼성증권

컨테이너 물동량 추이



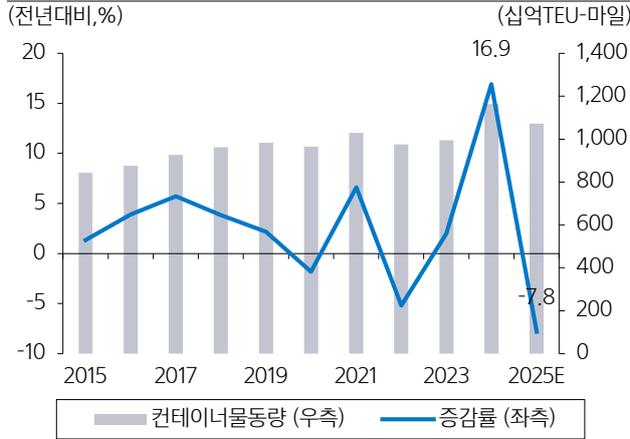
자료: Clarksons, 삼성증권

벌크 운임 및 폐선량 추이



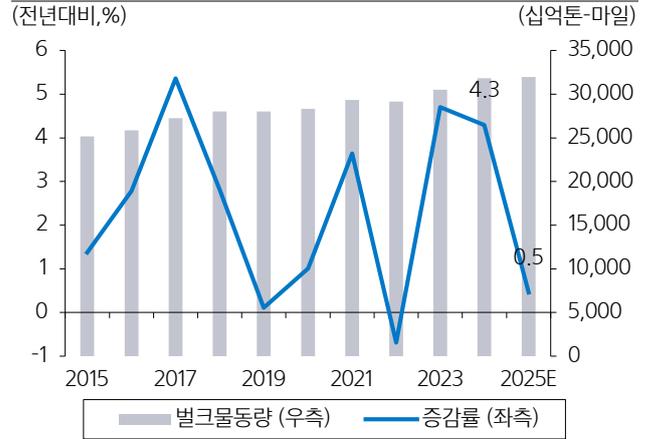
자료: Clarksons, 삼성증권

컨테이너 TEU-마일 추이



자료: Clarksons, 삼성증권

벌크 톤-마일 추이



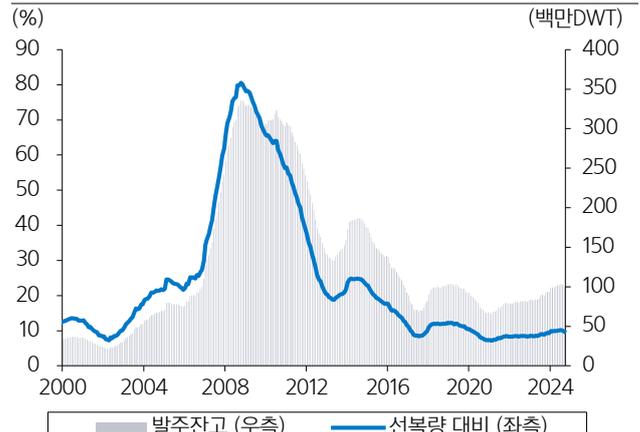
자료: Clarksons, 삼성증권

컨테이너 선박 발주 잔고 추이



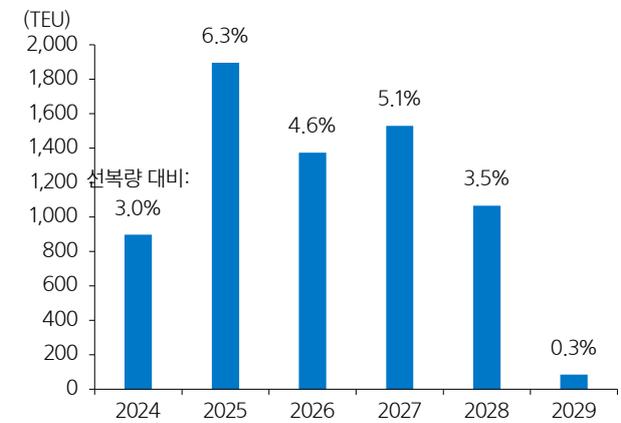
자료: Clarksons, 삼성증권

벌크 선박 발주 잔고 추이



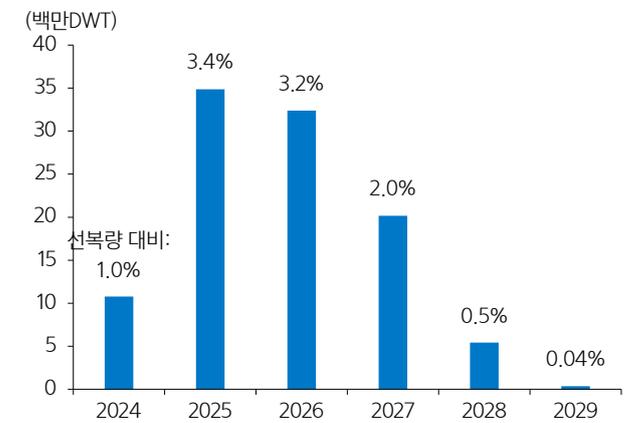
자료: Clarksons, 삼성증권

컨테이너선 인도 스케줄별 발주 잔량



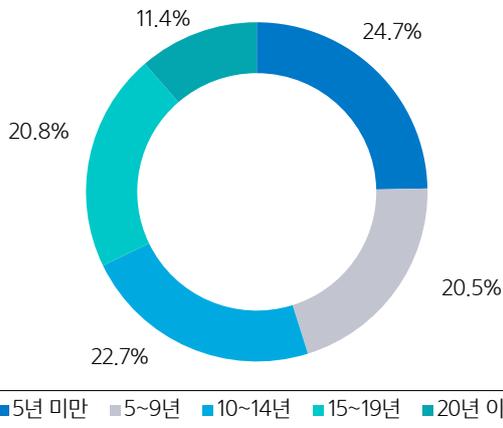
자료: Clarksons, 삼성증권

벌크선 인도 스케줄별 발주 잔량



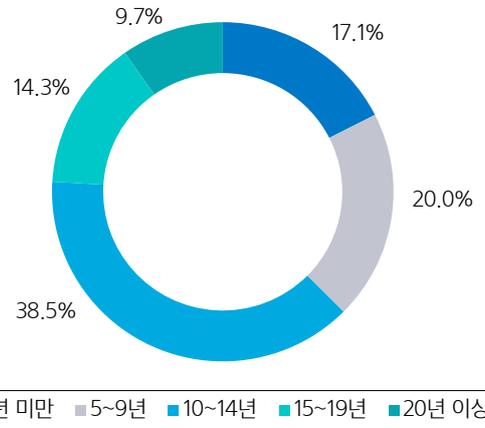
