유진투자증권

에스엠상선(076710,KQ)

미주노선 및 아주노선 중심의 원양선사

2021.11.01
Company Comment
상장예정일: 2021.11.15
기관수요예측: 2021.11.01 ~ 11.02
공모희망가: 18,000 ~ 25,000(원)
시가총액: 1,523 ~ 2,115 (십억원)

IT SW, HW/5G 박종선_ 02)368-6076_ jongsun.park@eugenefn.com

대한민국 양대 국적 원양선사에서 글로벌 컨테이너 선사로 도약을 추진

2011 년 신창건설이 SM 그룹으로 편입된 후 2014 년 우방건설산업으로 상호변경. 2016 년 한진해운 인력과 영업자산을 인수하여 에스엠상선 설립, 2018 년 에스엠상선과 우방건설산업 합병. 동사의 사업은 해운 부문과 건설부문으로 구성되어 있음. 핵심 사업인 해운 부문은 현재 미주노선 4개, 아주노선 9개를 운영 중이며 2020년 기준 미주노선 90%, 아주노선 10% 매출 비중을 보이고 있음. 동사는 2021 년 11 월 15 일 코스닥 시장에 신규상장 예정.

제품별 매출비중(2020 년 연결기준)은 해운부문 82.9%, 건설부문 17.1% 기록.

공모 후 주주 비중은 최대주주 등 60.0%, 우리사주조합 0.6%, 공모주주 39.4%.

투자포인트 두 가지

1) 우호적 시장환경, 사업구조를 통해 안정적 성장 전망: 공급 병목에 의한 해운업 호황, 차별화된 사업구조 통해 동사는 안정적 성장을 지속할 것으로 예상함. ① 코로나 19 로 항만 적체 현상 발생. 계선율(육지에 정박 중인 선박비율)은 연초 1.3%에서 현재(9/27) 0.6%로 절반으로 하락. SCFI(Shanghai Shipping Exchange, 상하이 컨테이너 운임지수)의 급격한 상승(SCFI: 2020, 1,253 → 2021/10/08 4,648)을 보임. ② 우호적 환경 속에, 동사는 자사선 비율 66.7%로 주요 미주 서안 노선 운영 경쟁사 평균 48.3%대비 높아 매출 및 비용 안정성 확보. ③ 글로벌 Top 선사인 2M(Maersk, MSC)과의 파트너십으로 미주노선 경쟁력을 강화 중이며, ④ 기확보한 삼성전자, 달러트리 등 대형화주를 통해 계약 비중 관리 전략을 사용 중. 해운 불황기에는 대형 화주와의 장기 계약으로 안정성을 지키고, 해운 활황기에는 단기 계약 비중을 늘려 수익 극대화. ⑤ 해당 전략을 통해 2021 년 폭발적인 실적 성장 및 이익률 시현(영업이익률: 2020 년 13.6% → 2021 년 상반기 43.7%)중임.

2) 해운업의 구조적 변화와 동사 포트폴리오 다양화는 긍정적: 현재 해운업의 가장 큰 관심은 실적보단 피크아웃 우려. 변화하는 업황, 동사의 경쟁력 강화 전략으로 모멘텀은 유지될 것으로 전망. ① 해운의 종합물류 서비스화, 2023 년 실시되는 IMO 환경규제로 운임 하방경직성 강화될 것으로 예상함. ② 동사는 차별화된 직기항, 터미널 서비스뿐 아니라 미주 동부로 노선을 확대 중. 또한 미국 최대 철도 회사와 서안 항만과 내륙 간 터미널 -철도 운송 서비스 제공 계획 중. ③ 또한 지속적인 선박 등 장비 매입을 통해 운영 노선도 확대할 계획(2020 년 13 개 → 2024 년 18 개). K-Alliance 구축을 통한 선대 확보 및 아주노선 확장도 긍정적임.

최근 4 개분기 기준 EV/EBITDA 3.0~4.1 배로 동종업체 대비 할인된 수준

공모 희망가(밴드: 18,000 ~ 25,000 원)는 동사의 최근 4 개 분기 기준 해운 유사기업(COSCO SHIPPING, HAPANG LLOYD AG, ORIENT OVERSEAS, HMM)의 EV/EBITDA 5.0 배, 건설 유사기업(동원개발, KCC 건설, 서한)의 EV/EBITDA 1.8 배를 가중평균하여 산출한 주당 평가가액 29,354 원을 14.8~38.7% 할인한 수준임.

상장 후 유통가능 물량은 전체 주식수의 39.4%(3,334 만주)로 적지 않은 수준임.

액면가	500
자본금(십억원)	
공모전	25.4
공모후	42.3
공모 후 주식수	84,610,550
유통가능주식수	33,336,557
보호예수기간	
최대주주 등	상장 후 6개월
우리사주조합	상장 후 1년
주관증권사	NH투자증권 KB증권 하나금융투자 하이투자증권 유안타증권
공모 후 주요주주(%)	
최대주주 등	60.0
우리사주조합	0.6
공모주주	39.4

결산기(12월)	2019A	2020A	2021F
매출액(십억원)	843	1,033	1,991
영업이익(십억원)	-26	141	1,100
세전계속사업손익(십억원)	-23	122	970
당기순이익(십억원)	-21	108	776
EPS(원)	-	2,119	9,170
증감률(%)		흑전	332%
EV/EBITDA(배)			3.0 ~4.1

주요 제품



I. 공모 개요 및 보호 예수 현황

도표 1. 공모 개요 및 일정

희망 공모가	18,000 ~ 25,000 원	수요 예측일	2021.11.01 ~ 11.02
공모금액	6,092 ~ 8,461 억원	공모 청약일	2021.11.04 ~ 11.05
공모주식수	33,844,220 주	납입일	2021.11.09
상장 후 주식수	84,610,550 주	환불일	2021.11.09
예상 시가총액	15,230 ~ 21,153 억원	상장 예정일	2021.11.15

