

한진해운
(117930)“운임반등과 자산유동화로
시장의 우려감 점진적 해소 전망”양지환 769.2738
arbor@daishin.com

BUY

[매수, 유지]

운송업종

현재가 10,400

목표주가
(유지)

15,000

KOSPI	1,925.20
시가총액	1,300 십억원
시가총액비중	0.1%
자본금(보통주)	625 십억원
52주 최고/최저	18,600 원 / 8,170 원
120일 평균거래대금	157 억원
외국인지분율	19.3%
주요주주	
한진해운홀딩스 외 4 인	36.3%

주식수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	0.5	-15.1	-25.4	27.3
상대수익률	-1.3	-16.6	-25.7	17.5



투자포인트

- 투자 의견 매수, 목표주가 15,000원 유지하며, 현 시점부터 매수관점 접근 유효할 전망
- 12월 15일 유럽 및 미주항로에서의 운임인상으로 운임 바닥 확인 할 것으로 예상
- 3천억원 규모의 자산유동화로 재무적인 부분에 대한 우려 점진적 감소 전망

Comment

투자 의견 매수, 목표주가 15,000 원 유지

한진해운에 대한 투자 의견 매수와 목표주가 15,000원을 제시하며, 우려요인들이 점차적으로 해소될 것으로 예상됨에 따라 주가 반등을 기대해 볼 만한 시점이라고 판단한다. 동사의 주가는 3분기 실적 발표이후 1)실적 실망감 및 4분기 추가적인 운임하락에 대한 우려, 2)하이브리드 채권에 대한 자본 불인정 논란에 따른 유상증자 우려감, 3)2011년 실시한 유상증자 우리사주조합배정분의 물량출회에 따른 오버행 등으로 지속적인 하락국면을 경험하였다. 하지만, 당사는 현 시점부터는 동사에 대해 매수관점에서 접근하는 것이 바람직하다고 판단한다. 그 이유는 1)3천억원 규모의 매출채권 유동화 진행으로 재무적 리스크 감소 예상, 2)12월 15일 유럽 및 태평양 노선에서의 각각 \$400/TEU, \$400/FEU(West Coast)의 운임인상으로 12월 운임 바닥 확인 가능성이 높을 전망, 3)11월 26일부터 인출이 가능한 우리사주조합 배정물량의 인출 물량이 크지 않은 것으로 파악되고 있어 오버행 우려도 없을 것으로 예상되기 때문이다.

2012년 11월 19일 기준 컨테이너 계선은 총 768 천TEU(4.7% of Total Fleet)

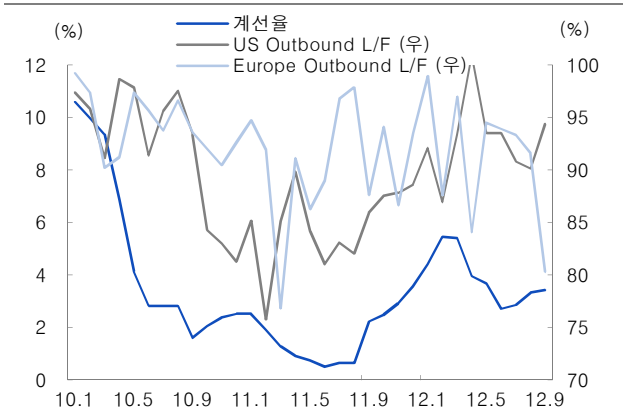
계선율과 컨테이너운임의 관계에 대해 논란이 있다. 계선율이 올라가는 국면에 운임이 하락하였기 때문인데, 계선율은 운임과 동행하는게 아니라 선행하는 측면이 많다. 선사들이 유럽에서 1 Voyage를 수행하는데 77일~84일이 걸린다. 1 Service노선을 빼는데는 2개월~3개월이 걸린다는 의미다. 가까운 미주 서안의 경우도 1 Service에 투입된 선박을 철수시키는데 42일이 소요된다. 계선율 상승이 어느 정도 진행되어야 공급이 본격적으로 축소되고, L/F 상승과 운임 인상이 가능한 구조다. 2012년 11월 19일 계선율은 전체 Fleet 대비 4.7%이며, 공급량 기준으로는 768천TEU이다. 당사는 6%~8%수준으로 계선율이 지속적으로 상승해야 본격적인 운임인상이 시작될 것으로 예상한다. 2012년 12월~2013년 3월까지 추가적인 계선율 상승과 선사들의 운임인상 시도가 연차적으로 이어질 것으로 전망한다. 월평균 운임 기준으로는 12월 운임이, 컨테이너선사들의 실적으로는 2012년 4분기에 바닥을 칠 것으로 전망한다. 지금부터 컨테이너선사 주식에 관심을 가져야 하는 이유다.