자료: Clarksons, 삼성증권

컨테이너선 선령별 비중



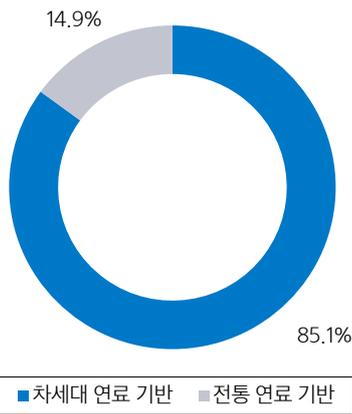
자료: Clarksons, 삼성증권

벌크선 선령별 비중



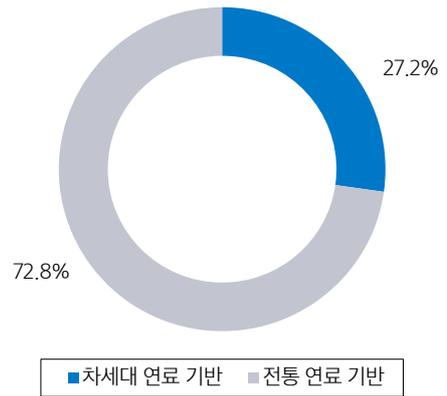
자료: Clarksons, 삼성증권

컨테이너선 발주 잔고 내 ECO십 비중



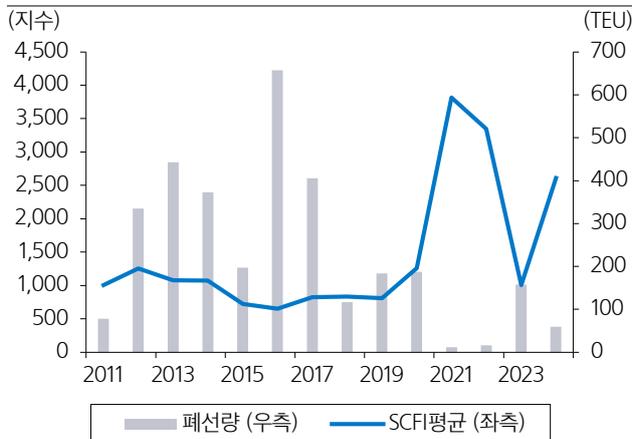
자료: Clarksons, 삼성증권

벌크선 발주 잔고 내 ECO십 비중



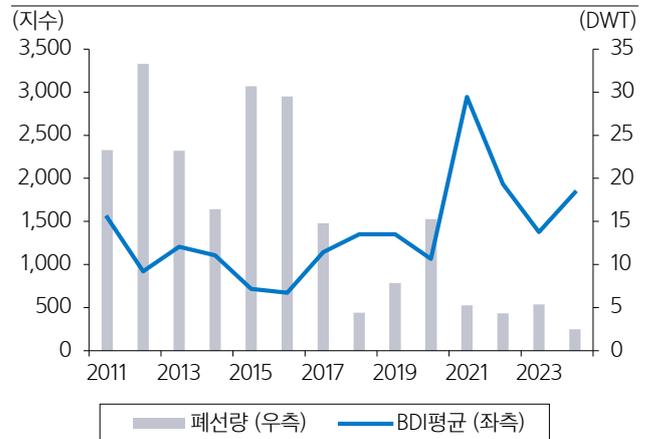
자료: Clarksons, 삼성증권

컨테이너 운임 및 폐선량 추이



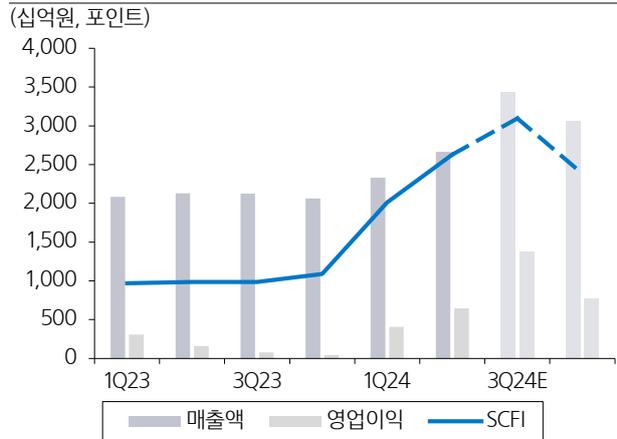
참고: 2024년은 8월 누계 기준
자료: Clarksons, Bloomberg, 삼성증권

벌크 운임 및 폐선량 추이



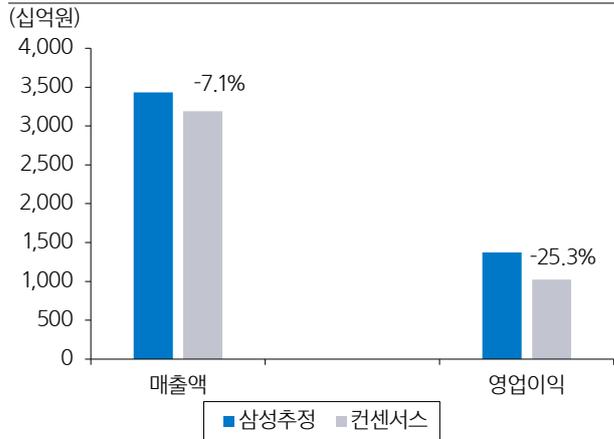
참고: 2024년은 8월 누계 기준
자료: Clarksons, Bloomberg, 삼성증권

