



Summary

수요와 공급의 미스매치로부터 기인하는 운임 상승은 최고의 해운 주가 드라이버다. 컨테이너선에 이어 탱커선의 차례가 돌아온 지금, 본 보고서는 Product Tanker에 보다 집중하여 Top-pick을 선정하였다. 해운 주가 상승에 찬장이 없음은 이미 증명되었으니, 설레는 마음으로 동사가 맞이할 22, 23년을 그려 보자.

Product Tanker 사이클이 돌아왔다!

역대 최저 수준의 인도량과 최고 수준의 폐선량으로 인한 명목 선복량 정체에 더불어, 러시아 제재, 각종 환경 규제로 실질 선복량까지 감소하고 있다. 턱없이 공급이 부족한 와중에 리오프닝으로 인한 수요 전망 역시 긍정적이다. 지금 Product Tanker에는 공급과 수요 양면에서 더할 나위 없는 순풍이 불고 있는 것이다.

최고의 Fleet을 보유한 동사가 Top-pick

동사는 현재 가장 젊은 선령의 Product Tanker Fleet을 보유하고 있다. 노후 선박에 발목 잡힐 일도 없고 환경 규제에 대한 Compliance는 이미 갖춰졌으니, 다가오는 운임 상승을 마음껏 누릴 일만 남았다.

<Income Statement>

Income Statement										
(unit: thousands in USD)	2019	2020	2021	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2022E	2023E
Revenue	704,325	915,892	540,786	134,165	139,442	119,271	147,908	174,047	1,026,980	1,147,553
YoY(%)	20.4%	30.0%	-41.0%	-47.2%	-59.7%	-32.7%	7.0%	29.7%	89.9%	11.7%
Cost of Revenue	512,058	604,371	578,548	145,312	141,416	146,657	145,163	208,421	605,647	531,443
Gross Profit	192,267	311,521	(37,762)	(11,147)	(1,974)	(27,386)	2,745	(34,374)	421,333	616,110
GPM(%)	27.3%	34.0%	-7.0%	-8.3%	-1.4%	-23.0%	1.9%	-19.7%	41.0%	53.7%
Operating Expenses (G&A)	62,295	66,187	52,746	13,560	13,324	13,054	12,808	12,454	60,149	60,272
Operating Income (Loss)	129,972	245,334	(90,508)	(24,707)	(15,298)	(40,440)	(10,063)	(46,828)	361,184	555,838
OPM(%)	18.5%	26.8%	-16.7%	-18.4%	-11.0%	-33.9%	-6.8%	-26.9%	35.2%	48.4%
Total other expenses, net	(178,462)	(151,210)	(143,927)	(37,687)	(37,484)	(32,827)	(35,929)	(37,620)	(133,412)	(105,848)
Income (Loss) Before Taxes	(48,490)	94,124	(234,435)	(62,394)	(52,782)	(73,267)	(45,992)	(84,448)	227,772	449,991
Income Taxes	0	0	0	0	0	0	0	0	9,111	18,000
Net Income (Loss)	(48,490)	94,124	(234,435)	(62,394)	(52,782)	(73,267)	(45,992)	(84,448)	218,661	431,991
NPM(%)	-6.9%	10.3%	-43.4%	-46.5%	-37.9%	-61.4%	-31.1%	-48.5%	21.3%	37.6%

Rating

Conviction Buy

Target Price: \$ 44.66

Current Price: \$ 29.11

Upside: 53.4%

12M Performance

Market Cap \$ 1,699 M



Balance sheet data ('21)

NAV \$ 1,836M

PBR 0.41x

ROE -12.01%

Earning data ('21)

PER N/A

EPS - \$ 4.28

Net Income - \$ 233.4M

Major Shareholders

BlackRock Fund 4.62%

Cooper Creek Partners 4.46%

DFA LP 4.42%

SMIC1 팀

팀장 44 기 이성규

팀원 44 기 최정주

45 기 박영민

45 기 이동연

45 기 정지원

CONTENTS

1. 해운업 턴어라운드, Product Tanker는 이제부터 시작!	03
2. 동사는 어떤 회사인가?	06
3. Product tanker - 공급은 가뭄, 수요는 반등!	09
4. 그 중에서도 Top-pick은 동사	19
5. 매출 추정	21
6. Valuation: PBR Method	25

1. 해운업 턴어라운드, Product Tanker는 이제부터 시작!

1.1. 해운업이란?

1.1.1. 개요

해운업과 선박의 분류

해운업은 해상 운송에 직간접적으로 관련된 사업인 해상여객운송사업, 해상화물운송사업, 해운대리점업, 해운중개업, 선박대여업, 선박관리업을 통칭한다. 이 중 해상화물운송사업(이하 ‘해운업’)은 선박을 이용해 화물을 수송하는 서비스 산업으로, 이용되는 선박은 운송하는 화물의 종류에 따라 크게 컨테이너선, 벌크선, 탱커선 등으로 구분된다.

컨테이너선(Container)은 화물을 실은 컨테이너를 선박에 적재하여 운송한다.

벌크선(Bulk Carrier)은 곡물, 석탄, 광석 등 비포장된 건화물을 운송하는 선박을 의미한다.

탱커선(Tanker)은 액체 상태인 탱커화물을 운반한다. 탱커선은 크게 원유를 운반하는 원유운반선(Crude Oil Tanker), 휘발유 또는 경유 등을 운반하는 정유운반선(Oil Product Tanker), 화학제품을 운반하는 화학제품운반선(Chemical Tanker), LPG와 LNG를 운반하는 가스운반선(Gas Carrier)등으로 나뉜다.

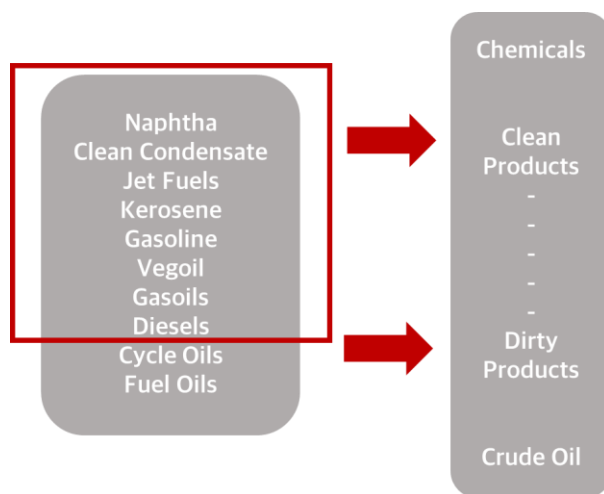
Product Tanker의 특징

이 중 동사가 주력하는 **Product Tanker**는 특히 Crude Tanker와 달리 휘발유, 경유, 항공유 등 다양한 종류의 화물을 취급하므로 제품별로 탱크를 독립시키고 배관과 펌프도 따로 설계되는 경우가 많다. 때문에 벌크선과 더불어 **선박 가격에서 후판 가격이 차지하는 비중이 높은 편**이다. 또한 [그림 1-1]에서 확인할 수 있듯이 일반적으로 Crude Tanker에 비해 크기가 작다.

그림 1-1. 탱커선의 규모별 분류

Crude Oil Tanker		
명칭	선박 크기(DWT)	화물 크기(bbls)
ULCC	320,000-550,000	4,200,000
VLCC	200,000-320,000	2,000,000
SUEZMAX	120,000-200,000	1,000,000
AFRAMAX	80,000-120,000	500,000-800,000
PANAMAX	60,000-80,000	350,000-500,000
HANDYMAX	<60000	≤350000
Oil Product Tanker		
명칭	선박 크기(DWT)	화물 크기(bbls)
LR2	80,000-120,000	615,000-800,000
LR1	60,000-80,000	345,000-615,000
HANDYMAX/MR	25,000-60,000	200,000-345,000
HANDYSIZE	<25,000	≤200,000

그림 1-2. Product Tanker 화물



출처: American Bureau of Shipping, SMIC 1팀

출처: 동사 IR자료, SMIC 1팀

1.1.2. 운임 계약의 종류와 TCE

해운사의
운임 계약 방식

해운사의 운임 계약 방식은 크게 특정 항해 구간을 정하여 선박을 대여 또는 차용하는 Voyage Charter와 배를 일정 기간 대여하는 Time Charter로 구분된다. 이 중 Voyage Charter는 장기 계약을 맺고 주기적으로 운송을 하는 COA(Contract of Affreightment)와 1회 운송을 하는 SPOT 방식이 있다.

Time Charter의 경우 운송에서 발생하는 연료비 및 항비 등 운영비를 용선자가 부담한다. 반면 Voyage Charter의 경우 화물의 수송 계약이므로 운영비를 선주가 부담한다.

TCE 란?

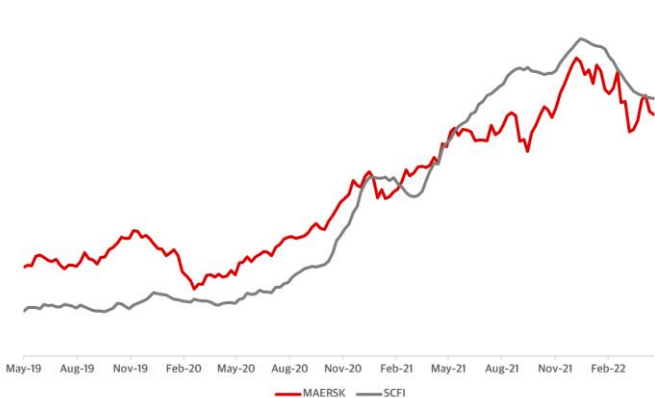
Time Charter Equivalent(TCE)는 선박의 일일 평균 매출액을 계산하기 위해 사용되는 측정값이다. 다양한 용선계약 종류와 기간에 따라 변하는 용선료를 비교하기 용이하도록 표준화한 것으로, Voyage revenue에서 연료비, 승무원유지비 등 Voyage expense를 차감한 금액을 왕복 항해기간으로 나누어서 계산한다. 이는 해운사의 실적 변화를 추적하는 수단으로 쓰이기 때문에, non-GAAP이지만 재무제표 주석에 선택적으로 공시된다.

1.2. 해운사의 주가 드라이버: 수요와 공급의 미스매치 ⇒ 운임 상승

수요는 물동량
공급은 선복량

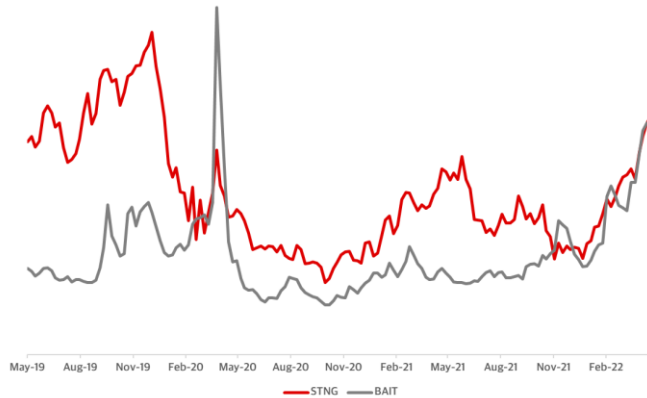
해운사의 주가 드라이버는 단순하다. 해운 수요에 비해 공급이 적으면 운임이 상승한다. 화물을 운송하고자 하는 수요는 물동량, 해운사가 운송할 수 있는 공급은 선복량으로 확인된다. 일반적으로 선박 건조에는 2년 가량 소요되기 때문에 공급은 비탄력적인 경향이 있다. 그렇기 때문에 운송 수요와 선복량의 괴리 수준이 임계점을 초과하면 운임의 상승세는 매우 폭발적으로 나타난다.

그림 1-3. 3년 간 SCFI 지수와 Maersk 사 주가 추이



출처: Investing.com, SMIC 1팀

그림 1-4. 3년 간 BAIT 지수와 STNG 주가 추이



출처: Investing.com, SMIC 1팀

Maersk 사의 주가는
컨테이너선 운임!

본 보고서는 Product Tanker를 주로 다루고 있지만, 최근 컨테이너선에서도 유사한 일이 발생하는 것을 관찰할 수 있었다. [그림 1-3]에서 컨테이너선 시장 점유율 1위인 Maersk사의 주가와 SCFI 지수(Shanghai Containerized Freight Index)가 강력하게 커플링되어 있음을 확인할 수 있다.

20년 당시 코로나19로 인해 공산품 수요는 일부 감소했지만 마스크나 생필품 등의 수요는 폭증했다. 도시들의 락다운 조치로 인해 수요를 공급이 소화해내지 못했고, 물류난이 심화되는 동안 컨테이너선 운임은 지속적으로 상승했다. **Maersk사의 주가도 컨테이너선 운임과 함께 우상향했다.**

동사 주가 역시
운임 상승세에 탑승!