자료: 증권신고서, 유진투자증권

도표 2. 공모 후 주주 구성

주주명	주식수(주)	비중 (%)
최대주주 등	50,766,330	60.0
우리사주조합	507,663	0.6
공모주주	33,336,557	39.4
합계	84,610,550	100.0

자료: 증권신고서, 유진투자증권

도표 3. 보호예수 및 예탁 현황

주주명	주식수(주)	비중 (%)	보호예수기간
최대주주 등	50,766,330	60.0	상장 후 6 개월
우리사주조합	507,663	0.6	상장 후 1 년
합계	51,273,993	60.6	

자료: 증권신고서, 유진투자증권

도표 4. 유통가능 주식수

주주명	주식수(주)	비중 (%)
공모주주	33,336,557	39.4
합계	33,336,557	39.4

자료: 증권신고서, 유진투자증권

도표 5. 공모그룹별 배정 내역

그룹	주식수	비중 (%)	비고
기관투자자등	23,183,291 ~ 25,383,164 주	68.5 ~ 75.0	-
일반청약자	8,461,056 ~ 10,153,266 주	25.0 ~ 30.0	청약증거금율: 50% 최고한도: 253,600~304,400 주
우리사주조합	507,663 주	1.5	
합계	33,844,220 주	100.0	

자료: 증권신고서, 유진투자증권

도표 6. 상장 후 유통가능 및 매도금지물량

가능여부	구분		공모 후		매각제한기간
			주식 수	지분율	
유통제한물량	최대주주 등	㈜티케이케미칼	18,646,232	22.0%	상장 후 6 개월
		㈜삼라마이다스	17,846,733	21.1%	상장 후 6 개월
		㈜삼라	14,273,365	16.9%	상장 후 6 개월
	우리사주조합		507,663	0.60%	상장 후 1 년
	소계		**51,273,993**	**60.6%**	
유통가능물량	공모주주		33,336,557	39.4%	
	소계		**33,336,557**	**39.4%**	
합계			**84,610,550**	**100.0%**	

주 1)최대주주 및 그 특수관계인 보유 주식은 코스닥시장 상장규정 제 21 조(상장 후 의무보유)에 의거 상장일로부터 6 개월간 보호예수될 예정입니다.
주 2)금번 공모를 통해 취득 예정인 당사의 우리사주조합 물량 507,663 주는 상장 후 1 년간 우리사주조합 계좌에 의무보유 예탁될 예정입니다.
단, 우리사주조합에 배정된 주식수는 청약 결과에 따라 변경될 수 있습니다.
자료: 증권신고서, 유진투자증권

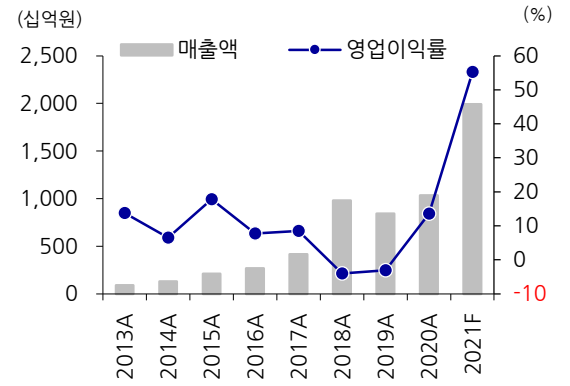
Ⅱ. 실적 추이 및 전망

도표 7. 연간 실적 추이 및 전망(연결기준)

(십억원,%)	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021F
매출액	**21.8**	**88.5**	**131.5**	**211.8**	**267.6**	**416.2**	**979.3**	**842.5**	**1,032.8**	**1,990.5**
(증가율)	*134.0*	*306.9*	*48.5*	*61.1*	*26.3*	*55.6*	*135.3*	*-14.0*	*22.6*	*92.7*
사업별 매출액										
해운부문							731.0	787.9	855.8	1,950.0
건설부문							248.3	54.6	177.0	40.5
사업별 비중(%)										
해운부문							74.6	93.5	82.9	98.0
건설부문							25.4	6.5	17.1	2.0
수익										
매출원가	19.4	68.7	110.1	164.1	225.6	355.8	951.5	822.6	849.8	751.2
매출총이익	2.3	19.8	21.4	47.7	42.0	60.4	27.8	19.9	183.0	1,239.3
판매관리비	10.1	7.6	12.8	10.0	21.3	25.1	67.2	45.5	42.4	139.3
영업이익	**-7.8**	**12.2**	**8.6**	**37.7**	**20.7**	**35.3**	**-39.4**	**-25.6**	**140.6**	**1,100.0**
세전이익	**-35.8**	**10.2**	**11.8**	**39.0**	**26.5**	**46.7**	**9.1**	**-22.9**	**122.4**	**969.9**
당기순이익	**-31.1**	**10.8**	**11.9**	**33.3**	**21.7**	**26.0**	**-0.8**	**-21.2**	**107.6**	**775.9**
지배주주순이익	**-31.1**	**10.8**	**11.9**	**33.3**	**21.7**	**23.2**	**-0.8**	**-21.2**	**107.7**	**775.9**
이익률(%)										
매출원가율	89.3	77.6	83.7	77.5	84.3	85.5	97.2	97.6	82.3	37.7
매출총이익률	10.8	22.4	16.3	22.5	15.7	14.5	2.8	2.4	17.7	62.3
판매관리비율	46.6	8.6	9.8	4.7	7.9	6.0	6.9	5.4	4.1	7.0
영업이익률	**-35.8**	**13.8**	**6.5**	**17.8**	**7.7**	**8.5**	**-4.0**	**-3.0**	**13.6**	**55.3**
세전이익률	**-164.6**	**11.5**	**9.0**	**18.4**	**9.9**	**11.2**	**0.9**	**-2.7**	**11.9**	**48.7**
당기순이익률	**-142.8**	**12.1**	**9.0**	**15.7**	**8.1**	**6.2**	**-0.1**	**-2.5**	**10.4**	**39.0**
지배주주순이익률	**-142.8**	**12.1**	**9.0**	**15.7**	**8.1**	**5.6**	**-0.1**	**-2.5**	**10.4**	**39.0**