HMM 실적 추이



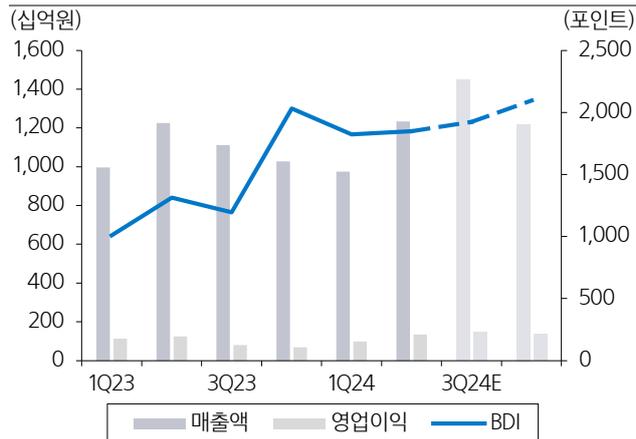
자료: 회사자료, 삼성증권 추정

3Q24E 실적 전망: 삼성 vs 컨센서스



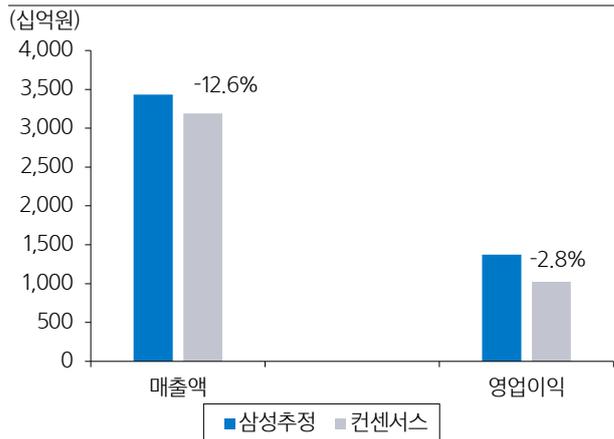
자료: Fnguide, 삼성증권

팬오션 실적 추이



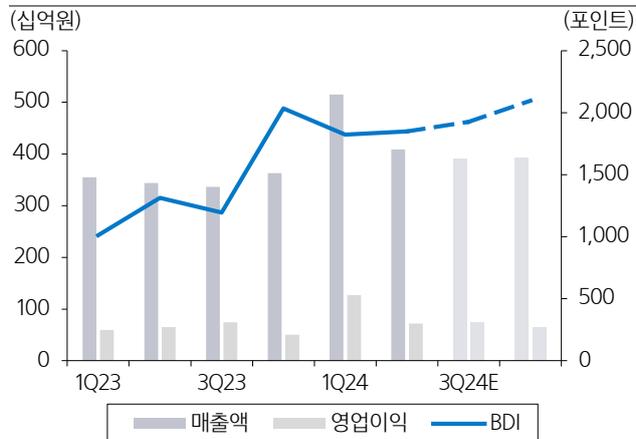
자료: 회사자료, 삼성증권 추정

3Q24E 실적 전망: 삼성 vs 컨센서스



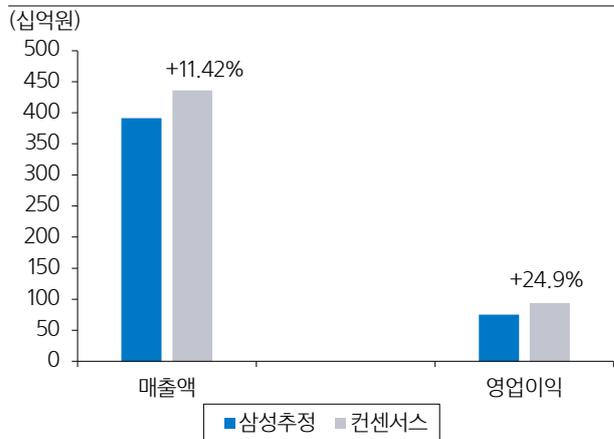
자료: Fnguide, 삼성증권

대한해운 실적 추이



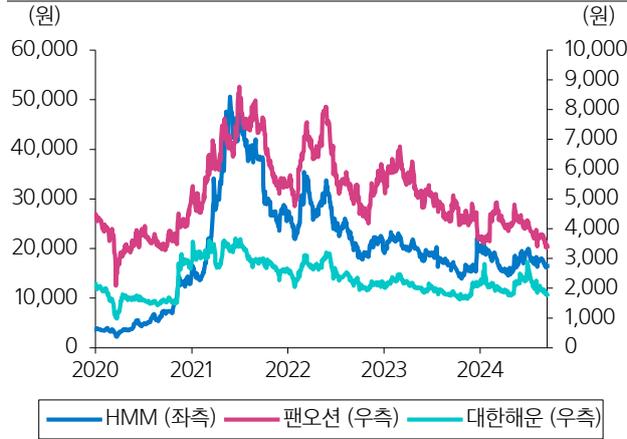
자료: 회사자료, 삼성증권 추정

3Q24E 실적 전망: 삼성 vs 컨센서스



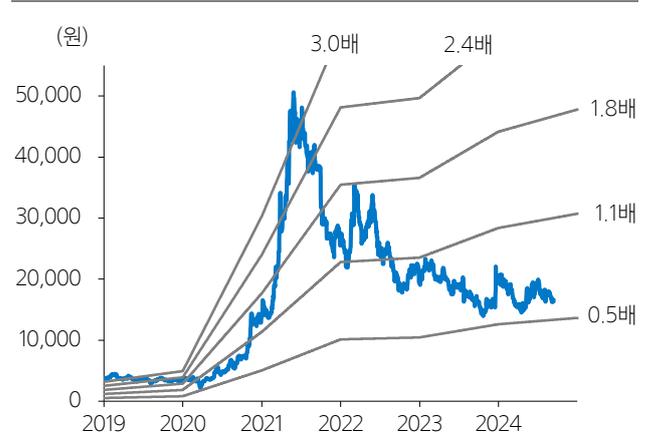
자료: Fnguide, 삼성증권

해운주 주가 추이



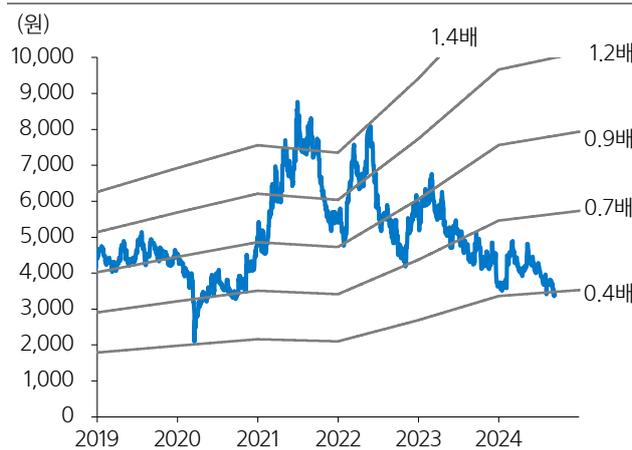
자료: Quantwise, 삼성증권

HMM P/B band chart



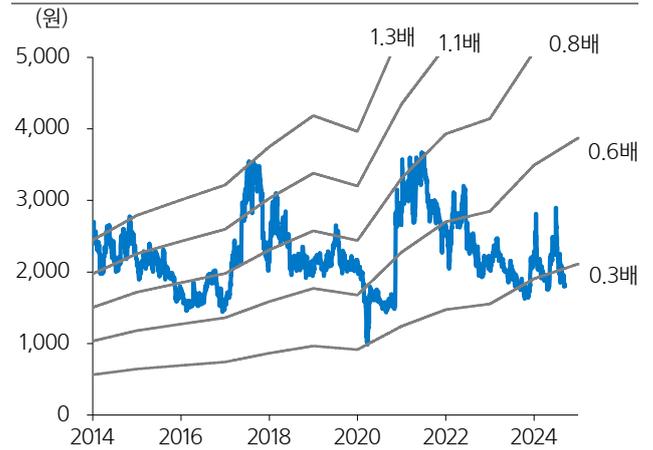
자료: Quantwise, 삼성증권 추정

팬오션 P/B band chart



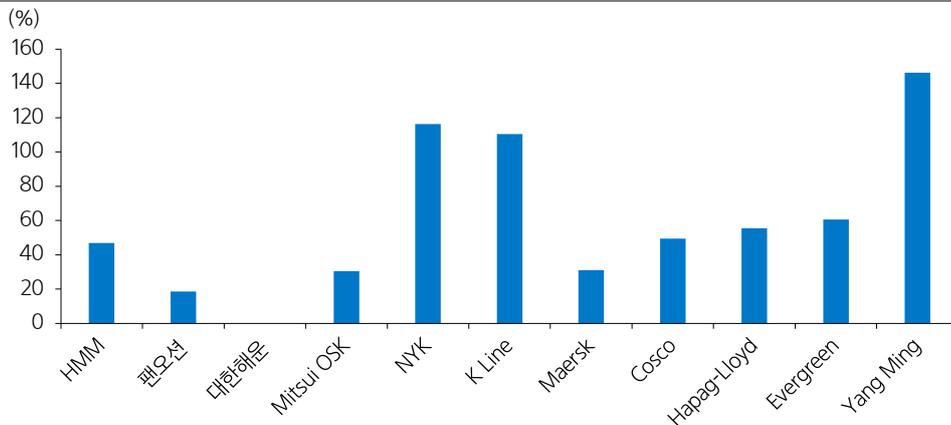
자료: Quantwise, 삼성증권

대한해운 P/B band chart



자료: Quantwise, 삼성증권 추정

2023년 글로벌 주요 선사 배당성향



참고: 자사주 소각을 포함한 total payout ratio

자료: Bloomberg, 삼성증권

해운 3사 실적 추정 변경 및 재무제표

HMM (011200 KS, BUY, TP: 21,000원)

연간 실적 추정치 수정

(십억원)	2023	수정 후		수정 전		변화율 (%)	
		2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	8,401	11,480	10,435	11,520	10,357	-0.3	0.8
영업이익	585	3,195	2,623	3,202	2,712	-0.2	-3.3
세전이익	1,054	3,786	3,858	4,026	3,702	-6.0	4.2
순이익	969	3,513	3,601	3,674	3,386	-4.4	6.4
EBITDA	1,458	4,080	3,542	4,074	3,638	0.2	-2.6
EPS (원)*	945	3,427	3,513	3,584	3,303	-4.4	6.4

참고: * 일회성 항목 제외, 완전 희석됨

자료: HMM, 삼성증권 추정

Valuation summary

12월 31일	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS	증감률	P/E	순부채	EV/EBITDA	P/B	ROE
기준	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(%)	(배)	(십억원)	(배)	(배)	(%)
2020	6,413	981	128	124	121	nm	136.6	5,590	4.6	10.0	8.9
2021	13,794	7,378	5,327	5,337	5,207	4,211.8	3.2	-573	1.2	1.6	88.6
2022	18,583	9,949	10,215	10,117	9,870	89.6	1.7	-8,736	1.1	0.8	65.0
2023	8,401	585	1,054	969	945	-90.4	17.5	-8,690	8.7	0.8	4.6
2024E	11,480	3,195	3,786	3,513	3,427	262.7	4.8	-12,099	3.4	0.6	14.8
2025E	10,435	2,623	3,858	3,601	3,513	2.5	4.7	-14,920	4.0	0.6	13.1
2026E	9,424	2,368	3,625	3,383	3,300	-6.1	5.0	-17,450	4.3	0.5	11.1

참고: * 일회성 항목 제외, 완전 희석됨

자료: HMM, 삼성증권 추정

HMM 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E	2026E
주요 가정																
SCFI (지수)	4,841	4,217	3,279	1,375	969	984	986	1,089	2,010	2,628	3,095	2,380	1,006	2,528	2,185	2,226