본 보고서는 동사에게 같은 일이 일어나리라고 전망한다. [그림 1-4]에서 동사의 주가와 BAIT 지수(Baltic Clean Tanker Index)가 유사하게 상승하기 시작하였음을 확인해볼 수 있다. Product Tanker의 수요-공급 미스매치가 촉발한 운임 상승세에 동사의 주가 역시 완벽하게 올라탈 것이 예상된다.

1.3. Product Tanker는 이제부터 시작이다!

Product Tanker의
황금기가 도래한다

‘22년은 Product Tanker에 주목해야 할 시기이다. 이유는 크게 공급 측면과 수요 측면 두 가지로 나누어 볼 수 있다.

1. 제한적인 공급

첫째, 공급이 심각한 수준으로 제한되어 있다. 최근까지 Product Tanker 발주는 미미한 수준이었으며, 후판 가격 상승으로 폐선량이 증가하며 명목선복량의 증가세가 급격히 둔화되었다. 게다가 러시아-우크라이나 사태 및 IMO 규제 등으로 인해 실질선복량은 더 낮은 수준이다.

2. 긍정적인 수요

둘째, 수요 또한 긍정적이다. 리오프닝과 함께 Oil Product 수요는 반등하고 있다. 이 뿐만 아니라 정유소들의 잇따른 폐쇄로 인해 수요 톤마일 역시 증가하는 추세다.

이처럼 공급과 수요 양면에서 Product Tanker 시장은 전례 없는 황금기의 도입부에 서있다. 이어지는 보고서를 통해 관련 논리를 상세하게 서술하고, Peer 대비 동사가 가장 매력적인 이유 역시 밝히고자 한다.

2. 동사는 어떤 회사인가?

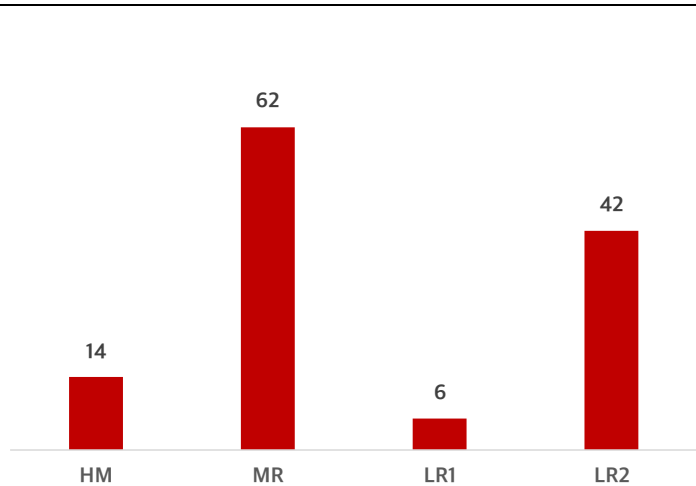
2.1. 기업 개요

동사는 정유 제품의 해상 운송 서비스를 제공하는 기업이다. 즉 앞서 언급한 탱커선의 분류 (Crude Tanker 또는 Product Tanker) 중 **Product Tanker**에 해당되는 것이다. 동사의 Operating Fleet은 '22년 3월 기준 총 124척의 Product Tanker로 구성되어 있는데, 동사가 직접 소유하거나 리스, Charter 계약을 맺은 선박을 전부 포함한다. HM 14척, MR 62척, LR1 6척, LR2 42척으로 이루어져 있다.

선박 Pool이란?

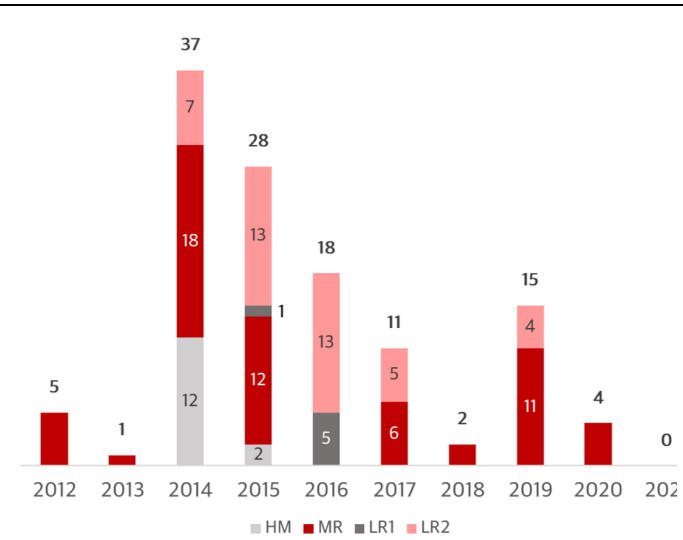
이들은 모두 SHTP, SMRP, SLR1P, SLR2P라는 Spot Market 기반 Tanker Pool에 속해 있다. 여기서 말하는 **선박 Pool**이란 여러 선주들의 유사 선박을 하나로 모은 일종의 공동 관리 체계로, 규모가 커진 선대를 다양하게 운영하여 규모의 경제 효과를 거두는 것을 목적으로 한다. 고객이 원하는 선박을 가장 효율적으로 배치함으로써 서비스 수준을 높이면서도 각종 비용을 감소시키는 것이다.

그림 2-1. 동사 Operating Fleet 선종별 수량



출처: 동사 사업보고서, SMIC 1팀

그림 2-2. 동사 소유(판매 후 리스) 선박 건조년도



출처: 동사 사업보고서, SMIC 1팀

2.2. 재무 분석

동사 재무 구조의 특징은 높은 부채비율이다. 동사는 Product Tanker 업계 1위 수준의 대형 선대를 형성 및 유지하기 위해 대량의 선박을 구매했고, 부채를 통해 자금을 조달하는 과정에서 26억 달러의 비유동 부채와 173%라는 부채비율을 지니게 되었다.

동사의 높은 고정비 부담

그 결과 동사의 손익계산서에는 무시할 수 없는 수준의 이자비용과 감가상각비가 꾸준히 발생하고 있다. ([그림 2-3] 참고) 이에 더해 동사 영업 비용의 큰 축을 차지하는 인건비, 부품비, 저장비, 수리비 등도 동사의 매출액에 연동되기보다 고정적으로 발생하는 지출에 가깝기 때문에 동사는 높은 수준의 고정비 부담을 지고 있는 것이다.

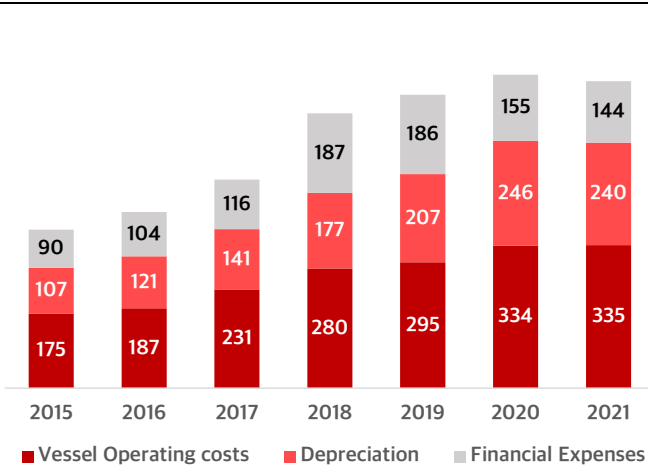
고정비 부담 → 영업 레버리지 = 변동성↑

이러한 고정비 부담은 영업 레버리지로 작용하여 이익률의 강한 변동성이 나타나는 원인이 된다. [그림 2-4]를 보면 매출액의 증감 이상으로 당기 순이익률이 강하게 진동하고 있음을 확인할 수 있다. 따라서 동사의 수익성 제고를 위해서는 운임 상승으로 인한 매출 성장이 무엇보다 중요하며 매출 증가의 속도보다 훨씬 빠르게 동사의 이익이 성장할 잠재력이 있다는 것을 동사의 재무 구조로부터 유추할 수 있다.

체질 개선을 위한 노력

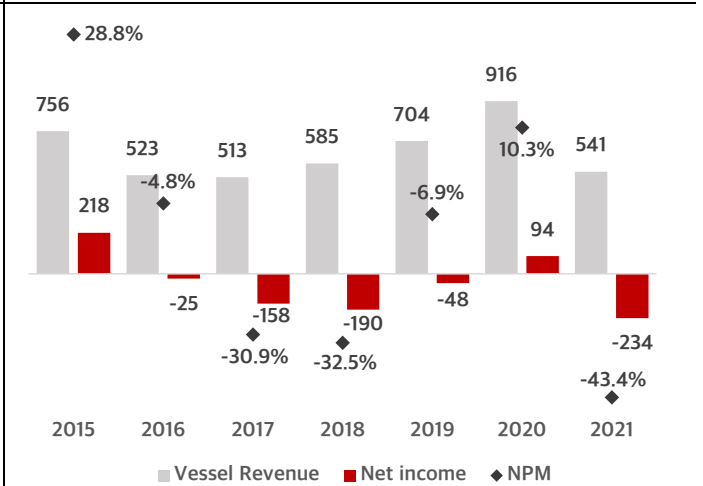
그럼에도 불구하고 고정비 부담으로 인해 '21년 심각한 손실을 입은 것은 사실이다. 이에 동사는 체질 개선의 필요성을 느껴 보유한 LR1 선박 6척을 모두 판매했으며, 이는 감가상각비의 감소로 이어진다. 또한 판매액의 일부와 매년 영업활동으로 발생한 현금 흐름 중 2억 달러 이상을 부채 상환을 위해 사용하겠다는 계획을 밝혔는데, 역시 이자비용 감소를 통해 역시 고정비 부담을 완화하는 요소로 작용한다.

그림 2-3. '15-'21 동사 주요 비용 (백만 달러)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 1팀

그림 2-4. '15-'21 동사 매출액, 당기순이익, NPM (백만 달러)

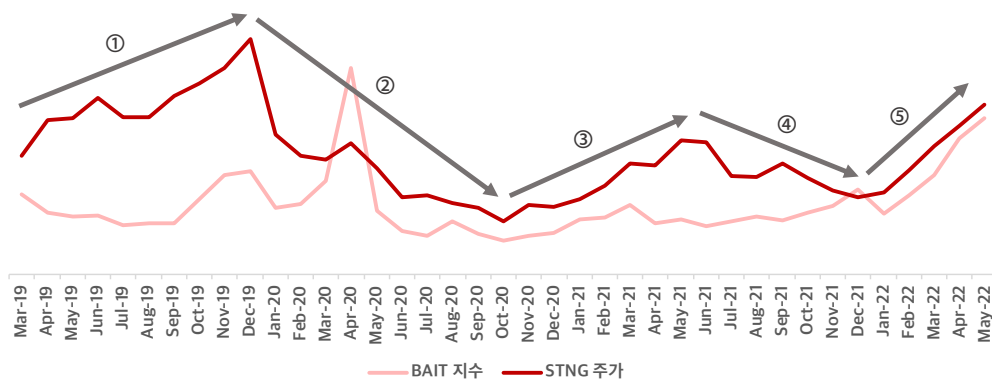


출처: 동사 사업보고서, SMIC 1팀

종합하면 TCE 상승으로 인한 매출 증대가 기대되는 상황에서 고정비 부담까지 완화되고 있는 것이다. 동사의 폭발적인 수익성 향상을 뒷받침할 최적의 조건이 갖춰지고 있다.

2.3. 주가 추이

그림 2-5. 동사 주가 추이



출처: Investing.com, SMIC 1팀

BAIT 지수와 동사 주가를 함께 표기하였다.

1) 19.03.~19.12. : BAIT 운임 상승과 함께 꾸준히 주가가 상승했다.

2) 20.01.~20.08. : 코로나19 락다운으로 인해 Oil Product 수요가 파괴되며 지속적으로 주가가 하락했다. Oil Product의 육상 저장량에는 한계가 있기 때문에 유조선의 저장 수요가 폭증하여 운임과 주가가 함께 회복되는 시기가 있었으나 일시적이었다.

3) 20.09.~21.04. : 운임은 여전히 부진했으나 20년 4분기부터 점차 Oil Product 수요가 회복되며 21년 상반기까지 주가가 상승했다.

4) 21.05.~21.12. : Oil Product 수요가 회복되고 있는 만큼 Product Tanker 운임이 오랜 불황을 끝내고 반등하리라는 기대가 시장에 만연했으나 이를 충족시키지 못하여 주가가 점진적으로 하락하였다.

5) 22.01.~22.05. : BAIT 지수의 상승과 함께 주가 역시 동반 우상향하고 있다.

3. Product tanker - 공급은 가뭄, 수요는 반등!

3.1. 공급: 선박량 감소는 지속된다

현재 Product Tanker는 유례없이 높은 수준의 TCE를 누리고 있다. TCE 상승의 큰 축을 이루는 원인은 공급 부족이고, 동사의 미래 수익을 가늠하기 위해 선박 공급량 분석이 반드시 선행되어야 한다.