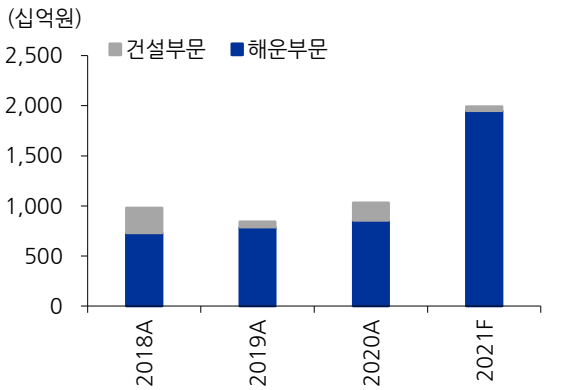
자료: 에스엠상선, 유진투자증권

도표 8. 업황 개선으로 최근 폭발적 실적 성장



자료: 에스엠상선, 유진투자증권

도표 9. 사업별 매출 추이 및 전망



자료: 에스엠상선, 유진투자증권

III. Valuation

가) 유사기업 PER 산출

도표 10. 2021 년 반기 기준 최근 4 개분기 EV/EBITDA 산출(해운부문)

구분(백만 CNY,EUR,HKD,십억원)	COSCO SHIPPING	HAPANG-LLOYD AG	ORIENT OVERSEAS	HMM
기준시가총액	251,894	34,168	86,149	13,661.7
순부채	113,446	3,284	(15,943)	3,995.6
기업가치(EV)	365,340	37,451	70,205	17,657.3
EBITDA	71,951	4,582	31,949	3,873.4
EV/EBITDA 배수	5.1	8.2	2.2	4.6
평균 EV/EBITDA(배)	**5.0**			

자료: 증권신고서, 유진투자증권

도표 11. 2021 년 반기 기준 최근 4 개분기 EV/EBITDA 산출(건설부문)

구분(십억원)	동원개발	케이씨시건설	서한
기준시가총액	517.6	217.4	200.3
순부채	(222.6)	(215.2)	(13.9)
기업가치(EV)	295.0	2.3	186.4
EBITDA	158.2	60.1	54.8
EV/EBITDA 배수	1.9	0.04	3.4
평균 EV/EBITDA(배)	**1.8**		

자료: 증권신고서, 유진투자증권

나) 주당 평가가액 산출

도표 12. ㈜에스엠상선 EV/EBITDA 에 의한 평가가치

구분	해운부문	건설부문
1. 적용 EBITDA(십억원)	470.2	23.1
2. 적용 EV/EBITDA 배수(배)	5.0	1.8
3. 평가 EV	2,351.7	40.9
4. 순부채	(91.1)	
5. 평가총액	2,483.7	
6. 적용주식수	84,610,550	
6. 주당 평가가액(원)	**29,354**	

자료: 증권신고서, 유진투자증권

다) 희망공모가액의 결정

도표 13. ㈜에스엠상선 희망공모가액 산출 내역

구분	산출내역	비고
주당 평가가액(원)	29,354	-
평가액 대비 할인율	38.7% ~ 14.8%	-
주당 희망공모가액(원)	**18,600~ 25,000**	-
주당 확정공모가액	-	(주)

자료: 증권신고서, 유진투자증권
주) 확정 공모가액은 수요예측 결과를 반영하여 최종 확정할 예정입니다.

Ⅳ. 회사 소개

대한민국 양대 국적 원양선사에서 글로벌 컨테이너 선사로 도약을 추진

도표 14. 사업 영역: 글로벌 경쟁력을 갖춘 해운부문, 축적된 기술력 바탕의 건설부문



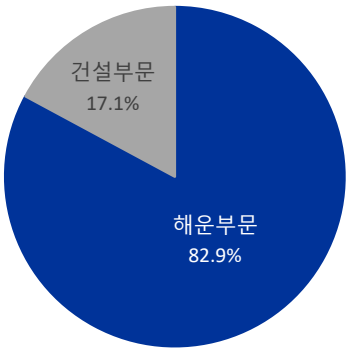
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 15. 주요 연혁

연도	주요 사업 내용
1991.04	㈜신창주택건설 설립
2011.10	SM 그룹 편입
2016.12	에스엠상선 법인 설립
2016.12	한진해운 광양터미널, 경인머티널 인수
2017.04	미주 노선(CPX) SM 롱비치호 부산 취항
2018.01	에스엠상선 합병 완료 후 에스엠상선으로 사명 변경
2018.05	미주서안 북부노선(PNS) 부산 취항
2019.09	글로벌 해안물류 디지털 컨소시엄(GSDC) 가입
2020.04	세계 최대 해운 Alliance 2M 과 미주서안 공동운항 서비스 개시
2020.12	K-얼라이언스 가입 기본합의서 체결
2021.11	코스닥 시장 상장 예정(11/15)