(전년 대비, %)	73.0	30.9	-24.0	-70.7	-80.0	-76.7	-69.9	-20.8	107.5	167.3	214.0	118.6	-70.5	151.4	-13.6	1.8
평균 BDI (지수)	2,041	2,530	1,655	1,523	1,011	1,313	1,194	2,033	1,824	1,848	1,925	2,096	1,378	1,923	2,280	2,424
WS (지수)	40	46	69	93	64	57	46	60	67	60	58	58	57	61	58	57
벙커C유 (USD/bbl)	566	684	479	408	426	464	540	475	467	525	491	495	476	494	493	482
기말환율 (원/달러)	1,212	1,299	1,441	1,266	1,302	1,318	1,349	1,288	1,347	1,377	1,340	1,360	1,288	1,347	1,300	1,250
물동량 가정																
컨테이너선 ('000TEU)	922	892	918	947	859	959	1,021	945	893	949	978	1,010	3,784	3,831	3,711	3,475
(전년 대비, %)	-1.7	-10.0	-9.2	8.4	-6.8	7.5	11.2	-0.2	4.0	-1.0	-4.2	6.9	2.9	1.2	-3.1	-6.4
건화물선 ('000MT)	6,891	5,784	6,829	7,318	9,187	9,605	10,497	9,646	10,523	7,692	10,155	9,332	38,934	37,703	37,361	37,361
유조선 ('000CBM)	147	292	146	146	438	147	293	147	586	440	440	440	1,025	1,906	1,760	1,760
컨테이너선 실질 공급 ('000TEU)	1,156	1,173	1,185	1,313	1,183	1,421	1,488	1,420	1,274	1,296	1,362	1,450	5,511	5,383	5,205	4,830
적재율 (%)	79.7	76.1	77.5	72.1	72.6	67.5	68.6	66.6	70.1	73.2	71.8	69.6	68.7	71.2	71.3	71.9
실적 전망																
매출액	4,919	5,034	5,106	3,524	2,082	2,130	2,127	2,063	2,330	2,663	3,433	3,054	8,401	11,480	10,435	9,424
컨테이너선	4,668	4,700	4,747	3,190	1,752	1,783	1,743	1,687	1,936	2,254	2,978	2,620	6,965	9,788	8,722	7,734
벌크선	209	272	317	297	285	300	334	323	339	348	406	384	1,243	1,477	1,513	1,484
기타	41	62	43	37	45	47	49	52	55	61	49	50	193	214	200	207
영업이익	3,149	2,937	2,601	1,263	307	160	76	42	407	644	1,372	772	585	3,195	2,623	2,368
영업이익률 (%)	64.0	58.3	50.9	35.8	14.7	7.5	3.6	2.1	17.5	24.2	40.0	25.3	7.0	27.8	25.1	25.1
세전이익	3,135.7	2,949.9	2,611.5	1,518.4	299.7	351.5	122.6	280.4	503.5	697.8	1,857.8	727.0	1,054.3	3,786.1	3,857.5	3,624.6
순이익	3,131.7	2,933.1	2,605.3	1,447.0	285.3	325.0	95.4	263.0	485.1	660.8	1,684.3	682.4	968.6	3,513.0	3,601.2	3,382.9
증감율 (%)																
매출액	102.6	73.2	27.1	-20.7	-57.7	-57.7	-58.4	-41.5	11.9	25.0	61.4	48.0	-54.8	36.6	-9.1	-9.7
영업이익	208.9	111.5	14.5	-53.2	-90.3	-94.6	-97.1	-96.6	32.6	303.6	1,709.7	1,721.8	-94.1	446.4	-17.9	-9.7
세전이익	1,905.7	1,289.9	13.5	-42.9	-90.4	-88.1	-95.3	-81.5	68.0	98.5	1,415.0	159.3	-89.7	259.1	1.9	-6.0
순이익	1,932.8	1,293.2	13.3	-45.9	-90.9	-88.9	-96.3	-81.8	70.0	103.3	1,665.2	159.5	-90.4	262.7	2.5	-6.1