명목 선박량의 정체 +
실질 선박량의 감소

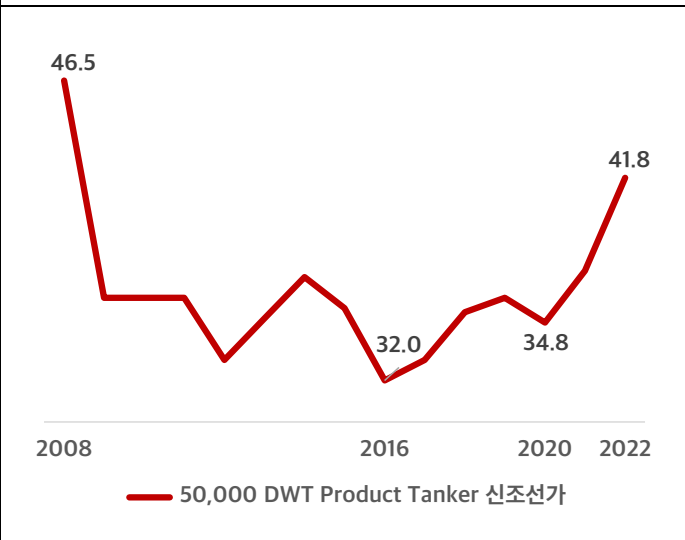
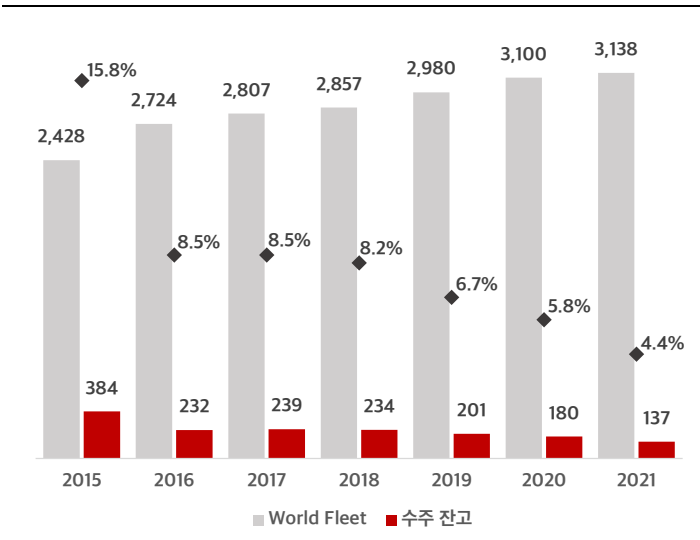
Product Tanker의 공급은 2023년까지 제한될 것으로 판단된다. 명목 선박량의 정체, 실질 선박량의 감소가 예상되기 때문이다.

3.1.1. 공급 부족 ① : 신규 인도량이 제한된다.

명목 선박량이 증가하려면 Product Tanker 시장으로 새롭게 유입되는 선박이 있어야 한다. 그러나 아무리 봐도 '23년까지 해운사에게 인도되는 선박의 수는 수요를 충족하기에 역부족인 수준이다.

그림 3-1. Product Tanker World Fleet & 수주 잔고 (척, %)

그림 3-2. Product Tanker 신조선가 추이 (백만 달러)



출처: Drewry, SMIC 1팀

출처: Drewry, SMIC 1팀

턱없이 부족한
수주 잔고

[그림 3-1]을 보면, '21년 말 기준 Product Tanker 수주 잔고는 척수로 137척, 중량 단위로 9.3 MDWT이다. 선박 발주와 인도 사이에는 평균 2-3년의 지연이 발생한다는 점을 고려하면 '24년까지의 선박 신규 인도량은 '22년의 수주 잔고 수준을 벗어나기 힘들다. 새롭게 인도되는 선박은 기존 World Fleet의 5% 정도밖에 되지 않는다.

신규 발주도 어렵다!

그러나 인도량 부족으로 인한 선박 공급 정체는 단발성 이슈가 아니다. 지금부터라도 Product Tanker에 대한 신규 발주가 적극적으로 이루어지면 2025년 이후에 공급이 회복될 수 있겠지만 현재 상황이 신규 발주에 전혀 우호적이지 않기 때문이다.

2008년 이후
역대급 신조선가

먼저, [그림 3-2]에서 확인할 수 있듯이 신조선가가 급격히 상승했다. '22년 5월 50,000 DWT Product Tanker 신조선가는 41.8백만 달러이다. 이는 전년 대비 17.8% 상승한 가격이며 2008년 이후 가장 비싼 가격이기도 하다.

해운사의 입장에서 신조선가의 상승은 발주를 망설이는 이유가 된다. 가격 단위가 크기 때문에 한 척의 선박도 거대한 자본 비용을 초래할 수 있고, 자칫 운임이 하락해 수익성이 악화되기라도 하면 비대한 선단은 끔찍한 골칫거리로 전락하기 때문이다. 그렇지 않아도 몇 년 동안 저운임에 시름하던 Product Tanker 선박인데 신조선가가 역사적 고점 수준으로 상승하기까지 했다면 신규 발주에 보수적으로 접근하는 환경이 조성될 수밖에 없다.

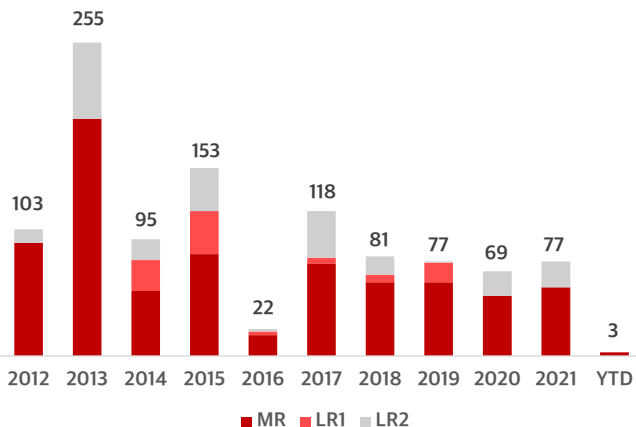
후판 투입량이 많은
Product Tanker

게다가 신조선가 상승은 장기화될 가능성이 높다. 탱커선의 특징은 조선 과정에서 투입되는 후판의 양이 타 선종에 비해 많다는 것이다. 자연스럽게 후판 가격이 신조선가에 미치는 영향이 강하다. 그런데 후판 가격이 원자재 인플레이션과 궤를 같이하며 매섭게 상승하고 있다. '21년 톤당 70만 원 내외였던 후판 가격은 현재 120만원 수준에 달한다.

후판 가격의
급격한 상승

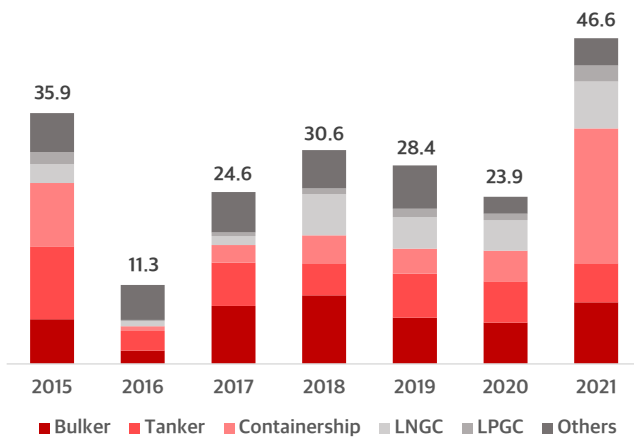
50,000 DWT Product Tanker 한 척에 투입되는 후판을 14,000톤이라 가정하면, 최근의 선가 상승분 중 80%가 후판 가격 상승에 기인한다. 그러니 원자재 인플레이션이 쉽사리 찾아 들고 있지 않는 현 상황에서 신조선가가 빠른 시일 내에 안정화되기를 기대하는 것은 무리다.

그림 3-3. Product Tanker 신규 발주 추이 (단위: 척)



출처: Clarkson, SMIC 1팀

그림 3-4. 글로벌 신조 발주량 추이 (단위: 백만 CGT)



출처: Clarkson, SMIC 1팀

[그림 3-3]에서 확인할 수 있는 '22년 Product Tanker 신규 발주량은 상술한 모든 논리에 대한 증명이다. '22년 4월까지, 한 해의 1/3이 지나는 동안 신규 발주된 선박은 단 세 척에 불과하다.

조선사의 수주 호황
→ 리드타임 연장

신규 발주가 증가한다고 해도, 이미 꽉 차있는 조선업계의 수주 잔고가 Product Tanker 공급 과잉의 우려를 잠재운다. [그림 3-4]에서 확인할 수 있듯이 조선업계는 '21년에 전년 대비 2 배 이상의 수주를 따내며 역대급 수주 호황을 맞이했다. 공급 부족과 운임 상승을 동시에 겪은 컨테이너선이 가장 높은 비중을 차지했고 벌크선과 LNG선이 그 뒤를 이었다.

조선소 수주 잔고에 일감이 가득 차게 되면서 발주와 인도 사이의 간격이 벌어지기 시작했다. 신규 발주 선박은 최소 2025년이 지나야 인도를 기대할 수 있게 되었으며 그 전까지는 예정된 인도량 이상으로 선박 공급을 증가시킬 수 있는 수단이 없다고 보아도 무방하다.

조선소는 지금
일할 사람도 없다.

이에 더해 조선소의 극심한 인력난도 고려해야 한다. 한국해양플랜트협회에 따르면 한국 조선 현장의 생산기능인력은 협력사를 제외하고도 9,500명이 부족한 상황이다. 숙련 인력 부족은 선박 건조 지연으로 이어지고, 역시 선박 인도 기한을 늦추는 원인으로 작용하게 된다.

종합하면, Product Tanker의 명목 선복량 증가를 위한 신규 선박의 유입은 2024년까지 현재 World Fleet의 5% 이상 이루어지기 어렵다.

3.1.2. 공급 부족 ② : 폐선량은 역대 최고

20년 내 최대 폐선량

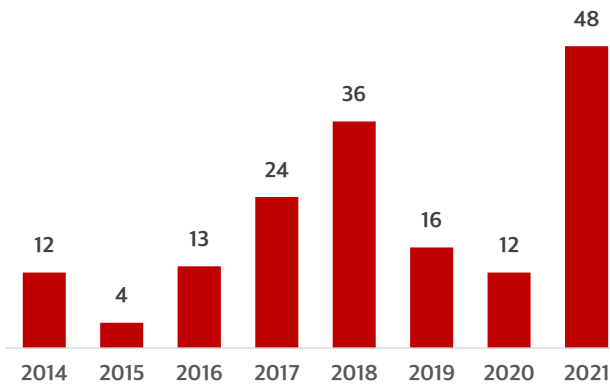
연간 폐선량은 명목 선복량을 감소시키는 요인이 된다. 전체 Product Tanker 중 2021년에 폐선된 선박은 48척이다. [그림 3-5]에서 확인할 수 있듯이 근 20년 중 가장 많은 양이다. 후술할 몇 가지 이유들은 폐선량 급증에 대한 설득력 있는 해설이 될 수 있다.

이유 1: 노후화된 선박

[그림 3-6] 먼저 선박 노후화에 주목할 필요가 있다. 노후 선박의 기준이 되는 선령은 보통 15년이다. 노후 선박의 비중을 살펴보면, 2021년 11월 기준 전체 Product tanker Fleet 중 선령이 15년 이상인 선박의 비율은 29.4%이다. 선박 척수로 따지면 851척이다.

그림 3-5. Product Tanker 폐선량 추이

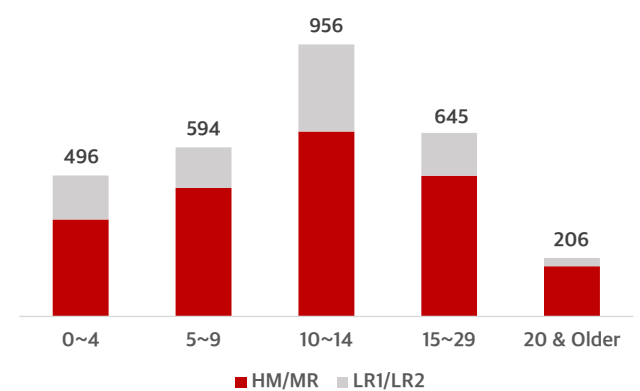
(단위: 척)



출처: Clarksons, SMIC 1팀

그림 3-6. Product Tanker 선령별 선박 수

(단위: 척)



출처: Clarksons, SMIC 1팀

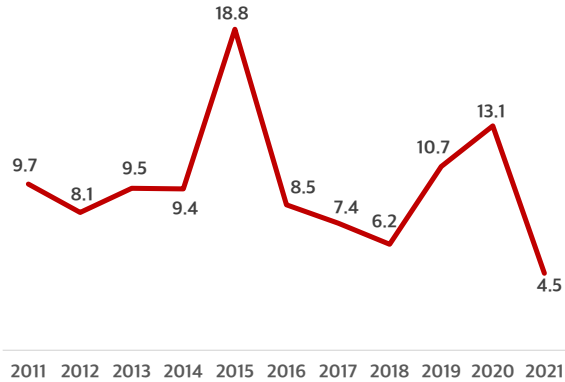
그 중 선령이 20년 이상인 선박 수는 206척이다. 해당 선박들은 잠재적 폐선박으로 분류해도 무리가 아니다. 그리고 2021년은 선주 입장에서 노후 선박을 폐선할 절호의 기회였다.