한진해운의 향후 보유 유동성 총액으로 볼 때, 유상증자 가능성은 매우 희박

웅진홀딩스의 법정관리 신청과 2012년 3분기 한진해운의 부진한 실적 영향으로 동사의 재무적 리스크에 대한 시장의 우려가 커진 상황이다. 하지만, 당사에서는 한진해운이 유상증자를 할 가능성은 낮을 것으로 전망한다. 그 이유는 첫째, 동사의 현금 유동성은 충분하다고 판단하기 때문이다. 구체적으로 2012년 하반기~2013년 상반기까지 회사채와 장기차입금을 제외하고 한진해운이 상환해야 하는 채무는 5,183억원이다. 2012년 하반기~2013년 상반기 동사의 EBITDA는 6,963억원으로 추정하고 있다. 동 기간 이자비용-이자수익은 3,000억원 수준이다. 따라서 동사의 FCF는 -1,220억원으로 추정된다. 최근 매출채권 유동화를 통해 약 3,000억원의 자금을 확보할 계획이며, 3분기말 보유현금 7,105억원을 감안한 현금 유동성 총액은 1조 105억원으로 추정되어 현금 유동성이 충분하다고 판단하기 때문이다.

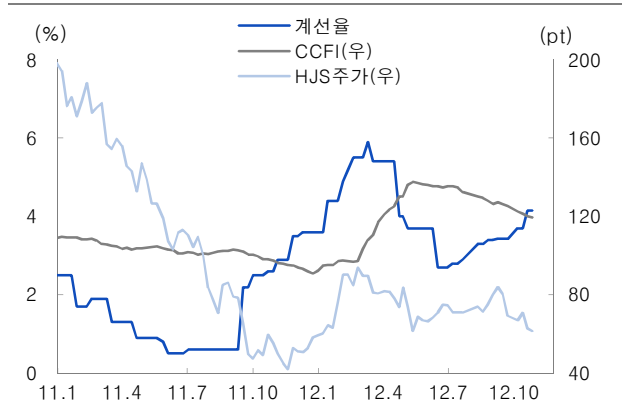
유상증자를 실시하지 않을 것으로 예상하는 두번째 이유는 동사의 낮은 주가 수준이다. 현 주가 수준에서 유상증자를 실시할 경우, 주가의 추가적인 하락이 없다고 가정하더라도 증자주식수에 비해 확보할 수 있는 유동성 총액은 크지 않다. 회사측에서 이런 선택을 할 가능성은 매우 낮을 것으로 예상된다.

그림 1. 계선을 상승에 따른 공급 축소로 L/F 개선 가능



자료: Alphaliner, 한진해운, 대신증권 리서치센터

그림 2. 계선율은 선사의 주가와 운임에 선행



자료: 상해해운교역소, Alphaliner, 대신증권 리서치센터

표 1. 한진해운 차입금 상환 계획

(단위: 억원)

	상환계획				
	2012. 2H~ 2013. 1H	2013. 2H~ 2014. 1H	2014. 2H~ 2015. 1H	2015. 2H~ 2016. 1H	2016. 2H~ 2017. 1H
회사채	7,660	3,060	8,500	2,600	2,310
장기차입금(원화)	365	3,698	190	31	35
장기차입금(USD 원화환산액)	2,685	2,087	3,150	702	682
장기차입금 합계	3,050	5,785	3,340	733	717
장기미지급금	4,290	4,246	4,226	4,177	4,670
금융리스미지급금	893	1,119	837	471	273
합계	15,893	14,210	16,903	7,981	7,970