자료: 회사 자료, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	18,583	8,401	11,480	10,435	9,424
매출원가	8,139	7,426	7,738	7,308	6,598
매출총이익	10,444	975	3,742	3,127	2,826
(매출총이익률, %)	56.2	11.6	32.6	30.0	30.0
판매 및 일반관리비	494	390	547	504	458
영업이익	9,949	585	3,195	2,623	2,368
(영업이익률, %)	53.5	7.0	27.8	25.1	25.1
영업외손익	266	469	591	1,235	1,256
금융수익	1,985	1,549	1,173	743	866
금융비용	1,619	863	627	-513	-407
지분법손익	-12	-154	24	0	0
기타	-87	-64	21	-21	-17
세전이익	10,215	1,054	3,786	3,858	3,625
법인세	98	86	274	257	242
(법인세율, %)	1.0	8.1	7.2	6.7	6.7
계속사업이익	10,117	969	3,512	3,601	3,382
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	10,117	969	3,512	3,601	3,382
(순이익률, %)	54.4	11.5	30.6	34.5	35.9
지배주주순이익	10,117	969	3,513	3,601	3,383
비지배주주순이익	0	0	(0)	(1)	(1)
EBITDA	10,791	1,458	4,080	3,542	3,336
(EBITDA 이익률, %)	58.1	17.4	35.5	33.9	35.4
EPS (지배주주)	9,870	945	3,427	3,513	3,300
EPS (연결기준)	9,870	945	3,427	3,513	3,300
수정 EPS (원)*	9,870	945	3,427	3,513	3,300

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동에서의 현금흐름	11,082	1,980	4,275	4,488	4,313
당기순이익	10,117	969	3,512	3,601	3,382
현금유출입이없는 비용 및 수익	614	424	734	429	360
유형자산 감가상각비	842	873	885	919	968
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
기타	-227	-449	-151	-490	-608
영업활동 자산부채 변동	475	186	-256	56	37
투자활동에서의 현금흐름	-4,852	-1,487	-3,087	-661	-547
유형자산 증감	-470	-2,027	-892	-749	-620
장단기금융자산의 증감	-4,985	464	-2,850	0	0
기타	604	76	655	88	74
재무활동에서의 현금흐름	-3,331	-2,238	-780	-599	-487
차입금의 증가(감소)	-1,814	-981	622	0	0
자본금의 증가(감소)	0	1,011	310	0	0
배당금	-326	-667	-508	-599	-487
기타	-1,191	-1,601	-1,204	0	0
현금증감	3,255	-1,730	470	2,821	2,531
기초현금	1,725	4,980	3,250	3,720	6,540
기말현금	4,980	3,250	3,720	6,540	9,071
Gross cash flow	10,731	1,393	4,246	4,030	3,742
Free cash flow	10,605	-57	3,372	3,738	3,693

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	14,280	13,180	18,010	20,592	22,964
현금 및 현금등가물	4,980	3,250	3,720	6,540	9,071
매출채권	929	757	1,261	1,122	1,031
재고자산	325	362	537	478	439
기타	8,045	8,811	12,493	12,452	12,424
비유동자산	11,787	12,534	13,433	13,670	14,072
투자자산	2,552	1,508	810	810	810
유형자산	4,216	7,716	8,631	8,868	9,270
무형자산	44	41	42	42	42
기타	4,975	3,269	3,950	3,950	3,950
자산총계	26,067	25,713	31,443	34,262	37,036
유동부채	2,052	2,001	2,553	2,379	2,264
매입채무	473	474	701	624	573
단기차입금	0	0	0	0	0
기타 유동부채	1,579	1,528	1,851	1,755	1,690
비유동부채	3,234	2,271	2,848	2,839	2,833
사채 및 장기차입금	349	279	271	271	271
기타 비유동부채	2,885	1,992	2,576	2,567	2,562
부채총계	5,286	4,273	5,400	5,218	5,097
지배주주지분	20,780	21,439	26,041	29,043	31,939
자본금	2,445	3,445	3,745	3,745	3,745
자본잉여금	4,425	4,436	4,446	4,446	4,446
이익잉여금	10,629	10,889	13,856	16,858	19,754
기타	3,280	2,669	3,994	3,994	3,994
비지배주주지분	2	2	1	1	0
자본총계	20,781	21,441	26,042	29,044	31,939
순부채	-8,736	-8,690	-12,099	-14,920	-17,450

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2023	2024E	2025E	2026E
증감률 (%)				
매출액	34.7	-54.8	36.6	-9.1
영업이익	34.9	-94.1	446.4	-17.9
순이익	89.6	-90.4	262.6	2.5
수정 EPS**	89.6	-90.4	262.7	2.5
주당지표				
EPS (지배주주)	9,870	945	3,427	3,513
EPS (연결기준)	9,870	945	3,427	3,513
수정 EPS**	9,870	945	3,427	3,513
BPS	20,272	20,915	25,405	28,334
DPS (보통주)	1,200	700	800	650
Valuations (배)				
P/E***	136.6	3.2	1.7	17.5
P/B***	10.0	1.6	0.8	0.8
EV/EBITDA	4.6	1.2	1.1	8.7
비율				
ROE (%)	65.0	4.6	14.8	13.1
ROA (%)	46.0	3.7	12.3	11.0
ROIC (%)	105.7	5.2	24.2	18.4
배당성향 (%)	5.8	49.8	17.1	13.5
배당수익률 (보통주, %)	6.1	3.6	4.8	3.9
순부채비율 (%)	-42.0	-40.5	-46.5	-51.4
이자보상배율 (배)	26.8	3.7	29.8	21.7