이유 2: 영 좋지 못한
운임 수준

[그림 3-7]은 '11년부터 '21년까지 Product Tanker의 Spot rates를 보여준다. 2021년의 운임은 절망적인 수준이었다. 팬데믹으로 인해 정유 제품 수요 감소가 심각해지면서 Product Tanker를 이용한 무역량이 8.6% 감소했고, 이로 인한 공급과잉 상태가 연중 지속되면서 탱커 운임 전반에 강한 하락 압력이 있었기 때문이다.

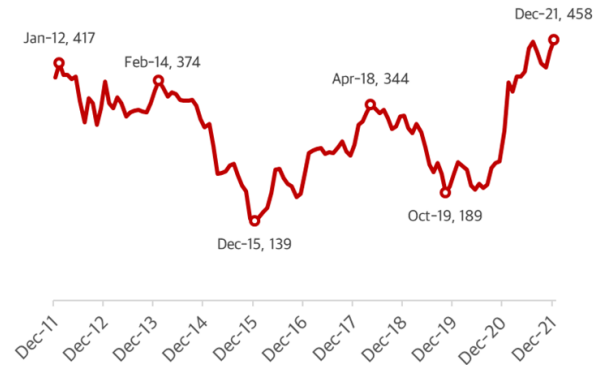
급격히 하락한 운임은 수익성 저하로 이어졌고, Fleet이 Product Tanker로 채워진 해운사들은 영업 적자를 면할 수 없었다. 특히 원래도 고객의 환영을 받지 못했던 **노후 선박들의 존재는 적자 운영을 가속화하는 원인으로 작용하며 선주들의 골칫거리가 되어 버렸다.**

그림 3-7. '11-'21 Product Spot Rates 추이 (단위: 천 달러/일)



출처: Drewry, SMIC 1팀

그림 3-8. '11-'21 철스크랩 가격 추이 (단위: 달러/톤)



출처: KOMIS, SMIC 1팀

이유 3: 이 와중에
철스크랩 가격 상승?

이러한 시기에 철스크랩(고철) 가격이 상승하기 시작했다는 건 참 공교로운 일이었다. 폐선 업체는 선박 해체 후 남은 철스크랩과 부품을 철재상에게 판매하여 수익을 얻는다. 따라서 선주가 폐선을 통해 수취하는 금액인 **폐선가는 철스크랩 가격과 직접적으로 연동된다.**

그런데 [그림 3-8]에서 확인할 수 있듯이 이후 철스크랩 가격이 급격히 오르는 과정에서 폐선가도 순차적으로 상승했다. LDT(경화배수톤)는 한 선박의 순수한 철 무게를 의미하는데 **탱커선의 폐선가는 21년 10월 기준 620 달러/LDT라는 유례없는 수준에 도달했다.** 근 15년 간 폐선가가 500 달러/LDT 이상으로 상승한 적이 거의 없다는 사실을 고려하면 실로 놀라운 증가율을 보인 것이다.

Product Tanker의
역대급 단위당 폐선가

Product Tanker의 단위당 폐선가는 역대급으로 치솟았는데 심지어 탱커선은 타 선종보다 선박의 LDT도 높다. 3.1.1.에서 상술했던 바와 같이 후판 투입량이 상대적으로 많기 때문이다. 손익분기점보다 낮은 운임에 울고 싶은 마음이던 선주들에게 2021년의 폐선가는 구원의 동아줄과 같았을 것이다.

올해도 폐선은 여전히

철스크랩 가격은 현재까지도 높은 수준에 머무르고 있다. 지난 22년 3월, 아시아의 선박 해체 업체 간 경쟁이 심화되며 폐선가는 725 달러/LDT를 돌파했다. 그 결과 **22년 전반기가 끝나지도 않은 지금 폐선량은 무려 36척이다.** 폐선 열기가 올해 역시 지속되고 있는 것이다.

인도량↓ 폐선량↑
= 명목 선복량 정체

종합하면 인도량은 저조한 상황에서 높은 폐선량이 유지되면서 **인도량과 폐선량 사이에 큰 차이가 없게 되어** Product Tanker의 명목 선복량은 거의 늘어나지 않을 것이라 전망된다.

3.1.3. 공급 부족 ③ : 러시아 제재가 내포한 가능성

그렇지 않아도 신규 공급 가뭄이 예상되던 Product Tanker 시장은 러시아-우크라이나 전쟁 이후 **완전히 새로운 국면에 접어들었다.** TCE 상승 장기화의 단초가 마련되기 시작한 것이다.

러시아는 21년 12월 기준 5백만 배럴/일의 원유, 2.85백만 배럴/일의 정유 제품을 수출하는 세계 최대의 석유 수출국이다. 전쟁 이전에 러시아는 OECD 유럽이 수입하는 정유 제품의 40%를 공급했고 유럽 에너지 체인의 핵심적인 축으로 기능했다.

정유 수입 항로 변경
→ 운송 비효율 발생

그러나 전쟁 이후 러시아산 정유 제품에 대한 전방위적 제재가 이루어지며 유통 메커니즘의 대대적인 변화가 발생했다. 유럽을 비롯해 제재에 동참한 국가들은 러시아를 대체할 수입처를 찾아 나섰다. 미국, 중동, 인도, 아시아가 그 후보가 되었고, 유럽의 주요 국가들은 더 먼 곳에서 정유 제품을 수입하기 시작했다. 그리고 이들이 수입하던 러시아의 정유 제품은 아프리카, 아시아, 라틴 아메리카로 향하게 되었다

= 실질 선복량 감소

상술한 항로의 변경은 상당한 수준의 운송 비효율을 초래한다. **운행 당 평균 거리가 증가하면 같은 수의 선박으로 운송할 수 있는 화물의 양은 줄어든다.** 명목 선복량은 유지되지만 실질 선복량이 감소하는 것이다.

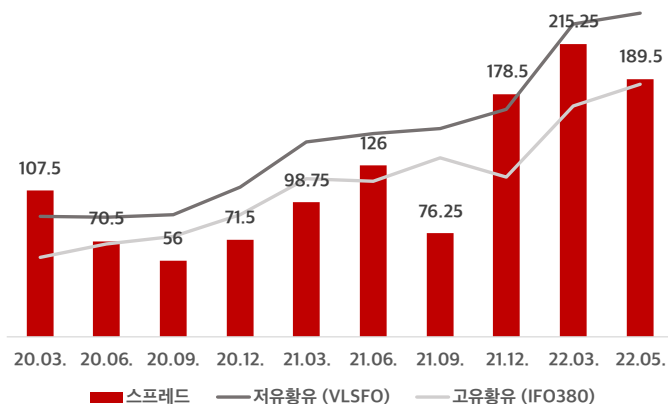
아직 결론이 나지 않았지만, EU는 러시아산 정유 제품 수입을 '22년 말 이후 완전히 중단하려는 움직임을 보이고 있다. 향후 서방 세계의 수입금지가 본격적으로 시행된다면 **운송 비효율이 장기화되고 Product Tanker의 실질 선복량은 전쟁 이전보다 유의미하게 낮아지게 될 것이다.**

3.1.4 공급 부족 ④ : 저유황유-고유황유 스프레드의 확대

저유황유-고유황유 스프레드에 주목!

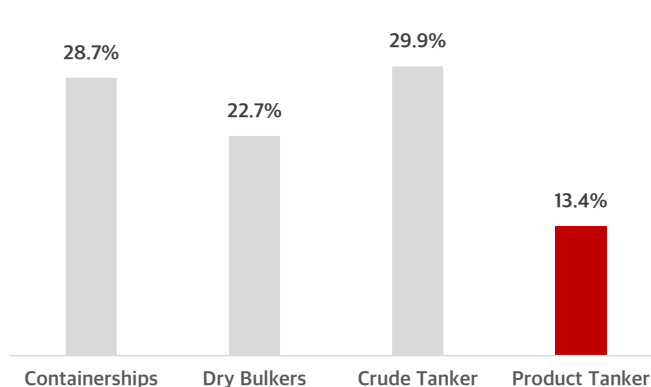
선박의 연료로 사용되는 중유는 **황 함유량이 적은 저유황유와 높은 고유황유로 구분된다.** 저유황유는 황 함유량을 낮추기 위해 추가적인 설비를 거치기 때문에 고유황유보다 가격이 높다. 각각의 생산량은 전체 중유 생산량에서 비중을 조정하여 결정되기 때문에 한 쪽의 공급을 늘리려면 다른 쪽은 줄여야 하는 Trade-off가 발생한다. 이에 **저유황유와 고유황유의 가격 차이를 의미하는 스프레드가 중유의 업황을 이해하는 주요한 지표로 활용된다.**

그림 3-9. 저유황유-고유황유 스프레드 추이 (단위: 달러/미터톤)



출처: Ship & Bunker, SMIC 1팀

그림 3-10. 선종별 스크러버 설치 비율



출처: BIMCO, SMIC 1팀

스프레드 확대의 원인	그런데 2021년 4분기 이후로 이 스프레드가 계속해서 벌어지고 있다. 2022년 3월의 스프레드는 215 달러/미터톤을 달성하였는데 이는 근 2년 동안의 최고치이다. 스프레드 확대의 주된 원인으로는 위드 코로나의 본격화로 정유사들이 차량용 및 발전용 연료로 주로 쓰이는 고유황유의 공급을 늘리면서 이에 대한 Trade-off로 저유황유의 공급이 감소했기 때문으로 분석된다.
저유황유 가격↑ = 실질 선복량 감소	이와 같은 스프레드의 확대는 Product Tanker의 실질 선복량의 감소로 이어질 수 있다는 점에서 고무적이다. 요약하자면 IMO의 황산화물 규제로 인해 값비싼 저유황유를 연료로 사용하지 않으려면 반드시 선박에 스크러버를 장착해야 하는데, 설치 기간 동안은 선박을 운영할 수 없기 때문에 실질적인 선복량이 감소하게 되는 것이다.
비싼 저유황유 vs 고유황유 + 스크러버	IMO(국제해사기구, International Maritime Organization) 규제안에 대해 보다 구체적으로 알아보자. IMO는 '20년부터 선박의 황 함유량이 0.5% 이하인 저유황유만을 선박 연료로 사용하도록 제한하는 규제안을 발효하였다. 다만 정화 시설인 스크러버가 설치된 선박은 규제 대상에서 제외하여 고유황유의 사용을 예외적으로 허용하였다. 결과적으로 기름을 연료로 하는 모든 선박은 규제를 준수하기 위해 1) 스크러버를 설치하고 상대적으로 값싼 고유황유를 사용하거나 2) 스크러버 없이 상대적으로 비싼 저유황유를 사용하는 두 가지 방식 중 하나를 선택해야 하는 상황에 놓이게 되었다. 두 방식의 결정적인 차이는 바로 부담하는 비용의 성격이다. 스크러버 설치 비용은 업황과 무관하게 선박의 크기에 따라 1백만 ~5백만 달러 사이로 일정하게 유지되는 경향이 있다. 따라서 규제 준수 방식 채택에 있어 가장 영향력 있는 변수는 바로 저유황유-고유황유 스프레드이다.
스프레드 \$200 돌파 + 수급 불균형 지속	일반적으로 스프레드가 약 100달러/미터톤 이상으로 1년 6개월 동안 유지되면 스크러버를 설치하는 것이 저유황유를 사용하는 것보다 경제적이라고 한다. [그림 3-9]를 보면 1) 현재 스프레드의 수준이 200달러/미터톤에 가깝고, 이는 IMO 황산화물 규제가 처음 발효되어 저유황유 수요가 급증했던 시기인 '20년 초를 제외하고는 근 20년 동안의 최고치다. 2) 위드 코로나의 본격화로 저유황유의 수급 불균형은 앞으로도 계속될 가능성이 매우 크다는 점에서 지금과 같은 초과 스프레드가 한동안 지속될 개연성이 매우 높다고 판단한다.
스크러버 설치 수요 ↑	이에 따라 스크러버 설치 수요도 빠르게 증가할 것으로 예상된다. 스크러버 설치는 평균적으로 2개월 정도 소요되며 해당 기간 동안 운항이 불가능하기 때문에 실질 선복량은 감소하게 된다. 특히 Product Tanker의 스크러버 설치율은 13.4%로 다른 선종에 비해 상당히 낮은 수준임을 고려한다면 다른 선박보다도 특히 Product Tanker의 실질 선복량 감소 효과가 두드러질 것으로 기대한다.