자료: 한진해운, 대신증권 리서치센터

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	9,896	9,523	10,592	10,986	11,273
영업이익	648	-493	-27	388	420
세전순이익	302	-815	-448	-8	68
총당기순이익	269	-824	-477	-18	52
지배지분순이익	272	-835	-486	-18	51
EPS	3,380	-8,703	-3,891	-143	409
PER	11.4	NA	NA	NA	23.9
BPS	30,783	15,903	12,012	11,469	11,478
PBR	1.3	0.7	0.8	0.9	0.9
ROE	12.0	-36.3	-27.9	-1.2	3.6

주: 영업이익은 화사발표 기준, EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준

자료: 한진해운, 대신증권 리서치센터

표 2. 연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2012F	2013F	2012F	2013F	2012F	2013F
매출액	10,660	11,081	10,592	10,986	-0.64	-0.85
매출총이익	519	907	478	920	-7.94	1.45
매출총이익률	4.9	8.2	4.5	8.4	-0.36	0.19
판매비와 관리비	496	510	496	510	0.00	0.00
기타영업손익	-10	-21	-10	-21	0.00	0.00
영업이익	14	375	-27	388	-295.07	3.50
영업이익률	0.1	3.4	-0.3	3.5	-0.39	0.15
영업외손익	-420	-397	-420	-397	0.00	0.00
세전순이익	-407	-21	-448	-8	10.13	-61.54
지배지분순이익	-442	-46	-486	-18	10.13	-61.54
순이익률	-4.1	-0.4	-4.6	-0.2	-0.45	0.26
EPS(지배지분순이익)	-3,533	-372	-3,891	-143	10.13	-61.54

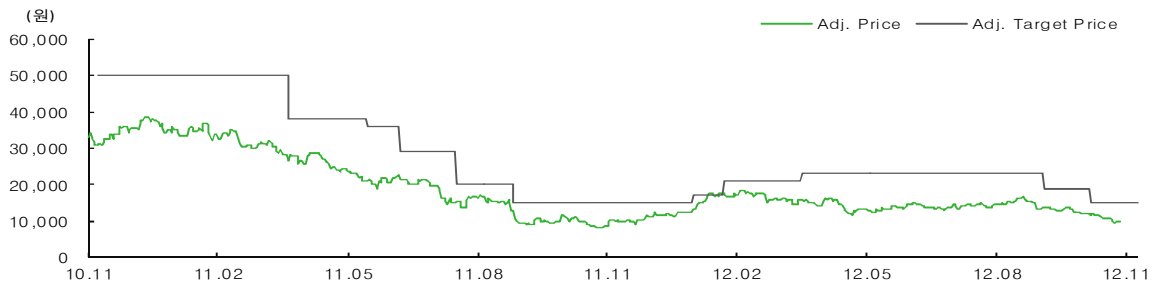
자료: 한진해운, 대신증권 리서치센터

► Compliance Notice

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다 (담당자: 양지환)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

► 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	12.11.28	12.11.18	12.11.05	12.10.03	12.08.28	12.08.03	12.06.22	12.06.17	12.06.06	12.05.24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	15,000	15,000	15,000	19,000	23,000	23,000	23,000	23,000	23,000	23,000
제시일자	12.05.16	12.05.13	12.04.15	12.03.12	12.02.28	12.02.20	12.01.30	11.12.27	11.11.06	11.10.12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Marketperform	Marketperform	Marketperform
목표주가	23,000	23,000	23,000	21,000	21,000	21,000	17,000	15,000	15,000	15,000
제시일자	11.09.25	11.09.20	11.08.16	11.07.07	11.06.30	11.06.14	11.05.12	11.04.26	11.04.19	11.03.09
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	15,000	20,000	20,000	29,000	36,000	36,000	38,000	38,000	38,000	50,000

► 투자등급관련사항

- 산업 투자의견**
- Overweight(비중확대): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
 - Neutral(중립): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
 - Underweight(비중축소): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상
- 기업 투자의견**
- Buy(매수): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
 - Marketperform(시장수익률): 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
 - Underperform(시장수익률 하회): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상