팬오션 (028670 KS, BUY, TP: 4,900원)

연간 실적 추정치 수정

(십억원)	2023	수정 후		수정 전		변화율 (%)	
		2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	4,361	4,876	4,859	4,906	4,641	-0.6	4.7
영업이익	386	516	512	549	496	-6.1	3.1
세전이익	248	391	448	434	449	-10.0	-0.4
순이익	93	379	432	420	434	-9.8	-0.4
EBITDA	876	999	953	1,020	926	-2.1	2.9
EPS (원)*	458	709	808	786	811	-9.8	-0.4

참고: * 일회성 항목 제외, 완전 회석됨

자료: 팬오션, 삼성증권 추정

Valuation summary

12월 31일 기준	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	P/E (배)	순부채 (십억원)	EV/EBITDA (배)	P/B (배)	ROE (%)
2022	6,420	790	688	152	1,267	23.3	4.5	912	3.2	0.7	16.7
2023	4,361	386	248	93	458	-63.8	8.1	999	4.0	0.4	5.3
2024E	4,876	516	391	379	709	54.7	4.8	1,237	2.9	0.3	7.5
2025E	4,859	512	448	432	808	14.0	4.2	1,718	2.2	0.3	7.7
2026E	4,657	479	320	309	578	-28.5	5.9	1,585	1.6	0.3	5.2

참고: * 일회성 항목 제외, 완전 회석됨

자료: 팬오션, 삼성증권 추정

팬오션 실적 추이

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E	2026E
Assumption												
평균 BDI	1,011	1,313	1,194	2,033	1,824	1,848	1,925	2,096	1,388	1,923	2,280	2,280
(전년 대비, %)	-50.5	-48.1	-27.9	33.5	80.4	40.8	61.2	3.1	-28.4	38.6	18.6	0.0
(전분기 대비, %)	-33.6	29.9	-9.1	70.3	-10.3	1.3	4.1	8.9				
평균 원달러 환율	1,277	1,315	1,312	1,321	1,329	1,371	1,358	1,350	1,306	1,352	1,330	1,271
(전년 대비, %)	5.9	4.3	-2.1	-2.7	4.1	4.3	3.5	2.2	1.2	3.5	-1.6	-4.4
벙커 C유 (달러/톤)	426	464	540	475	467	525	491	495	476	494	493	482
(전년 대비, %)	-24.7	-32.1	12.6	16.5	9.5	13.2	-9.1	4.2	-10.8	3.8	-0.4	-2.2
선대	282	301	240	231	279	258	266	281	282	281	294	302
벌크	244	262	201	193	240	222	228	239	244	239	249	253
비벌크	38	39	39	38	39	36	38	42	38	42	45	49
(십억원)												
매출	996	1,225	1,112	1,028	976	1,233	1,448	1,219	4,361	4,876	4,859	4,657
(전년 대비, %)	-30.8	-28.9	-39.5	-27.6	-2.1	0.7	30.3	18.6	-32.1	11.8	-0.4	-4.2
벌크	761	857	765	731	686	870	988	846	3,114	3,391	3,408	3,201
(전년 대비, %)	-27.9	-34.0	-46.6	-29.6	-9.8	1.6	29.1	15.7	-35.4	8.9	0.5	-6.1
컨테이너	98	97	84	87	80	94	148	104	366	428	373	392
(전년 대비, %)	-22.1	-26.5	-35.6	-28.3	-18.1	-2.3	76.1	20.1	-28.2	16.9	-12.7	5.1
탱커	83	87	86	88	98	92	117	113	343	420	438	451
(전년 대비, %)	61.2	28.8	-1.3	-12.8	19.1	5.3	36.7	29.4	12.1	22.6	4.3	2.9
기타	55	184	176	123	111	177	194	156	538	638	639	613
(전년 대비, %)	-73.7	-18.1	-5.4	-23.8	102.0	-3.9	10.2	26.8	-31.1	18.5	0.2	-4.2
영업이익	113	125	79	69	98	135	147	135	386	516	512	479
(전년 대비, %)	-33.4	-47.6	-64.6	-56.3	-12.8	8.1	85.5	97.0	-51.1	33.8	-0.8	-6.3
(영업이익률, %)	11.3	10.2	7.1	6.7	10.1	11.0	10.2	11.1	8.8	10.6	10.5	10.3

자료: 팬오션, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	6,420	4,361	4,876	4,859	4,657
매출원가	5,520	3,861	4,242	4,224	4,060
매출총이익	900	500	635	635	597
(매출총이익률, %)	14.0	11.5	13.0	13.1	12.8
판매 및 일반관리비	110	114	119	124	118
영업이익	790	386	516	512	479
(영업이익률, %)	12.3	8.8	10.6	10.5	10.3
영업외손익	-102	-137	-125	-64	-159
금융수익	97	83	64	91	427
금융비용	151	157	215	169	602
지분법손익	19	-3	5	0	0
기타	-67	-60	21	14	16
세전이익	688	248	391	448	320
법인세	11	3	12	16	12
(법인세율, %)	1.6	1.4	3.0	3.5	3.6
계속사업이익	677	245	379	432	309
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	677	245	379	432	309
(순이익률, %)	10.5	5.6	7.8	8.9	6.6
지배주주순이익	677	245	379	432	309
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	1,456	876	999	953	883
(EBITDA 이익률, %)	22.7	20.1	20.5	19.6	19.0
EPS (지배주주)	1,267	458	709	808	578
EPS (연결기준)	1,267	458	709	808	578
수정 EPS (원)*	1,267	458	709	808	578

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동에서의 현금흐름	1,411	751	1,143	928	859
당기순이익	677	245	379	432	309
현금유출입이없는 비용 및 수익	784	633	848	513	560
유형자산 감가상각비	666	490	483	441	403
무형자산 상각비	1	1	0	0	0
기타	117	143	365	72	157
영업활동 자산부채 변동	30	23	12	(1)	1
투자활동에서의 현금흐름	-577	-84	-104	86	428
유형자산 증감	-328	-311	-231	0	0
장단기금융자산의 증감	-35	16	-7	-2	4
기타	-215	211	134	89	424
재무활동에서의 현금흐름	-643	-470	-308	-174	-626
차입금의 증가(감소)	89	100	403	8	-13
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	-53	-80	-45	-37	-43
기타	-678	-490	-666	-144	-570
현금증감	223	208	784	833	674
기초현금	522	745	953	1,737	2,569
기말현금	745	953	1,737	2,569	3,244
Gross cash flow	1,461	878	1,227	945	869
Free cash flow	1,066	437	912	928	859