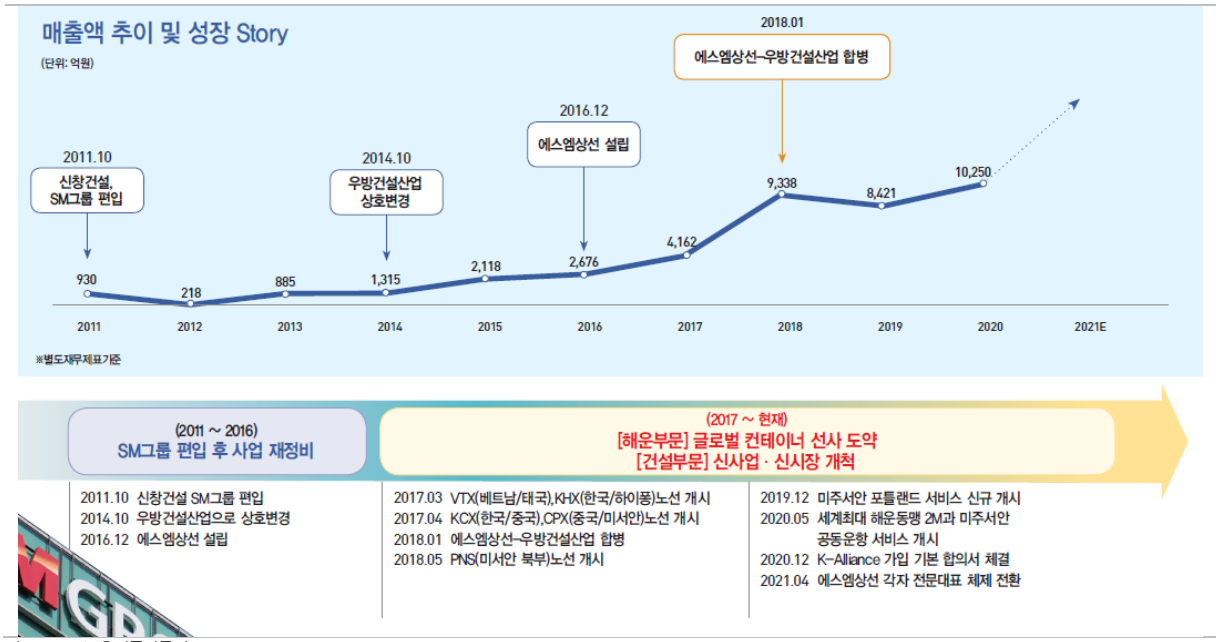
자료: 유진투자증권

도표 16. 제품별 매출 비중 (2020 년 기준)



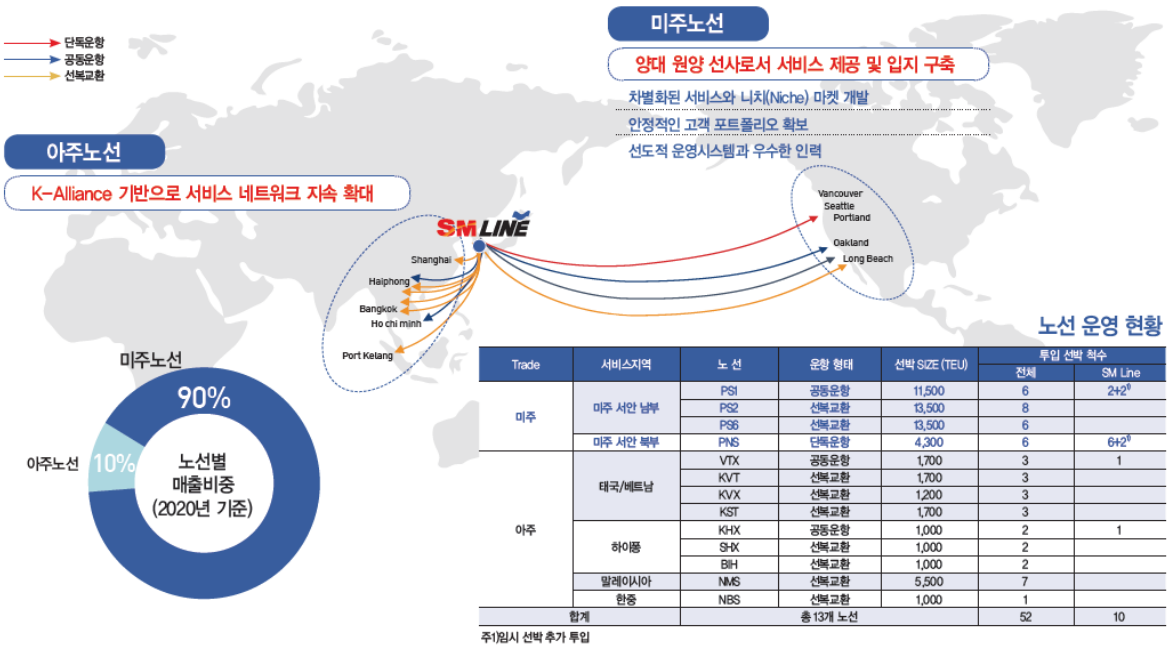
자료: 유진투자증권

도표 17. 성장 연혁



자료: IR Book, 유진투자증권

도표 18. 글로벌 총 13 개 노선 운영: 미주노선 4 개, 아주노선 9 개 운영 중



Trade	서비스지역	노 선	운항 형태	선박 SIZE (TEU)	투입 선박 척수	
					전체	SM Line
미주	미주 서안 남부	PSI	공동운항	11,500	6	2+2[주]
		PS2	선복교환	13,500	8	
		PS6	선복교환	13,500	6	
	미주 서안 북부	PNS	단독운항	4,300	6	6+2[주]
아주	태국/베트남	VTX	공동운항	1,700	3	1
		KVT	선복교환	1,700	3	
		KVX	선복교환	1,200	3	
		KST	선복교환	1,700	3	
	하이퐁	KHX	공동운항	1,000	2	1
		SHX	선복교환	1,000	2	
		BIH	선복교환	1,000	2	
	말레이시아	NMS	선복교환	5,500	7	
	한중	NBS	선복교환	1,000	1	
합계		총 13개 노선			52	10