3.1.5. Product Tanker 선복량 계산하기

기나긴 Product Tanker 공급 분석은 선복량 추정으로 마무리된다. 명목과 실질 두 측면에 대한 개별 분석들을 종합하여 Product Tanker 시장의 향후 공급 양상에 대한 본 보고서의 전

망을 제시하고자 한다.

2023년 명목선복량
= 3,233 척

명목 선복량 계산을 위해 필요한 수치는 Drewry 보고서에서 인용하였다. '21년 World Fleet 에는 총 3,138척의 Product Tanker가 등록되어 있다. 신규 인도가 예정된 선박 131척을 더하고, '22년 5월 이전에 폐선된 선박 36척을 제하면 **2023년 총 명목 선복량은 선박 수 단위로 3,233척이고 적재화물 단위로 계산하면 182.9 MDWT이다.**

이는 '21년 명목 선복량에서 4% 가량 성장한 수치이나, **향후 폐선을 전혀 고려하지 않은 수치라는 점에서 보정이 필요하다.** 3.1.2.에 상술한 바와 같이 '22년 5월 이후에도 꾸준히 폐선이 이어진다고 가정하면, **동사가 제시한 2.7%의 명목 선복량 상승 시나리오를 채택할 충분한 근거가 있다고 판단된다.**

실질선복량은 이보다
더 감소한다

IMO 규제는 Product Tanker의 실질 선복량에 영향을 미치는 요인이다. 스크러버 설치가 실질 선복량의 감소로 이어질 가능성이 높다. 종합하면, 2023년까지 명목 선복량의 성장이 정체될 것이고 실질 선복량은 감소할 개연성이 충분하다. 따라서 **향후 Product Tanker 공급은 21년 수준을 회복하지 못할 것으로 예상된다.**

3.2. 수요: 물동량 증가도 눈 앞에 있다!

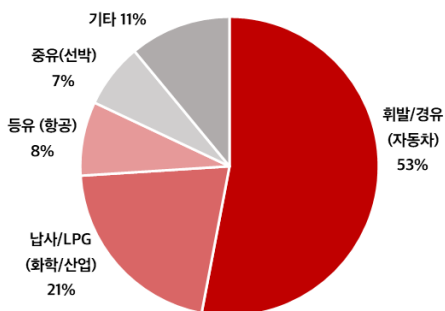
지금부터는 수요 단에서도 지속적인 성장의 초입에 있다는 점을 피력하고자 한다. 앞서 언급 하였던 Product Tanker의 수요는 정유의 해상 물동량을 의미하며, 이는 정유 수요가 늘고 있는 상황에서 충분한 원유 공급이 이루어질 때 증가하게 된다. 수요가 견인하고 공급이 받쳐 주는 우호적인 업황이 바로 지금, 동사를 향해 다가오고 있다.

3.2.1. 정유 수요 증가: 중량(ton)과 수송 거리(mile) 모두 UP

정유의 해운 수요
= 중량(톤)*거리(마일)

해운사의 관점에서 정유의 수요란 '중량(ton)'과 '수송 거리(mile)'가 모두 고려된 개념이다. 동일한 중량을 수송하더라도 수송 거리가 늘어날수록 해상 운송 서비스에 대한 수요가 증가하기 때문이다. 따라서 본 절에서도 정유의 수요를 중량과 수송 거리로 분해하여 분석하도록 하겠다.

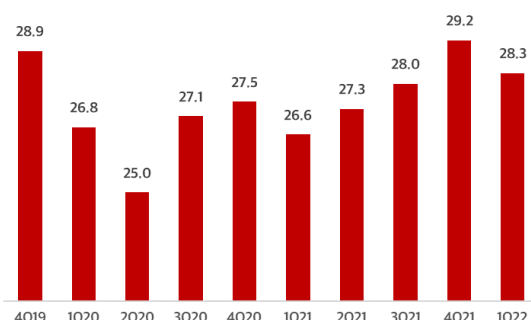
그림 3-11. 정유 사용처 별 비중



출처: 한국투자증권, SMIC 1팀

그림 3-12. 경유 수요의 회복

(단위: 백만 배럴/일)



출처: Energy Aspect, SMIC 1팀

중량: 엔데믹과 함께
정유 수요 폭증

먼저 중량(ton)의 관점이다. 올해를 기점으로 대다수의 국가에서 거리두기가 해제되면서 정유 수요가 빠르게 회복되고 있다. 정유는 주로 자동차·항공·선박 등 운송수단의 연료로 사용되거나 석유화학산업의 원재료로 투입되기 때문에 코로나19 종식에 따른 수요의 폭증은 너무나 자명한 일이다.

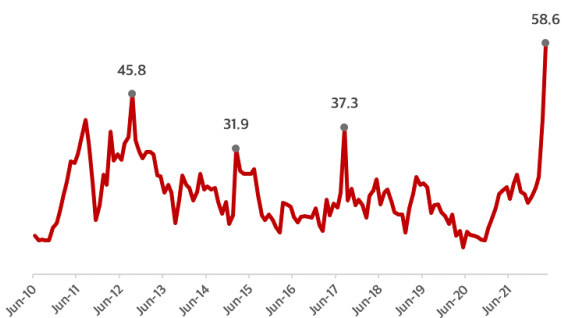
실제로 '22년 1분기 글로벌 경유 수요는 이미 코로나19 이전 수준을 회복하였다. 그간 축적되었던 이연 수요까지 고려한다면 구체적인 수치를 제시하기는 어렵지만 이와 같은 수요의 증가세는 한동안 유지될 것으로 보는 것이 타당하다.

정제마진/가동률 고점
휘발/경유 재고 저점

정유사들의 상황을 보면 그림은 더욱 명확해진다. 정제 마진은 '22년 4월에 58.6 달러/배럴을 돌파하며 역사적인 수치를 기록하였고, 글로벌 휘발/경유 재고 역시 '21년 이후로 지속적으로 감소하여 근 10년 내 최저치를 갱신하고 있다. 또한 미국 정유사들은 올해 들어 90%에 가까운 가동률을 유지하고 있다.

그림 3-13. 기록적인 수준의 정제마진

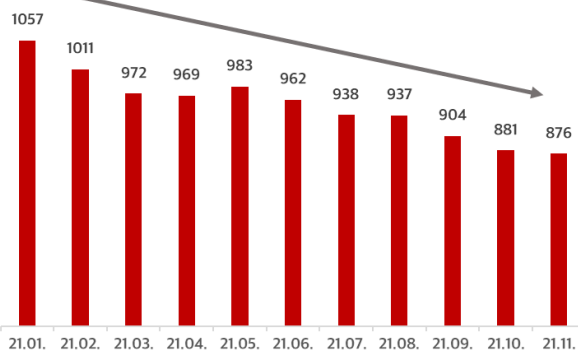
(단위: 달러/배럴)



출처: Petronet, SMIC 1팀

그림 3-14. 감소하는 글로벌 정유 재고

(단위: 백만 배럴)



출처: IEA, SMIC 1팀

정유의 공급 면에서 심각한 병목이 발생하고 있지만 않는다면 이 모든 지표들은 정유 수요의 굉장한 호조를 보여주고 있는 것이다. 정유의 공급에 관하여는 다음 절에 서술하였다.

수송 거리:
정유소 집중화

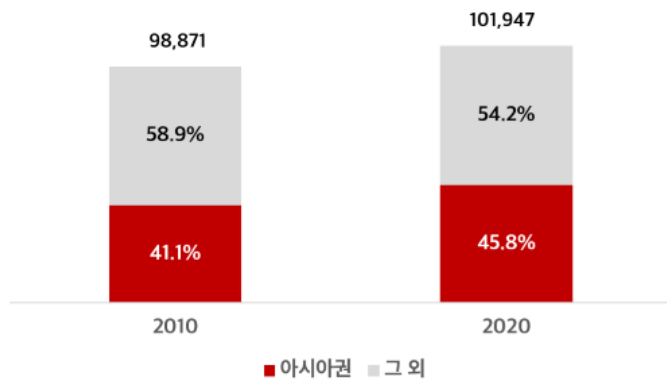
다음은 수송 거리(mile)의 관점이다. 선결하자면 팬데믹의 영향으로 글로벌 정유소 생산능력이 아시아권(중동 포함)으로 집중되는 속도가 빨라지면서 정유의 수송 거리는 증가하고 있었고, 이는 EU를 위시한 서방 진영의 대러 제재의 여파로 연쇄적으로 증가할 것이다.

팬데믹을 기점으로
집중화 현상 가속

글로벌 정유소 생산능력의 아시아권 집중화는 꽤 오랜 기간 동안 진행되어온 일이다. 글로벌 정유소 생산능력에서 아시아권이 차지하는 비중은 '10년 41.1%에서 '20년 45.8%으로 10년간 4.7%p 확대되었다. 이는 특정 연도에 갑작스럽게 이루어진 변화가 아닌 전 년도에 걸쳐 고르게 진행되어온 장기적인 트렌드이다.

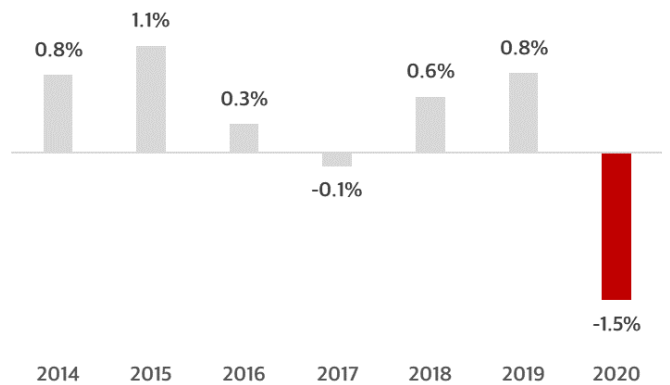
그동안 아시아 외 지역 비중이 그간 축소되어온 이유는 두 가지로 정리할 수 있다. 미국, 유럽 등 선진국들은 1) 상대적으로 정유 설비 노후화 정도가 심한데, 2) 그에 더해 탈탄소화 정책 기조 하에서 정유 설비에 대한 신규 투자는 소극적으로 이루어졌기 때문이다.

그림 3-15. '10-'20 아시아권 비중의 확대 (단위: 천 배럴/일)



출처: BP, SMIC 1팀

그림 3-16. '14 - '20 아시아 외 정유소 생산능력 증감률



출처: BP, SMIC 1팀

선진국 정유소 폐쇄 多

이처럼 점진적으로 진행되던 집중화 현상이 팬데믹을 기점으로 새로운 국면을 맞이하게 되었다. 정유 수요가 급감하면서 수익성이 크게 훼손되었고, 마침내 많은 선진국 정유소들이 폐쇄라는 극단적 조치를 내리기 시작했다. '21년에는 호주에서 2곳, 미국에서 5곳, 그리고 유럽의 스위스, 핀란드, 포르투갈, 노르웨이, 프랑스 등지에서 정유소를 폐쇄하였다. 그 결과 '아시아 외 지역'의 글로벌 정유 생산능력이 비중 감소 수준을 넘어, 절대량마저 감소하게 되었으며, 이는 근 30년 간 처음 있는 일이다

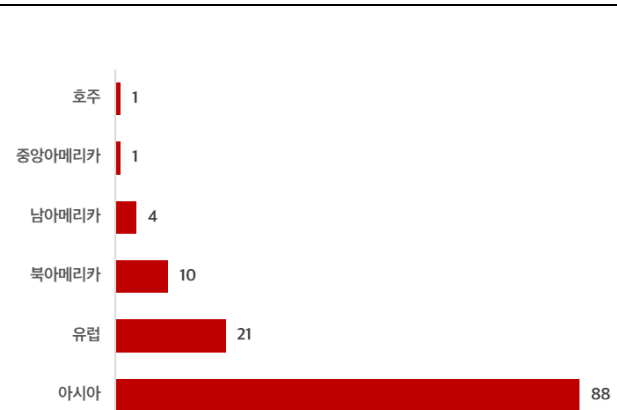
반면 '21년에 신설되었거나 신설 예정이었던 정유소의 수는 아시아권이 88곳으로 압도적이었다. 아시아권에서는 정유소가 세워지고 그 외 지역에서는 정유소가 없어지고 있다는 것은 글로벌 정유소 생산능력이 아시아권으로 더욱 빠르게 집중되고 있음을 명확하게 시사한다.

그림 3-17. '21 아시아권에서 신설된 정유소 (일부)

국가	지역
중국	Zhejiang
	Zhenhai
	Yulong
	Guandong
	Shenghong
사우디아라비아	Jazan
	Al-Zour
오만	Duqm
이란	Qeshm
말레이시아	PRefChem

출처: 각종 언론보도 취합, SMIC 1팀

그림 3-18. '21 지역별 신설된/예정인 정유소 수



출처: Statistica, SMIC 1팀

한편 정유의 수요처는 전 세계 곳곳에 산발적으로 분포해 있다. 수송 거리가 단축되기 위해서는 정유 공급처 역시 수요처에 가까운 곳에 있어야 한다. 현재 일어나고 있는 정유소 집중화 현상은 이에 배치되는 것으로, 수요처와 공급처의 괴리를 심화시킨다. 이에 따라 정유의 수송 거리가 늘어날 수밖에 없으며, 동사를 비롯한 Product Tanker사 입장에서는 수요의 구조적 증가인 것이다.

수송 거리 증가
= 탱커 수요 증가

정리하면, 정유소 집중화가 꾸준히 지속되어오던 상황 하에서 서방 진영의 러시아 제재까지 더해졌다. 이는 정유 수송 거리의 증가로 이어져 Product Tanker의 수요를 증대시킬 것으로 기대된다.

3.2.2. 증산에 대한 우려는 내려놓아도 좋다

원유 증산에
대한 우려 존재

이제까지 정유 수요가 ton과 mile 모두 우상향할 것으로 기대되는 이유에 대해 살펴보았다. 그러나 상술하였듯 공급이 제한된다면 수요가 폭발적이라고 해도 물동량은 정체된다. 팬데믹 초기에 단행했던 원유 감산의 효과가 지금까지도 영향을 미치고 있으며, 반복되는 증산 요구에도 OPEC+가 소극적으로 대응하고 있기 때문에 정유 공급, 보다 근본적으로는 원유 증산이 충분히 이루어질 수 있을지에 대한 우려가 시장에 존재하는 상황이다.

그럼에도 불구하고,

그러나 한 가지 분명한 것은 원유 증산에 대한 불확실성이 만연한 지금조차도 Product Tanker사의 운임은 기록적인 수치를 보이고 있다는 점이다. 선복량 부족과 정유 수요 증가가 견인하는 Product Tanker 업황의 호조가 너무도 강력하기 때문이다. 또한 OPEC+는 매달 지속적으로 43만 배럴/일 규모의 증산을 이행하고 있다. 원유의 공급이 점진적으로나 개선되어 가고 있다는 것이다.

4. 그 중에서도 Top-pick은 동사

그렇다면 Product Tanker 기업의 긍정적인 전망에 대해서는 충분히 설명이 되었으리라 믿고, 지금부터는 왜 동사가 그 중 Top-pick인지를 다루고자 한다.

4.1. Product Tanker 100%

앞서 언급했듯이 동사는 오직 Product Tanker로만 구성된 Fleet을 보유하고 있다. 다른 탱커 선사들은 동사와는 달리 VLCC 등의 Crude Tanker도 함께 보유하고 있는 경우가 많다.

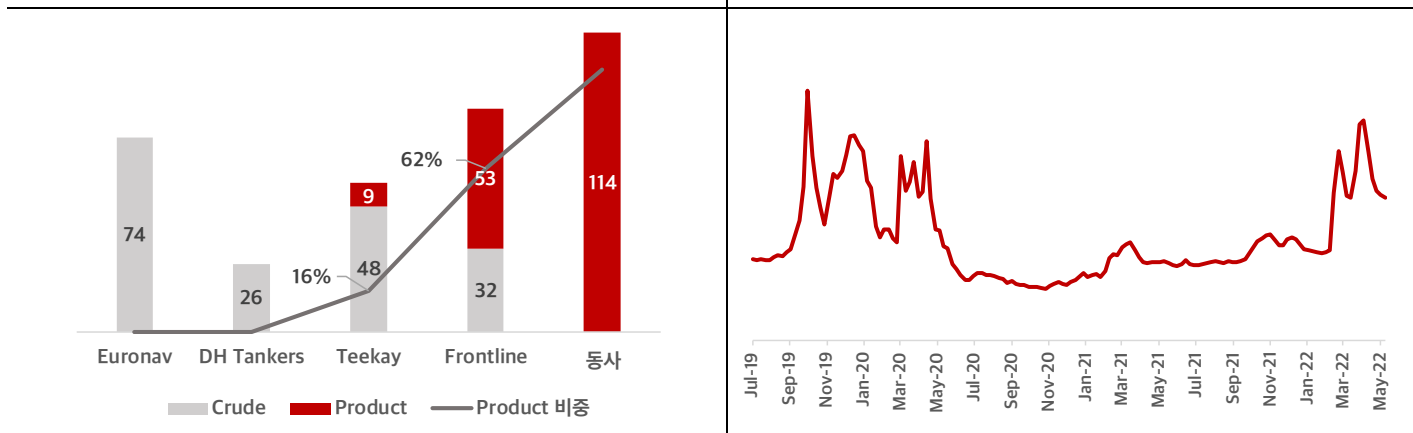
VLCC 회복은
아직 가시화 X

유조선 운임지수인 Baltic Dirty Tanker Index는 반등했지만, 연료 가격 역시 급등했다. 결국 비용을 제외하고 나면 VLCC들은 여전히 손익분기점을 넘기지 못하고 있는 것으로 파악된다. 주요 산유국들의 증산 수준이 크지 않은 지금, 업황 회복을 기다리며 미뤄 온 폐선은 공급 과잉으로 이어졌다. VLCC 시장의 약세는 쉽게 끝나지 않을 것으로 보이고, 이는 Crude Tanker를 보유한 탱커선사들의 주가 성장을 저해하고 있다.

그림 4-1. 탱커선사별 Product Tanker 비중

(단위: 척)

그림 4-2. Baltic Dirty Tanker Index 추이



출처: 각 사 홈페이지, SMIC 1팀

출처: Investing.com, SMIC 1팀

4.2. 가장 젊은 선령

6-7년 수준의
동사 평균 선령

동사는 또한 선박들의 평균 선령이 가장 젊다. 각 선종별로 살펴보면 HM의 평균 선령은 7.86년, MR은 6.29년, LR1은 6.17년, LR2는 6.24년 수준이다. 앞서 언급했듯 노후 선박을 구분하는 기준이 15년이고, 전세계 Product Tanker Fleet 중 노후 선박의 비율이 30%에 달하는 것을 고려하면 놀라운 수치다. 동사와 유사하게 Product Tanker로만 이루어진 Fleet을 보유하고 있는 Peer 기업인 Hafnia와 선종별 평균 선령을 비교해 보면 동사의 장점이 더욱 명확하게 드러난다.

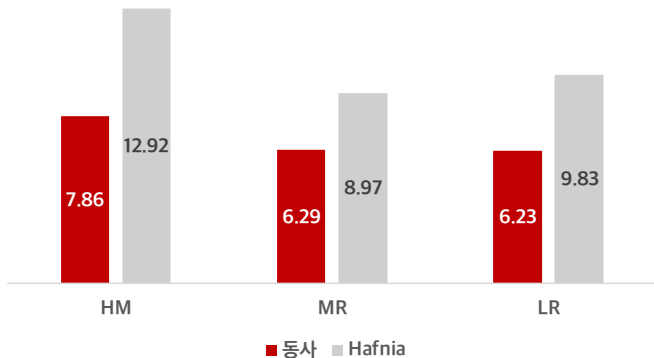
선박 노후화 =
비용↑ 영업일↓

노후화된 Fleet을 보유하고 있는 해운선사들은 유지/보수 비용 부담이 높아질 뿐만 아니라, 유지/보수 기간만큼 영업일의 손해를 보게 된다. 무엇보다 Product Tanker의 핵심 고객사들이 대부분 선령 15년 이하의 선박을 운용하고자 하기 때문에 지금과 같은 호황기에 더욱 치명적이다.

선박의 저출산 고령화

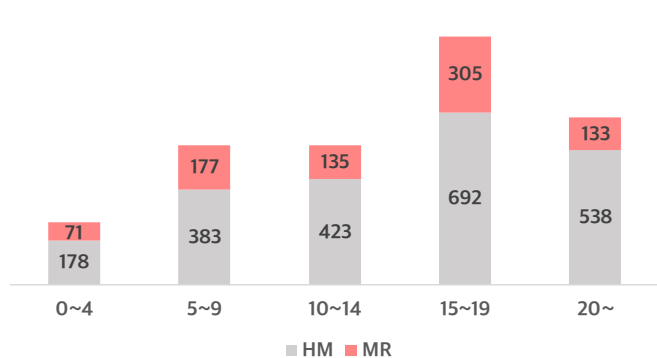
앞서 언급한 Product Tanker의 공급 제한 상황 속에서 평균 선령은 더욱 빠르게 오를 것이다. Clarksons Research에 따르면 2025년에는 노후 선박 비중이 54.96%에 달할 것으로 예측된다. 동사는 업계 최저 수준의 Fleet Age를 바탕으로, 오랜만에 돌아온 사이클을 놓치지 않을 전망이다.

그림 4-3. 동사와 Hafnia의 평균 선령 비교



출처: 각 사 홈페이지, SMIC 1팀

그림 4-4. '25E Product Tanker Fleet 선령 구성 (단위: 척)



출처: Clarksons, SMIC 1팀

4.3. 압도적인 스크러버 설치 대수

동사의 Fleet은 앞서 언급한 IMO 규제에도 가장 잘 부합한다. 동사는 현재 전체 Fleet 114척 중 13척을 제외하고는 모두 스크러버가 설치되어 있다.

스크러버 설치하러 떠나는 전세계 선박들

앞서 언급했듯이 세계적인 Product Tanker의 스크러버 설치 현황은 DWT 기준 13.4%에 불과하다. 선박 수 기준으로는 4.2%다. 2021년 불황 동안 많은 선주들이 스크러버 설치를 미뤄왔기 때문인데, 이 선박들이 이제는 스크러버를 설치하러 떠나야만 한다. 동사는 이로부터 기인하는 영업일 손해가 거의 없어, 마찬가지로 호황기에 가장 적합하다.

4.4. 전 선박 Spot 운임 방식으로 운영

동사는 업계 상황에 따라 운임 수취 방식을 유연하게 사용하고 있는데, 2022년 3월 기준으로 모든 선박을 Spot 운임 방식으로 운영하고 있다. 운임 상승세를 제때 반영하여 최근 운임 상승의 특수를 가장 잘 누릴 수 있는 계약 형태이기 때문이다.

가장 우수한 Fleet + 가장 적합한 운임

다시 말해, 동사는 탱커선사들 중에서도 가장 우수한 Fleet 구성과 이를 뒷받침하는 적절한 운임 방식 선택으로 업계 호황의 수혜를 완전히 흡수할 준비가 되어 있다. 이제 동사가 이를 통해 22년과 23년 매출을 얼마나 발생시킬 수 있을지 확인할 일만 남았다.

5. 매출 추정

5.1. 매출 추정 방식

동사의 전체 매출은 크게 Pool Revenue와 Voyage Revenue로 나뉜다. 이 중 **Pool Revenue가 압도적인 비중을 차지하고 있다.** 과거에는 그 외에 Time Charter-out Revenue도 매출에 포함되었다. (즉 Gross Revenue = Pool Revenue + Voyage Revenue + Charter-out Revenue)

이에 우선 Pool Revenue를 먼저 추정한 후에, Voyage Revenue와 Charter-out Revenue를 각각 추정해 합산하는 순서로 전체 매출을 추정하였다.

특히 Pool Revenue는 선종별로 나누어 추정하며, 추정의 기본 방식은 아래 식을 이용한다.

$$\text{Pool Revenue} = \text{TCE Rate per day} * \text{Revenue Days}$$

여기서 Revenue Days라 함은 전 선박이 운항 가능한 일수의 총합이다. 선박의 일시적인 고장이나 보수 작업 등으로 운항하지 못한다면 RevenueDays가 감소할 것이다. 일례로 10척의 선박이 1년에 350일씩 운항한다면 해당 선종의 Revenue Days는 3,500일로 계산된다.

5.2. 매출 추정의 전제

본 매출 추정은 동사의 Fleet이 '22년 2분기 공시 이후로 달라지지 않는다고 가정한다. 동사가 HM 14척, MR 60척, LR1 0척, LR2 40척으로 구성된 Operating Fleet을 '23년까지 유지한다는 것이다. 이는 신규 리스 및 Charter 계약은 없을 것이라는 가정을 포함한다.

동사가 주문한 새 선박의 가장 빠른 인도 시기가 '24년으로 예정되어 있으며, Earnings Call에서 선박을 추가적으로 판매할 계획은 없음을 분명히 했다. 또한 최근과 같은 호황에는 신규 리스 및 Charter 계약이 어렵다. 이를 모두 종합하면 Fleet 구성을 고정하는 것은 무리한 가정이 아니다.

5.3. Pool Revenue 추정

우선 각 선종별로 TCE Rate와 Revenue Days를 추정하고, 이에 따른 선종별 Pool Revenue를 합산하여 전체 Pool Revenue를 도출한다.

5.3.1. TCE Rate per day 추정

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
HM	11,694	14,745	14,854	9,541	26,487	30,000
MR	12,356	15,216	16,306	11,427	26,712	30,000
LR1	10,891	15,894	21,594	11,707	12,320	-
LR2	13,795	20,270	27,048	12,208	21,800	24,000

TCE Rate는 동사가 제시한 '22년 2분기 TCE Rate를 '22, '23년 동안 동일하게 적용한다. 상승할 논리에 따라 TCE Rate는 이 기간 동안 견조하게 상승할 것이 예측된다. 하지만 **호황기 해운 운임에는 천장이 없어 합리적인 가정이 어렵고, 이에 더욱 보수적인 추정을 하기 위함**이다.

동사의 2Q22 TCE Rate는 탱커선의 마지막 호황기였던 '15년과도 비교할 수 없이 높은 수준이다. 덧붙여 동사는 Earnings Call을 통해 40,000달러, 심지어는 72,000달러의 TCE를 수취하는 항로가 있다고 밝히기도 했다. 게다가 36개월 단위의 계약을 맺고자 하는 요청이 쇄도한다는 것은 추정 기간 동안의 수요에 대한 충분한 증거다.

5.3.2. Revenue Days 추정

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
HM	7,072	6,990	7,074	5,215	5,190	5,202
MR	18,196	17,116	20,908	22,480	21,293	21,288
LR1	4,306	4,098	4,030	4,019	643	0
LR2	13,674	12,865	13,660	14,819	13,983	14,078

우선 가장 먼저 **달라진 동사의 Fleet 구성을 반영하기 위해, 선종별 변동된 척수에 따라 가중치를 주었다.** 예를 들어 62척에서 60척으로 감소한 MR Tanker의 경우 먼저 총 Revenue Days에 60/62을 곱해 주었다.

이후 Revenue Days를 감소시키는 요인별로 그 영향을 추정하여 차감해 주었다. 동사의 Revenue Days를 감소시키는 요인은 크게 다음의 네 가지로 나눌 수 있다. ① BWTS를 설치하는 기간, ② 스크러버를 설치하는 기간, ③ Charter 계약에 따라 선박을 인도하거나 수령하는 기간, ④ Dry Dock에서의 점검 기간이다.

(1) BWTS 관련 추정

BWTS는 Ballast Water Treatment Systems의 약자로, 선박 평형수 이동에 따른 해양 생태계 파괴와 교란을 방지하기 위해 유해 상생물과 병원균을 제거하는 시스템을 칭한다.

IMO 규제 Compliance를 위해 남은 BWTS를 '22, '23년에 전부 설치한다고 가정한다. 동사 사업보고서에 13척의 선박에 BWTS를 설치하는 데 433 Revenue Days가 감소했다는 언급이 있으므로 BWTS 설치는 1척당 34일이 걸리는 것으로 계산했다.

동사의 현재 Fleet은 114척 중 9척만 BWTS가 설치되어 있지 않은 상태이다. 6척은 이미 설치 계약이 체결되어 있는 상태이고, 3척은 아직 계약되지 않았으므로 계약된 6척을 '22년, 3척을 '23년에 배분하였다. 선박의 종류는 구체적으로 알 수 없으므로 선종별 보유 수량에 따라 가중치를 적용했다.

(2) 스크러버 관련 추정

스크러버와 관련해서는 IMO 규제가 구체적인 설치 시기를 의무화하고 있지는 않다. 하지만 보수적인 추정을 위해 마찬가지로 '22, '23년에 남은 Scrubber를 전부 설치한다고 가정한다. 동사 사업보고서에 3척의 선박에 스크러버를 설치하는 데 177 Revenue Days가 감소했다는 언급이 있으므로 스크러버 설치는 1척당 59일이 걸리는 것으로 계산했다. 일반적으로 스크러버 설치에 2개월이 걸린다고 알려져 있으므로 합리적인 수준이다.

동사의 현재 Fleet 중 MR 13척과 LR2 1척만 스크러버가 설치되어 있지 않은 상태이다. 2년간 절반씩 나누어 스크러버를 설치한다고 가정하고 '22년에 MR 6척과 LR2 1척, '23년에 MR 7척을 배분하였다.

(3) Charter / Dry Dock 관련 추정

Charter 계약 관련한 Revenue Day 변동은 Charter-In과 Charter-out이 서로 상쇄되는 경향이 있다. 또한 동사의 선박 수를 일정하게 가정하고 있으므로 고려하지 않았다.

Dry Dock 점검의 경우 30개월에서 60개월에 한번씩 실시하는 것이 일반적인데, Earnings Call에서 지난 2년간 지나치게 많은 점검을 보냈다는 언급이 있어 고려하지 않았다.

5.3.3. 선종별 Pool Revenue 추정

선종별로 TCE Rate per day와 Revenue Days 추정이 완료되었으므로, 앞서 언급한 수식인 $Pool Revenue = TCE Rate per day * Revenue Days$ 를 이용하여 선종별 Pool Revenue를 계산한다.

(1) HM Pool Revenue 추정

	2017	2018	2019	2020	2021	1Q22	2022E	2023E
TCE rate / day (Unit: \$)	11,255	11,694	14,745	14,854	9,541	15,949	26,487	30,000
Pool Revenue days	6,976	7,079	6,996	7,093	5,256	1,297	5,190	5,202
# of ship	22	21	21	18	14	14	14	14
HM Revenue (Unit: thou \$)	78,510	82,782	103,150	105,355	50,143	20,694	137,467	156,074

(2) MR Pool Revenue 추정

	2017	2018	2019	2020	2021	1Q22	2022E	2023E
TCE rate / day (Unit: \$)	12,712	12,356	15,216	16,306	11,427	16,305	26,712	30,000
Pool Revenue days	17,082	18,224	17,201	20,909	22,480	5,323	21,293	21,288
# of ship	55	48	62	63	62	62	60	60
MR Revenue (Unit: thou \$)	217,141	225,181	261,727	340,937	256,874	89,691	568,794	638,645

(3) LR1 Pool Revenue 추정

	2017	2018	2019	2020	2021	1Q22	2022E	2023E
TCE rate / day (Unit: \$)	11,562	10,891	15,894	21,594	11,707	12,320	12,320	-
Pool Revenue days	1,805	4,305	4,155	4,030	4,019	643	643	0
# of ship	12	12	12	12	6	6	0	0
LR1 Revenue (Unit: thou \$)	20,875	46,883	66,040	87,028	47,053	7,923	7,923	0

(4) LR2 Pool Revenue 추정

	2017	2018	2019	2020	2021	1Q22	2022E	2023E
TCE rate / day (Unit: \$)	14,749	13,795	20,270	27,048	12,208	14,475	21,800	24,000
Pool Revenue days	9,642	13,696	12,875	13,660	14,819	3,670	13,983	14,078
# of ship	40	38	42	42	42	42	40	40
LR2 Revenue (Unit: thou \$)	142,204	188,938	260,969	369,476	180,912	53,130	304,820	337,861

5.3.4. 전체 Pool Revenue 추정

Pool Revenue Estimation								
(Unit: thou \$)	2017	2018	2019	2020	2021	1Q22	2022E	2023E
Pool Revenue	458,730	543,784	691,886	902,796	534,982	171,437	1,013,580	1,132,580
YoY	-	18.5%	27.2%	30.5%	-40.7%	-	89.5%	11.7%
HM	78,510	82,782	103,150	105,355	50,143	20,694	137,467	156,074
MR	217,141	225,181	261,727	340,937	256,874	89,691	565,901	638,645
LR1	20,875	46,883	66,040	87,028	47,053	7,923	7,923	0
LR2	142,204	188,938	260,969	369,476	180,912	53,130	302,290	337,861

5.4. Voyage Revenue 추정

Voyage Revenue Estimation								
(Unit: thou \$)	2017	2018	2019	2020	2021	1Q22	2022E	2023E
Voyage Revenue	16,591	7,248	9,888	13,096	5,804	2,610	13,856	15,484

Voyage Revenue는 운임 수준을 공유한다는 점에서 Pool Revenue와 연동되는 경향이 있다. 따라서 3개년 Voyage Revenue / Pool Revenue 비중의 평균을 사용해 추정해 주었다.

5.5. Gross Revenue 추정

Time Charter-out Revenue의 경우 비중이 적고 합리적인 추정이 불가하며, 최근 2년 내에 매출이 발생한 적 없으므로 모두 0으로 처리했다. 추정된 Pool Revenue, Voyage Revenue, Time Charter-out Revenue를 모두 합산한 최종 Gross Revenue는 아래와 같다.

Gross Revenue Estimation								
(Unit: thou \$)	2017	2018	2019	2020	2021	1Q22	2022E	2023E
Gross Revenue	512,732	585,047	704,325	915,892	540,786	174,047	1,026,980	1,147,553
YoY	-	14.1%	20.4%	30.0%	-41.0%	-	89.9%	11.7%
Pool	458,730	543,784	691,886	902,796	534,982	171,437	1,013,580	1,132,580
Voyage	16,591	7,248	9,888	13,096	5,804	2,610	13,400	14,973
Time Charter-out	37,411	34,015	2,551	0	0	0	0	0

6. Valuation: PBR Method

6.1. Income Statement

Income Statement										
(unit: thousands in USD)	2019	2020	2021	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2022E	2023E
Revenue	704,325	915,892	540,786	134,165	139,442	119,271	147,908	174,047	1,026,980	1,147,553
YoY(%)	20.4%	30.0%	-41.0%	-47.2%	-59.7%	-32.7%	7.0%	29.7%	89.9%	11.7%
Cost of Revenue	512,058	604,371	578,548	145,312	141,416	146,657	145,163	208,421	605,647	531,443
Gross Profit	192,267	311,521	(37,762)	(11,147)	(1,974)	(27,386)	2,745	(34,374)	421,333	616,110
GPM(%)	27.3%	34.0%	-7.0%	-8.3%	-1.4%	-23.0%	1.9%	-19.7%	41.0%	53.7%
Operating Expenses (G&A)	62,295	66,187	52,746	13,560	13,324	13,054	12,808	12,454	60,149	60,272
Operating Income (Loss)	129,972	245,334	(90,508)	(24,707)	(15,298)	(40,440)	(10,063)	(46,828)	361,184	555,838
OPM(%)	18.5%	26.8%	-16.7%	-18.4%	-11.0%	-33.9%	-6.8%	-26.9%	35.2%	48.4%
Total other expenses, net	(178,462)	(151,210)	(143,927)	(37,687)	(37,484)	(32,827)	(35,929)	(37,620)	(133,412)	(105,848)
Income (Loss) Before Taxes	(48,490)	94,124	(234,435)	(62,394)	(52,782)	(73,267)	(45,992)	(84,448)	227,772	449,991
Income Taxes	0	0	0	0	0	0	0	0	9,111	18,000
Net Income (Loss)	(48,490)	94,124	(234,435)	(62,394)	(52,782)	(73,267)	(45,992)	(84,448)	218,661	431,991
NPM(%)	-6.9%	10.3%	-43.4%	-46.5%	-37.9%	-61.4%	-31.1%	-48.5%	21.3%	37.6%

6.2. Cost of Revenue Estimation

Cost of Revenue Estimation										
(unit: thousands in USD)	2019	2020	2021	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2022E	2023E
Cost of Revenue	512,058	604,371	578,548	145,312	141,416	146,657	145,163	208,421	605,647	531,443
Vessel operating costs	294,531	333,748	334,840	83,302	80,598	85,881	85,059	84,832	323,400	319,072
Voyage expenses	6,160	7,959	3,455	1,385	1,396	661	13	2,023	10,740	12,002
Depreciation	206,968	245,818	240,253	60,625	59,422	60,115	60,091	53,828	203,768	200,369
Other cost of revenue	4,399	16,846	-	-	-	-	-	67,738	67,738	-

Vessel operating costs는 인건비, 선박 수리 및 유지보수, 보험료, 통신비, 기타 관리비를 포함하는 계정으로, Operating days와 Operating cost per day를 통해 추정하였다. Operating days는 Revenue days에 연동하였고 Operating cost per day는 전체 가중평균 대비 비중이 비슷한 점을 고려하여 3개년 평균값을 flat 적용하였다.

Depreciation Estimation										
(unit: thousands in USD)	2019	2020	2021	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2022E	2023E
Depreciation	206,968	245,818	240,253	60,625	59,422	60,115	60,091	53,828	203,768	200,369
owned or sale & leaseback vessels	180,052	194,268	197,467	49,828	48,840	49,409	49,390	45,709	172,638	169,239
right of use assets for vessels	26,916	51,550	42,786	12,122	10,144	10,262	10,258	8,119	31,130	31,130

동사 사업보고서에서 선박 내용연수를 25년으로 제시하였다. 동사 보유 선박들의 10년 내외의 젊은 선령을 고려할 때 Depreciation이 완료된 보유 선박은 없다고 가정하였고, Owned or Sale & Leaseback Vessels 부문은 선박 척수에 연동하여 추정하였다.

Right of Use Asset for Vessels 부문은 리스에서 발생하는 비용이다. 리스 계약이 체결된 2017년 이래 지속적인 선박 당 고정비용이 발생하고 있으며, 2025년 만료 예정이라는 점을 감안하여 flat 처리하였다. 다만 리스 5년차('22)에서 8년차('25) 사이 시가 기반 매입 옵션을 보유하고 있는데, 최근 계속 높아지는 신조선가 부담으로 인해 이를 행사하지 않는다는 가정 하에 추정하였다.

Voyage expenses는 Voyage revenue에 연동하였고, Other cost of revenue는 그 비중이 작고 합리적 추정이 어려워 3개년 평균값을 flat 적용하였다.

6.3. Operating Expenses Estimation

Operating Expenses (G&A) Estimation										
(unit: thousands in USD)	2019	2020	2021	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2022E	2023E
Operating Expenses (G&A)	62,295	66,187	52,746	13,560	13,324	13,054	12,808	12,454	60,149	60,272
Short term employee benefits	16,776	18,099	10,841	2,795	2,743	2,670	2,632	3,464	20,440	22,840
Short based compensation	27,421	28,506	22,931	5,912	5,803	5,648	5,568	4,589	22,351	20,278
Ship-related	12,151	13,229	12,820	3,266	3,221	3,221	3,113	2,863	11,207	10,935
Other G&A Expenses	5,947	6,353	6,154	1,587	1,557	1,516	1,494	1,538	6,151	6,219

Short term employee benefits 계정에는 급여 및 퇴직 급여가 포함된다. 동사 근로계약에서 성과에 연동한 Salary Bonus 지급을 약정하였으므로 매출 성장에 연동하여 추정하였다.

Short based compensation은 '13년 제정된 주식 인센티브 계획에 근거한 Restricted stock option 관련 비용이다. 동사 사업보고서의 Restricted stock option 지급 계획에 명시되어 있는 주식 발행량 및 가격을 바탕으로 추정하였다.

Ship-related 계정은 선박 수에 연동하였고, Other G&A Expenses는 그 비중이 작고 합리적 추정이 어려워 3개년 평균값을 flat 적용하였다.

6.4. Total other expenses, net Estimation

Total other expenses, net Estimation										
(unit: thousands in USD)	2019	2020	2021	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2022E	2023E
Total other expenses, net	(178,462)	(151,210)	(143,927)	(37,687)	(37,484)	(32,827)	(35,929)	(37,620)	(133,412)	(105,848)
Net finance expenses	(178,053)	(153,722)	(140,481)	(33,842)	(35,719)	(32,769)	(38,151)	(37,813)	(134,461)	(106,897)
Gain on repurchase of CB	0	1,013	(5,504)	(3,856)	(1,648)	0	0	0	0	0
Other income and (expenses), net	(409)	1,499	2,058	11	(117)	(58)	2,222	193	1,049	1,049

Total other expenses 계정으로서는 Net finance expenses, Gain(Loss) on repurchase (exchange) of CB, 그리고 Other income and (expenses), net이 있다.

Net finance expenses Estimation										
(unit: thousands in USD)	2019	2020	2021	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2022E	2023E
Net finance expenses	(178,053)	(153,722)	(140,481)	(33,842)	(35,719)	(32,769)	(38,151)	(37,813)	(134,461)	(106,897)
Financial expenses	(186,235)	(154,971)	(144,104)	(34,715)	(36,640)	(33,614)	(39,135)	(40,543)	(149,068)	(134,116)
Financial income	8,182	1,249	3,623	873	921	845	984	2,730	14,607	27,219

Financial expenses는 동사 1Q22 IR Presentation에서 제시한 부채상환계획 가이드라인을 바탕으로 추정하였다. Financial income은 원금 상환, 배당 등을 제외한 순현금흐름에 따른 현금 및 현금성 자산 변화에 이자율을 적용해주었다. 금리는 Interest rate에 영향을 미치는 중요 변수다. 본 보고서의 추정치는 '21년 대비 100bp 인상을 가정한 것이다. '23년 금리는 가시성이 떨어지는 관계로 '22년과 동일하게 가정하였다.

6.5. Income Taxes Estimation

Income (Loss) Before Taxes Estimation										
(unit: thousands in USD)	2019	2020	2021	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2022E	2023E
Income (Loss) Before Taxes	(48,490)	94,124	(234,435)	(62,394)	(52,782)	(73,267)	(45,992)	(84,448)	227,772	449,991
Income Taxes	-	-	-	-	-	-	-	-	9,111	18,000
Valid Corporate Tax rate	N/A	0.0%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	4.0%	4.0%

지난 3년 간 Income Taxes는 발생하지 않았다. Income (Loss) Before Taxes가 적자인 시기는 물론, 흑자를 기록했던 '20년 역시 마찬가지였다. 일반적으로, Delivery Shipping Income은 과세하지 않기 때문이다. 하지만 IRS의 법인세 규정에 따라 US-source gross transportation income에 대해서는 4%의 세율을 적용받을 수 있다. 보수적 추정을 위해 4%의 Valid Corporate Tax rate를 동사의 모든 Income Before Taxes에 대해 적용하였다.

6.6. Valuation 및 목표주가 선출

6.6.1. Valuation Method 선정 논리

해운사의 영업활동은 중요한 기초자산인 선박을 바탕으로 한다. 또한 고정비 비중이 높아 업황에 따라 수익의 변동이 크다. 따라서 자산가치를 바탕으로 하는 PBR Method가 가장 적절하다고 판단했다.

6.6.2. Statements of Changes in Shareholders' Equity

Statements of Changes in Shareholders' Equity					
(unit: thousands in USD)	2019	2020	2021	2022E	2023E
Balance at beginning of year	1,839,012	1,976,989	2,065,768	1,836,928	2,054,592
Net Income (Loss) for period	(48,490)	94,124	(234,435)	218,661	431,991
Purchase of treasury shares	(1)	(13,115)	-	-	-
Dividend paid	(21,278)	(23,302)	(23,320)	(23,348)	(23,348)
Issuance of restricted stock, net of forfeitures	-	-	-	-	-
Amortization of restricted stock, net of forfeitures	27,421	28,506	22,931	22,351	20,278
Adoption of accounting standards	(2,249)	-	-	-	-
Equity issuance costs	(38)	(9)	-	-	-
Reverse stock split	(2)	-	-	-	-
Shares issued as consideration for the Trafigura Transaction	132,614	-	-	-	-
Net proceeds from private placement of common stock	50,000	2,575	-	-	-
Write off of equity portion of Convertible Notes due 2022	-	-	(1,518)	-	-
Equity component of issuance of Convertible Notes due 2025	-	-	7,502	-	-
Balance at end of year	1,976,989	2,065,768	1,836,928	2,054,592	2,483,513
Number of shares outstanding (unit: share)	58,202,400	58,093,147	58,369,516	58,369,516	58,369,516
BPS (unit: USD)	33.97	35.56	31.47	35.20	42.55
ROE(%)	-2.54%	4.66%	-12.01%	11.24%	19.04%

연간 Dividend의 경우 최근까지 유지해온 주당 0.4 달러가 앞으로도 변하지 않을 것으로 가정하였다. Number of shares outstanding은 flat 처리하였다.

6.6.3. Target PBR Multiple 선정 논리

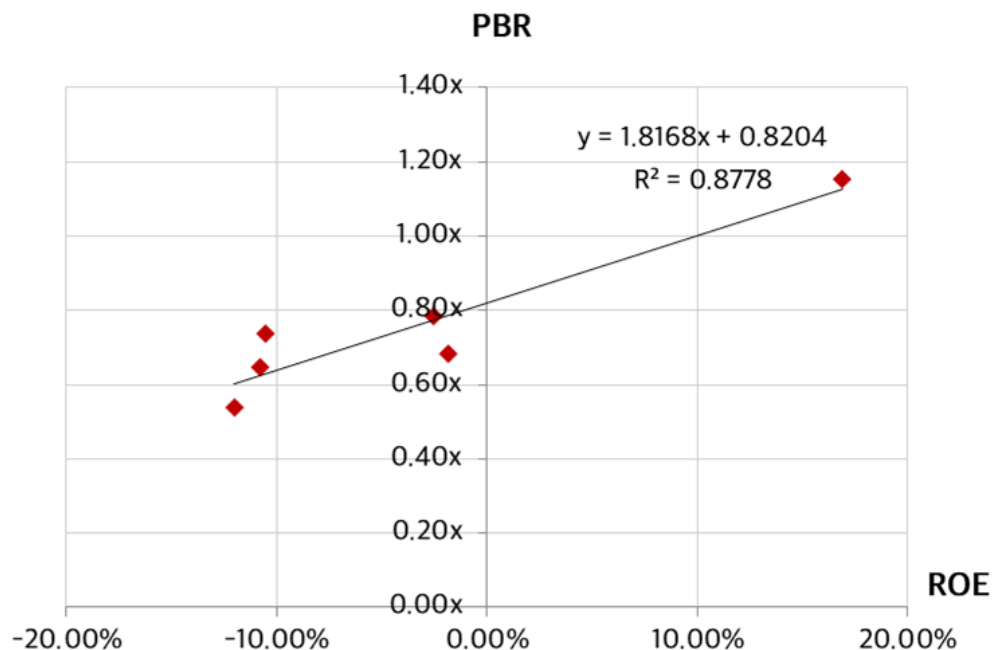
동사의 선박 포트폴리오는 젊은 선령의 Product Tanker로 구성되어 있으며, 선제적으로 IMO 규제에 대응하여 대부분의 선박에 이미 스크러버와 BWTS가 설치되어 있다. 앞선 보고서 논리에 의거, 상장된 해운사들 중 동사만큼 업황 턴어라운드의 수혜를 누릴 Peer는 없다고 판단된다. 동사의 Peer는 오직 동사 뿐이다. 따라서 Peer PBR Multiple보다는 Historical PBR Multiple이 적절하다고 판단하였다.

시기	PBR	ROE
2015	1.15x	16.90%
2016	0.68x	-1.83%
2017	0.74x	-10.55%
2018	0.65x	-10.79%
2019	0.78x	-2.54%
2020	0.46x	4.66%
2021	0.54x	-12.01%

적절한 Historical PBR Multiple을 산출하기 위하여 ROE-PBR 선형회귀분석을 실시하였다. 동사가 발주한 선박이 '14년에는 37척, '15년에는 28척이 건조되었다. 현재 동사가 보유하고 있는 대부분의 선박들이 인도 및 운영하기 시작하면서 매출이 본격적으로 발생하기 시작한 '15년 이후를 분석하는 것이 적절하다고 판단하였다.

다만 특수 상황이 발생한 '20년은 제외하였다. 폭락하는 유가로 인해 증가한 저장 수요 덕분에 동사 실적은 일시적 수혜를 입은 반면, Product Tanker 업황에 대한 전망은 어두웠기 때문이다. 이에 동사 ROE-PBR 상관성 분석에서 배제하는 것이 적절하다고 판단하였다.

그 결과는 다음과 같다.



도출된 선형식에 2023E ROE 19.04%를 대입하여 구한 Historical PBR Multiple은 1.17x다.

선형식	R-squared	x(=ROE)	y(=PBR)
$y = 1.8168x + 0.8204$	0.8778	19.04%	1.17x

해당 Multiple은 과거 호황기였던 '15년과 비교할 때 무리한 수준은 아니다. 다만 '15년의 경우 미국의 셰일 혁명과 OPEC의 치킨게임이 맞물리는 시기였던 반면, 현재는 적극적인 증산 계획은 발표된 바 없다는 점을 고려하였다. 그리고 '23 Forward Net Income을 바탕으로 산출한 Multiple이라는 점까지 감안하여 10%의 할인율을 적용, 1.05x의 Target PBR Multiple을 구하였다.

Valuation - PBR Method (2023E)	
2023E Net Income (unit: thousands in USD)	431,991
Number of shares outstanding (unit: share)	58,369,516
2023E BPS (unit: USD)	42.55
Target PBR Multiple	1.05x
Target Price (unit: USD)	44.66
Current Price (unit: USD)	29.11
Upside	53.4%

지금까지의 논의를 종합, 2023E BPS \$ 42.55에 Target PBR 1.05x를 적용, \$ 44.66를 목표주가로 산출하였다. 현재주가 \$ 29.11 대비 상승 여력 53.4%로 투자 의견 Conviction Buy를 제시한다.

본 Valuation이 가지는 의미는 비가역적 변화인 제한된 공급과 회복되는 수요를 반영하여 산출한 정량화된 추정치를 제시하는 데 있다. 한편, EU를 위시한 서방국가들의 대러 제재가 구체적으로 발효됨에 따라 운송항로의 비효율이 연쇄적으로 발생할 수 있다. 본 Valuation에서는 해당 부분에 대한 합리적 추정이 어렵다고 판단하여 반영하지 않았으나, 이것으로 동사 주가의 높은 상방을 기대할 수 있는 것은 분명하다.

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.