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	1,834	1,757	2,732	3,608	4,215
현금 및 현금등가물	745	953	1,737	2,569	3,244
매출채권	268	225	267	280	259
재고자산	129	119	141	149	137
기타	692	461	587	610	575
비유동자산	5,715	6,097	6,387	5,956	5,537
투자자산	226	204	199	209	193
유형자산	5,444	5,841	6,120	5,679	5,276
무형자산	7	11	11	11	11
기타	37	42	56	56	56
자산총계	7,549	7,854	9,118	9,564	9,752
유동부채	1,227	1,294	1,365	1,414	1,338
매입채무	242	216	256	269	249
단기차입금	0	64	7	7	7
기타 유동부채	984	1,013	1,101	1,138	1,081
비유동부채	1,830	1,847	2,309	2,310	2,309
사채 및 장기차입금	255	118	210	210	210
기타 비유동부채	1,575	1,728	2,099	2,100	2,098
부채총계	3,056	3,141	3,674	3,724	3,646
지배주주지분	4,493	4,713	5,445	5,839	6,105
자본금	535	535	535	535	535
자본잉여금	1,942	1,942	1,942	1,942	1,942
이익잉여금	1,475	1,638	1,972	2,366	2,632
기타	541	598	996	996	996
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	4,493	4,713	5,445	5,839	6,105
순부채	1,585	1,480	1,097	272	-414

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2022	2023	2024E	2025E	2026E
증감률 (%)					
매출액	39.1	-32.1	11.8	-0.4	-4.2
영업이익	37.8	-51.1	33.8	-0.8	-6.3
순이익	23.3	-63.8	54.7	14.0	-28.5
수정 EPS**	23.3	-63.8	54.7	14.0	-28.5
주당지표					
EPS (지배주주)	1,267	458	709	808	578
EPS (연결기준)	1,267	458	709	808	578
수정 EPS**	1,267	458	709	808	578
BPS	8,404	8,817	10,185	10,923	11,421
DPS (보통주)	150	85	70	80	60
Valuations (배)					
P/E***	4.5	8.1	4.8	4.2	5.9
P/B***	0.7	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	3.2	4.0	2.9	2.2	1.6
비율					
ROE (%)	16.7	5.3	7.5	7.7	5.2
ROA (%)	9.6	3.2	4.5	4.6	3.2
ROIC (%)	14.4	6.6	8.2	8.2	8.2
배당성향 (%)	11.8	18.5	9.9	9.9	10.4
배당수익률 (보통주, %)	2.6	2.3	2.1	2.3	1.8
순부채비율 (%)	35.3	31.4	20.2	4.7	-6.8
이자보상배율 (배)	10.4	3.1	3.6	3.5	0.8

대한해운 (005880 KS, BUY, TP: 2,600원)

연간 실적 추정치 수정

(십억원)	2023	수정 후		수정 전		변화율 (%)	
		2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	1,397	1,708	1,584	1,934	1,591	-11.7	-0.4
영업이익	250	340	320	492	354	-30.9	-9.6
세전이익	60	331	259	334	168	-0.9	53.9
순이익	46	301	240	302	154	-0.2	55.8
EBITDA	411	340	320	492	354	-30.9	-9.6
EPS (원)*	214	884	695	924	473	-4.3	47.0

참고: * 일회성 항목 제외, 완전 희석됨

자료: 대한해운, 삼성증권 추정

Valuation summary

12월 31일 기준	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	P/E (배)	순부채 (십억원)	EV/EBITDA (배)	P/B (배)	ROE (%)
2022	1,612	268	185	172	494	-41.6	4.4	2,122	7.4	0.4	11.2
2023	1,397	250	60	46	214	-56.7	10.1	2,298	7.8	0.4	4.4
2024E	1,708	340	331	301	884	313.2	2.0	1,443	6.7	0.3	15.5
2025E	1,584	320	259	240	695	-21.4	2.6	1,210	6.5	0.3	10.4
2026E	1,622	349	173	161	466	-32.9	3.8	1,058	5.5	0.2	6.4

참고: * 일회성 항목 제외, 완전 희석됨

자료: 대한해운, 삼성증권 추정

대한해운 실적 추이

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E	2026E
Assumption												
평균 BDI	1,010.7	1,312.8	1,193.8	2,033.1	1,823.7	1,848.2	1,924.6	2,096.1	1,387.6	1,923.2	2,280.4	2,423.6
(전년 대비, %)	-50.5	-48.1	-27.9	33.5	80.4	40.8	61.2	3.1	-28.4	38.6	18.6	6.3
(전분기 대비, %)	-33.6	29.9	-9.1	70.3	-10.3	1.3	4.1	8.9				
평균 원달러 환율	1,276.8	1,315.2	1,311.7	1,320.7	1,329.4	1,371.3	1,358.0	1,350.0	1,306.1	1,352.2	1,330.0	1,271.3
(전년 대비, %)	5.9	4.3	-2.1	-2.7	4.1	4.3	3.5	2.2	1.2	3.5	-1.6	-4.4
벙커 C유 (달러/톤)	426.1	464.2	539.7	474.7	466.7	525.3	480.0	483.6	476.2	488.9	481.7	471.7
(전년 대비, %)	-24.7	-32.1	12.6	16.5	9.5	13.2	-11.1	1.9	-10.8	2.7	-1.5	-2.1
선대	68.0	69.0	71.0	71.0	71.0	68.0	67.0	66.0	63.0	63.0	56.0	56.0
벌크	25.0	25.0	25.0	26.0	26.0	26.0	26.0	26.0	24.0	24.0	24.0	24.0
비벌크	43.0	44.0	46.0	45.0	45.0	42.0	41.0	40.0	39.0	39.0	32.0	32.0
(십억원)												
매출	354.7	343.6	336.3	362.8	515.2	408.5	391.2	393.6	1,397.4	1,708.5	1,583.5	1,621.7
(전년 대비, %)	1.4	-19.9	-23.6	-7.6	45.2	18.9	16.3	8.5	-13.3	22.3	-7.3	2.4
벌크	151.6	151.1	148.5	158.5	163.9	192.5	190.6	202.1	609.6	749.0	840.8	895.8
(전년 대비, %)	-19.6	-35.5	-37.9	-15.1	8.1	27.4	28.4	27.5	-28.2	22.9	12.2	6.5
LNG	91.5	83.4	83.7	97.2	90.4	84.7	75.1	75.2	355.9	325.5	295.4	276.6
(전년 대비, %)	42.3	18.0	-11.1	-0.4	-1.2	1.5	-10.3	-22.6	8.9	-8.6	-9.2	-6.4
탱커	31.3	33.9	34.6	36.7	35.9	38.2	29.9	25.0	136.6	129.0	64.3	56.7
(전년 대비, %)	-0.7	-1.8	1.3	10.6	14.5	12.5	-13.6	-31.9	2.3	-5.6	-50.2	-11.8
기타	80.3	75.2	69.5	70.3	225.1	93.1	95.5	91.3	295.2	505.0	383.2	392.7
(전년 대비, %)	22.9	-16.1	-4.6	-6.4	180.2	23.9	37.6	29.9	-2.5	71.1	-24.1	2.5
영업이익	59.9	65.3	74.5	50.3	126.7	72.2	75.1	66.1	250.0	340.1	320.2	349.4
(전년 대비, %)	-18.6	-5.0	-5.7	8.5	111.7	10.6	0.8	31.4	-6.6	36.1	-5.8	9.1
(영업이익률, %)	16.9	19.0	22.2	13.9	24.6	17.7	19.2	16.8	17.9	19.9	20.2	21.5