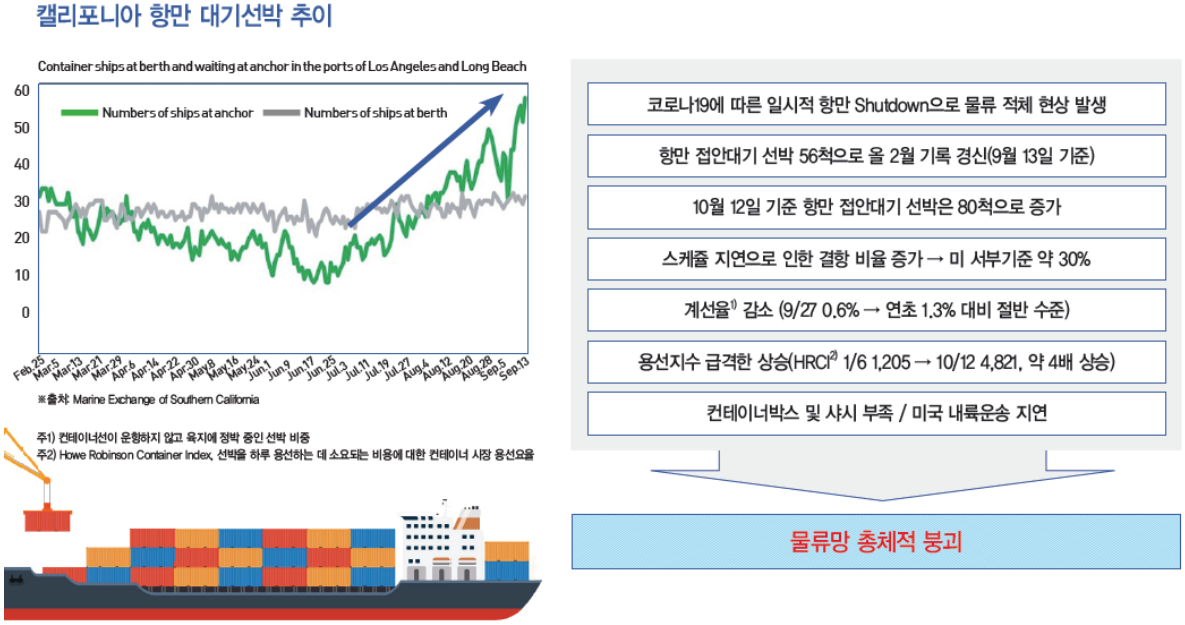
주1)임시 선박 추가 투입

자료: IR Book, 유진투자증권

V. 투자포인트

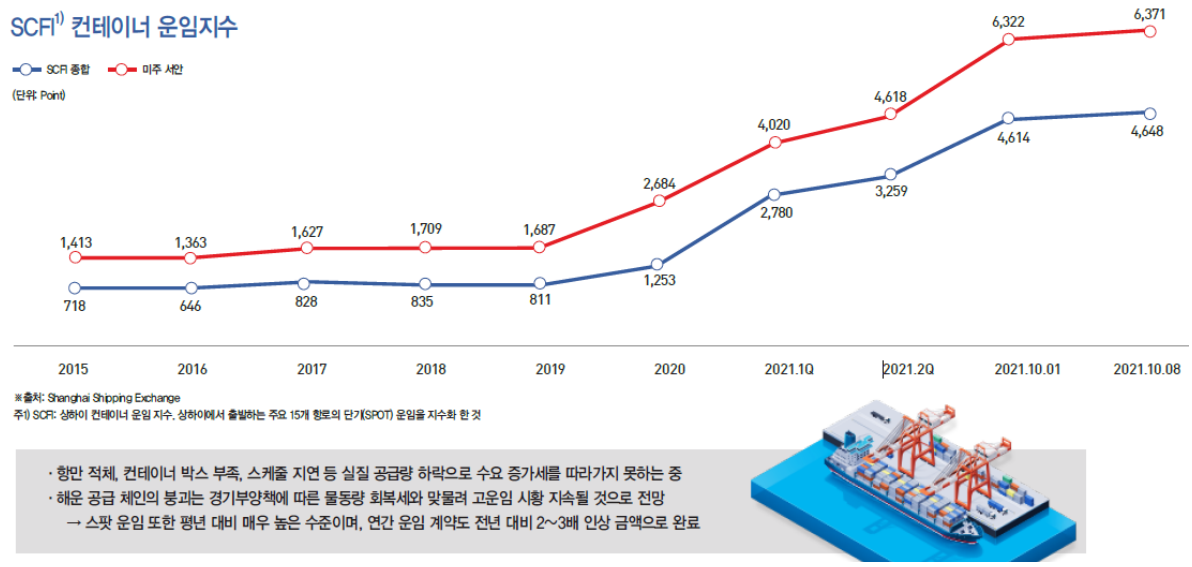
1) 우호적 시장환경, 사업구조를 통해 안정적 성장 전망

도표 19. 미주 서안 항만 물동량 급증 대비 물류 적체 현상 심화



자료: IR Book, 유진투자증권

도표 20. 역대 최고치 운임 지수 갱신, 고운임 시황은 당분간 지속 예상



자료: IR Book, 유진투자증권

도표 21. 자사선 중심 선단 운영

운영선박 현황[1)]

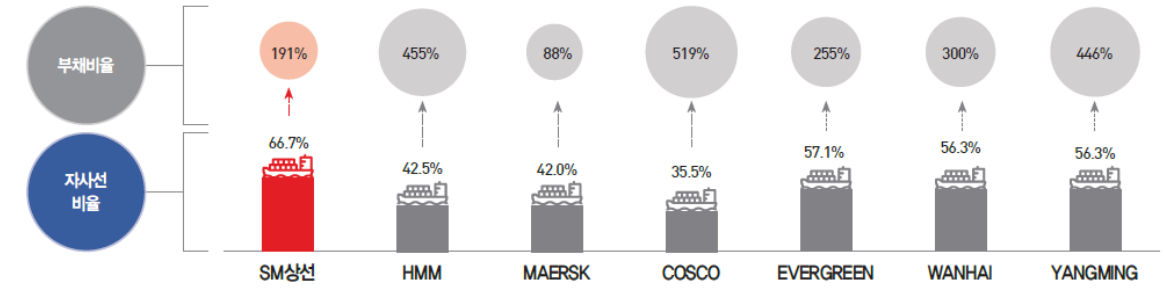
	사선	용선
12,000 TEU	–	2
6,500 TEU	6	–
4,300 TEU	4	2
3,000 TEU	–	2
1,700 TEU	1	–
1,000 TEU	1	–
선박수 합계	12	6
선복량 합계	58,900TEU	38,600TEU
총 선복량 합계	97,500TEU	

주1)2021년 10월 1일기준

장비 보유 현황[1)]

20FT	40FT (HC, 45FT 등)	특수 컨테이너 (Flat Rack등)	냉동 컨테이너
14,410개	55,589개	632개	2,082개
합계	72,713개		

주1)2021년 10월 1일기준



※출처: Alphaliner, 각 사 2020년 사업보고서 연결재무제표 기준

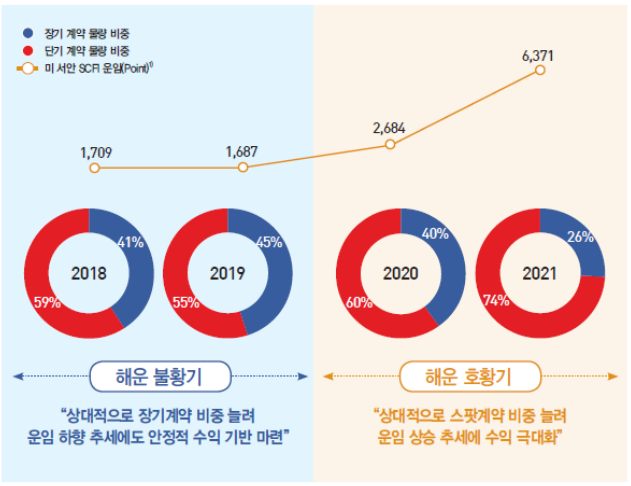
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 22. 시황에 따른 계약 비중 전략적 운용: 대형 화주를 통한 안전성 확보 및 장단기 계약 비중 관리

주요 대형 화주 현황



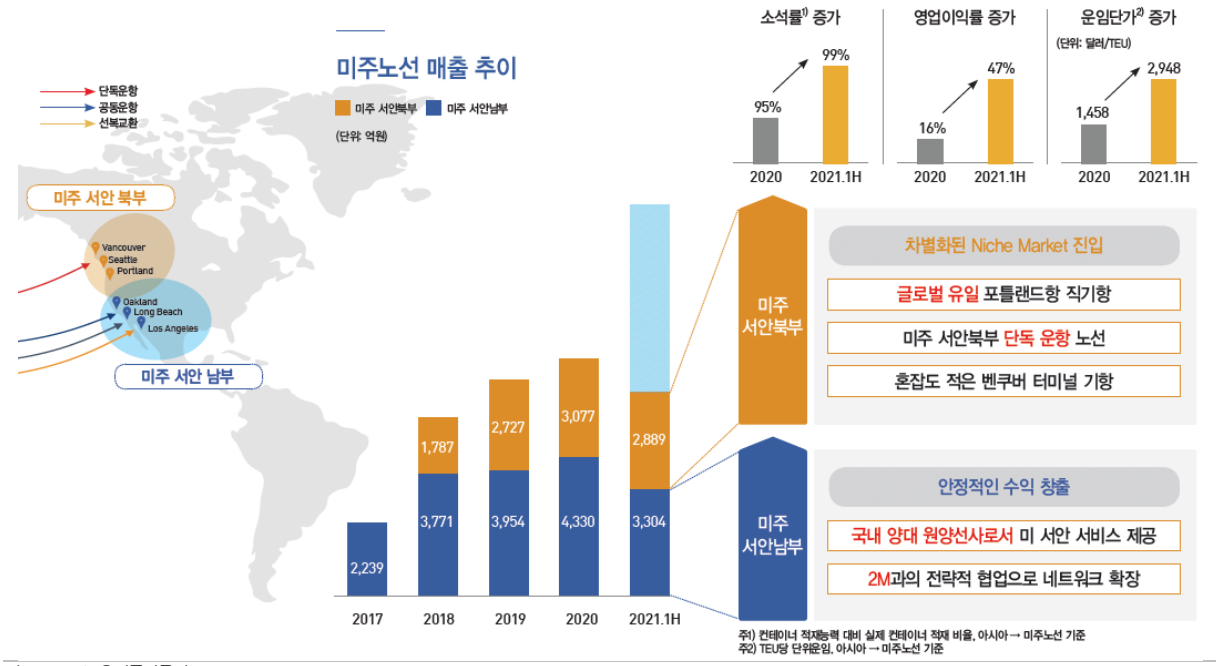
시장 운임 변동성에 따른 화물 구성 최적화



주1) 2021년 운임 10월 8일 SCFI 기준

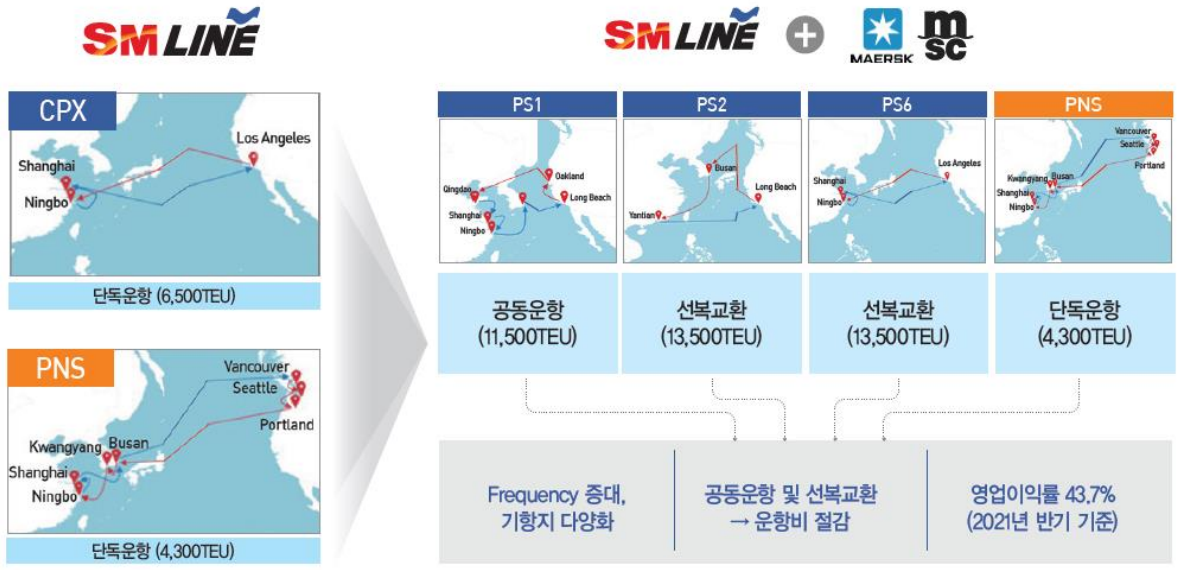
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 23. 확고한 입지의 미주노선: 서안 남부 안정적 수익창출 + 서안 북부 니치마켓 진입



자료: IR Book, 유진투자증권

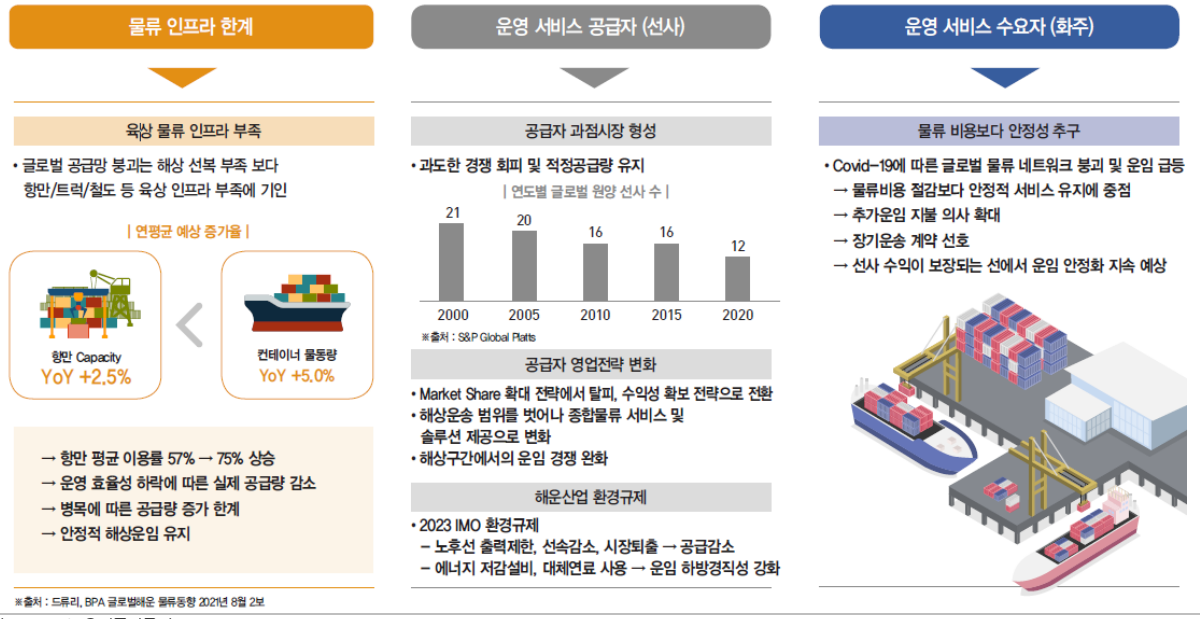
도표 24. 글로벌 선사와의 협력 체계: 글로벌 Top 선사인 2M(Maersk, MSC)와 파트너쉽을 통해 미주노선 강화



자료: IR Book, 유진투자증권

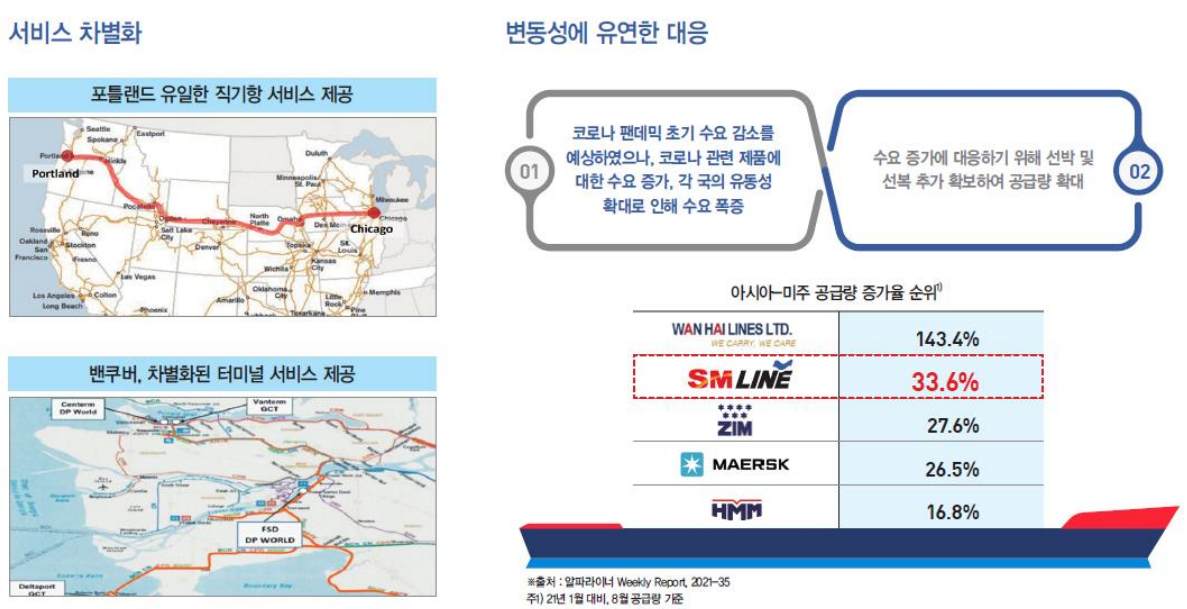
2) 해운업의 구조적 변화와 동사 포트폴리오 다양화는 긍정적

도표 25. 해운업 패러다임의 변화



자료: IR Book, 유진투자증권

도표 26. 차별화된 경쟁력: 직기항, 터미널 서비스 제공 및 유연한 시장 대응



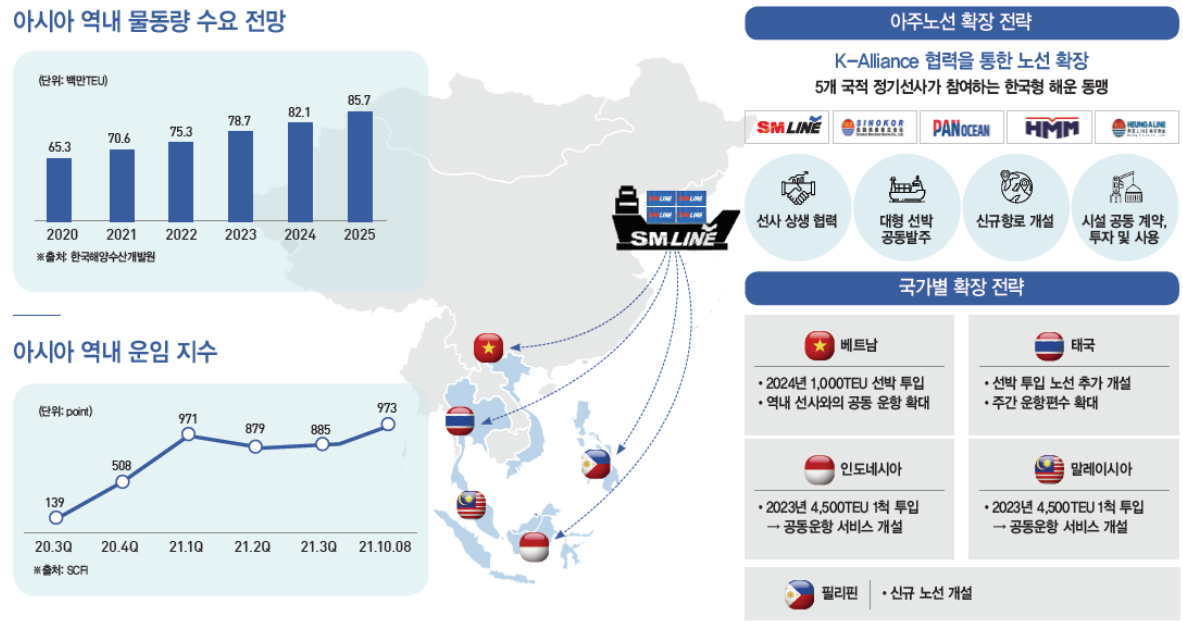
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 27. 차별화된 경쟁력: 미주노선 확장 및 내륙 운송 서비스 확대



자료: IR Book, 유진투자증권

도표 28. 차별화된 경쟁력: K-Alliance 구축을 통한 선대 확보 및 노선 확장으로 경쟁력 강화



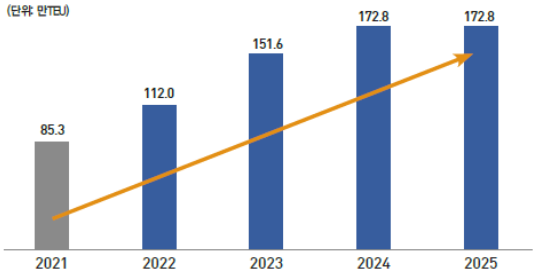
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 29. 공급 경쟁력 강화: 선대 및 장비 확충

운영 서비스(노선) 증대

	2021년	2024년
미주노선	4개	5개
아주노선	9개	13개
합계	13개	18개

연간 선복 공급량



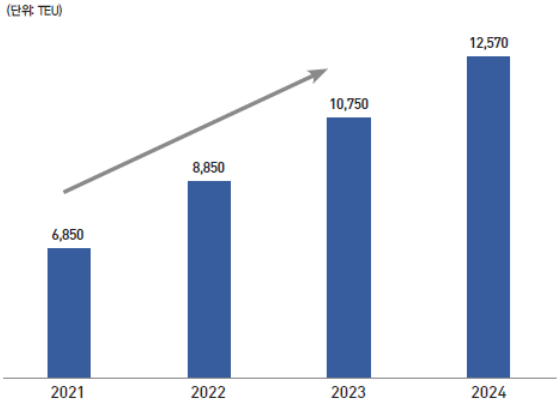
선박 및 장비 확충 계획

	선박	장비
2021	· 용선 3척 매입→ 사선 전환 · 중고선 1척 매입	· 신규 컨테이너 12,800box 매입
2022	· 신조선 6척 발주 · 중고선 1척 매입	· 신규 컨테이너 3,000box 매입
2023	· 중고선 1척 매입	· 신규 컨테이너 9,000box 매입
2024	· 신조선 인도	· 신규 컨테이너 12,000box 매입

자료: IR Book, 유진투자증권

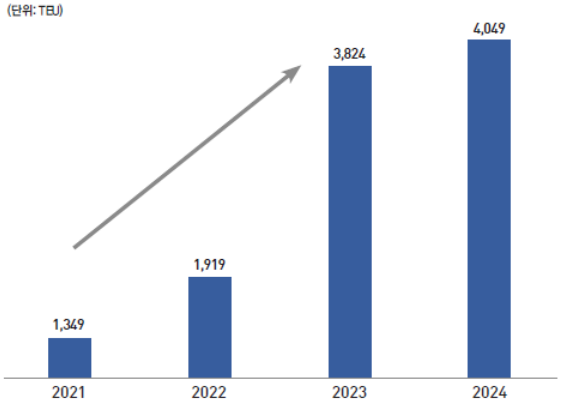
도표 30. 공급 경쟁력 강화: 노선 확장, 선대 대형화, 협력 강화를 통한 공급량 강화

H/H 기준 미주 서비스 주간 공급량 예상 추이



신규 정규서비스 개설 | 미 동안 신규 서비스 개설 | 초대형선(10,000TEU) 추가 투입

H/H 기준 아주 서비스 주간 공급량 예상 추이



태국/베트남 서비스 확장 | 인도네시아/필리핀 신규 서비스 개설 | 대형선 (4,500TEU) 추가 투입

자료: IR Book, 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자의견 비율(%)
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	93%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	7%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2021.09.30 기준)