자료: 대한해운, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,612	1,397	1,708	1,584	1,622
매출원가	1,271	1,075	1,291	1,191	1,198
매출총이익	341	323	417	393	424
(매출총이익률, %)	21.1	23.1	24.4	24.8	26.1
판매 및 일반관리비	73	73	77	73	74
영업이익	268	250	340	320	349
(영업이익률, %)	16.6	17.9	19.9	20.2	21.5
영업외손익	(83)	(190)	(9)	(62)	(177)
금융수익	9	14	20	33	38
금융비용	121	167	184	184	184
지분법손익	13	3	6	0	0
기타	17	(41)	148	90	(30)
세전이익	185	60	331	259	173
법인세	13	14	30	18	11
(법인세율, %)	6.9	22.7	9.0	7.1	6.6
계속사업이익	172	46	301	240	161
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	172	46	301	240	161
(순이익률, %)	10.7	3.3	17.6	15.2	10.0
지배주주순이익	158	68	282	222	149
비지배주주순이익	15	(22)	19	19	13
EBITDA	413	411	340	320	349
(EBITDA 이익률, %)	25.6	29.4	19.9	20.2	21.5
EPS (지배주주)	494	214	884	695	466
EPS (연결기준)	540	145	943	753	506
수정 EPS (원)*	494	214	884	695	466

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	561	656	1,491	1,744	1,921
현금 및 현금등가물	95	110	965	1,195	1,342
매출채권	132	146	159	165	174
재고자산	137	206	223	233	245
기타	197	194	144	151	159
비유동자산	3,929	4,072	3,729	3,736	3,745
투자자산	178	163	174	181	190
유형자산	2,848	3,118	2,809	2,809	2,809
무형자산	10	9	9	9	9
기타	895	782	737	737	737
자산총계	4,490	4,728	5,220	5,479	5,665
유동부채	722	1,193	1,384	1,400	1,422
매입채무	84	89	97	101	106
단기차입금	287	198	0	0	0
기타 유동부채	351	905	1,287	1,300	1,316
비유동부채	1,984	1,688	1,537	1,539	1,542
사채 및 장기차입금	125	43	1,487	1,487	1,487
기타 비유동부채	1,859	1,645	50	52	55
부채총계	2,706	2,881	2,921	2,940	2,964
지배주주지분	1,527	1,609	2,027	2,248	2,397
자본금	160	160	160	160	160
자본잉여금	188	188	195	195	195
이익잉여금	810	878	1,161	1,382	1,531
기타	369	383	511	511	511
비지배주주지분	258	238	272	291	304
자본총계	1,784	1,847	2,299	2,540	2,701
순부채	2,122	2,298	1,443	1,210	1,058

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동에서의 현금흐름	392	419	1,059	266	299
당기순이익	172	46	301	240	161
현금유출입이없는 비용 및 수익	245	359	93	44	150
유형자산 감가상각비	145	161	0	0	0
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
기타	100	199	93	44	150
영업활동 자산부채 변동	(22)	12	675	(1)	(1)
투자활동에서의 현금흐름	(497)	(404)	(35)	27	30
유형자산 증감	(526)	(433)	(20)	0	0
장단기금융자산의 증감	(23)	22	(11)	(6)	(8)
기타	53	7	(4)	33	38
재무활동에서의 현금흐름	104	0	(296)	(176)	(176)
차입금의 증가(감소)	355	182	6	0	0
자본금의 증가(감소)	0	0	7	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	(251)	(182)	(310)	(176)	(176)
현금증감	(5)	14	855	230	148
기초현금	101	95	110	965	1,195
기말현금	95	110	965	1,195	1,342
Gross cash flow	418	406	394	285	311
Free cash flow	(154)	(14)	1,039	266	299

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2022	2023	2024E	2025E	2026E
증감률 (%)					
매출액	39.7	(13.3)	22.3	(7.3)	2.4
영업이익	31.3	(6.6)	36.1	(5.8)	9.1
순이익	(43.8)	(73.1)	549.4	(20.1)	(32.9)
수정 EPS**	(41.6)	(56.7)	313.2	(21.4)	(32.9)
주당지표					
EPS (지배주주)	494	214	884	695	466
EPS (연결기준)	540	145	943	753	506
수정 EPS**	494	214	884	695	466
BPS	4,912	5,178	6,350	7,045	7,511
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	4.4	10.1	2.0	2.6	3.8
P/B***	0.4	0.4	0.3	0.3	0.2
EV/EBITDA	7.4	7.8	6.7	6.5	5.5
비율					
ROE (%)	11.2	4.4	15.5	10.4	6.4
ROA (%)	4.1	1.0	6.1	4.5	2.9
ROIC (%)	7.4	5.2	8.3	8.3	9.1
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순부채비율 (%)	119.0	124.4	62.8	47.7	39.2
이자보상배율 (배)	3.0	1.5	1.9	1.8	2.0

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2024년 9월 11일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2024년 9월 11일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

HMM					
일 자	2022/7/28	9/29	2023/9/29	2024/6/24	9/12
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	39000	30000	30000	25000	21000
과리율 (평균)	-42.92	-34.59	-100.00	-28.98	
과리율 (최대or최소)	-33.33	-22.33	-100.00	-20.12	

팬오션					
일 자	2022/3/10	9/29	2023/6/22	10/23	2024/9/12
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	10500	9900	8300	5600	4900
과리율 (평균)	-40.25	-44.68	-43.47	-26.80	
과리율 (최대or최소)	-22.95	-31.72	-36.99	-12.68	

대한해운

일 자	2021/10/21	2022/10/21	2023/6/22	12/28	2024/6/24	9/12
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	4000	4000	3500	3000	3300	2600
과리율 (평균)	-35.83	-46.79	-46.83	-30.31	-35.48	
과리율 (최대/최소)	-19.88	-38.13	-36.71	-6.33	-12.27	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

* 2023년 7월 27일부터 기업 투자 등급 기준 변경

기업

- BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상
그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외
- SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

산업

- OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2024.06.30 기준

매수(80%)·중립(20%)·매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA