

한진해운(117930)

HOLD / TP 14,000원

4Q12 실적 보다는 운임방향성에 관심이 가는 시점

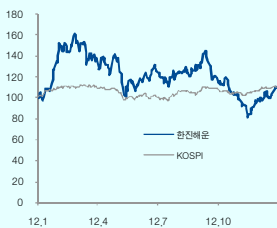
Analyst 강동진

02) 3787-2228
dongjin.kang@hmcib.com

현재주가 (1/7)	12,800원
상승여력	9.4%
시가총액	1,600십억원
발행주식수	125,000천주
자본금/액면가	625십억원 /5,000원
52주 최고가/최저가	18,600원/9,390원
일평균 거래대금 (60일)	16십억원
외국인지분율	17.57%
주요주주	한진해운홀딩스 외 4 인 36.33%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	12.8 -7.6 -12.0
상대주가(%)	9.8 -8.3 -18.7
당사추정 EPS	-4,398원
컨센서스 EPS	-3,576원
컨센서스 목표주가	15,147원

※ K-IFRS 연결 기준

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

- 투자이견 보유, 목표주가 14,000원유지, Trading 관점에서의 접근 유효 관점 유지
- 4분기 실적 시장 기대치 대비 부진 할 것이나, 춘절 재고 수요로 인한 수요 강세와 선사 공조로 운임 강세 여건 조성 Trading 측면에서 접근 가능 관점 유지
- 구조적 공급과잉은 2013년에도 지속될 가능성 높아 구조적 시황개선에 대한 가시성은 여전히 떨어져

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2010	9,896	648	272	1,072	3,134	흑전	11.4	1.5	6.0	12.3
2011	9,523	-493	-835	-101	-8,703	적전	NA	0.7	NA	-37.2
2012F	10,485	-69	-572	365	-4,574	적지	NA	1.1	18.0	-34.2
2013F	10,730	471	72	916	574	흑전	22.3	1.1	7.1	5.2
2014F	10,985	600	180	1,057	1,439	150.9	8.9	1.0	6.2	11.9

* 2010은 K-GAAP 기준, 2011~2014F은 K-IFRS 연결 기준

한진해운 4Q12 실적은 컨센서스 하회 할 전망

한진해운의 4Q12 IFRS 연결 실적은 매출액 2조4,686억원(+3.4%, yoy), 조정영업이익 -114억원(적지, yoy)를 기록할 것으로 추정되어, 시장기대치를 하회할 것으로 전망된다. Head haul 기준 운임이 전분기 대비 17.5% 하락한 것으로 추정되는 구주 노선의 약세가 추정치 하향의 주된 요인이다. 하지만, 미주노선의 경우 미국 주택경기 회복으로 인한 물동량 강세로 전 분기 대비 하락폭은 2.5%에 그칠 것으로 전망되어 비수기에도 상대적으로 견조한 상황으로 추정된다.

춘절 재고 수요로 인한 계절적 컨테이너 수요 강세

한진해운을 비롯한 주요 선사들은 12/15일부로 일괄 운임인상을 실시하였다. 동사는 유럽노선의 경우 \$600/TEU, \$1,200/FEU, 태평양노선의 경우 미 서안은 \$320/TEU, \$400/FEU, 동안은 \$480/TEU, \$600/FEU 상승 계획이었다. 이러한 운임인상이 반영되어, 미주와 구주 주요 노선 운임은 소폭 상승세로 전환 하였다.

동사의 주요 노선 L/F는 2013년 들어 미주 구주 노선 모두 Head haul 기준 100%를 넘는 상황인 것으로 파악되고 있다. 이는 1) 춘절을 대비한 재고 축적 수요 강세 2) 선사들의 계선으로 인한 선박량 조절로 인한 것이다.

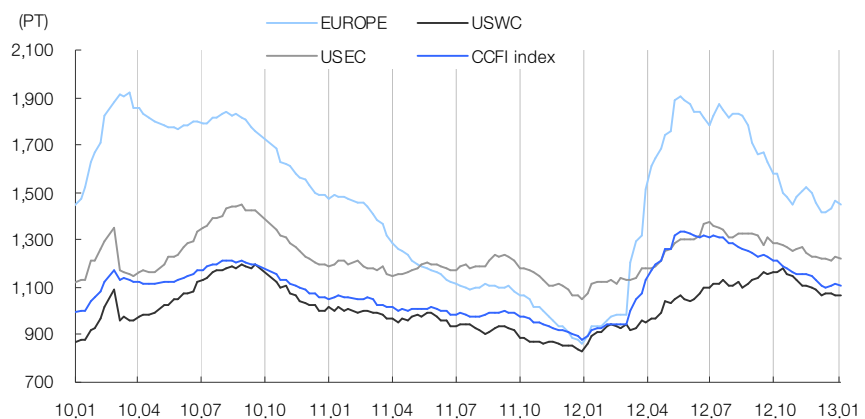
최근 Maersk는 인터뷰를 통해 약세를 지속하였던 구주노선의 컨테이너 수요가 12월부터 강세를 보이고 있다고 밝혔다. 춘절 재고 확충 수요와, 중국의 내수 소비 증가 및 계절적 수출 회복으로 인한 제조업 활동 회복으로 Back Haul 수요 역시 살아나고 있다는 것이다.

미주노선 역시 주택시장 회복에 따라 11월 가구 관련 물동량 비중이 12% 수준까지 증가하면서 호조세를 지속하고 있으며, 공급과잉 우려가 유럽노선 대비 상대적으로 낮은 상황에서 운임 강세는 2013년 중 이어질 가능성이 높다.

운임 하락세는 진정국면. 당분간 운임 회복 할 수 있는 여건 조성

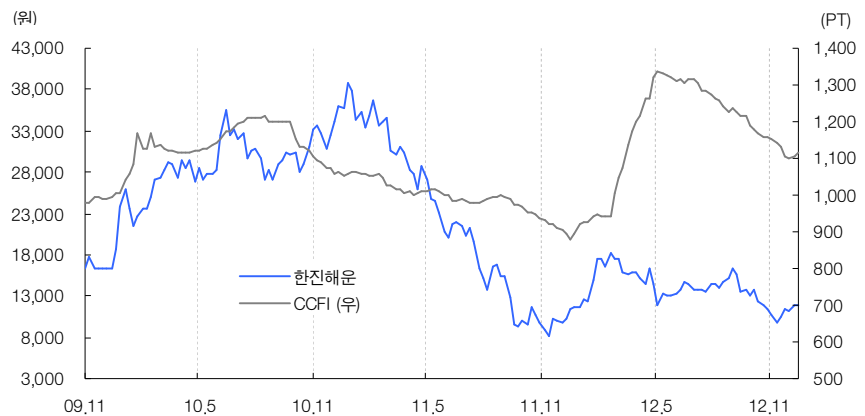
동사는 미주노선의 경우 1/13부, 구주노선은 1/15부 운임인상을 계획하고 있는데, 현재와 같은 타이트한 L/R는 운임회복 가시성을 높이는 요인으로 작용 할 가능성이 높다고 판단한다. Maersk의 최근 스탠스기 특히 유럽노선에서 시장 안정을 유지하려는 의지를 담고 있는 것으로 판단되고, 컨테이너 해운 선사들이 향후 화주들과의 협상에서 유리한 위치를 점하기 위한 움직임이 나타날 수 있는 국면이기 때문에 운임 하락세는 진정국면에 접어들 것으로 파악되며, 운임이 어느 정도 회복 할 수 있는 여건이 조성되고 있는 것으로 판단한다.

〈그림1〉 주요노선 CCFI



자료 : SSE, HMC투자증권

〈그림2〉 CCFI 지수와 한진해운 주가



자료 : SSE, HMC투자증권

〈표1〉 한진해운 주요노선 운임인상 계획

항로	적용일	도착지	TEU	FEU
구주항로	1.13	북유럽/지중해	350	700
태평양항로	1.15	미 서안	480	600
		미 동안	640	800

자료 : 한진해운, HMC투자증권

하지만, 여전히 2013년 컨테이너 해운 시장 불확실성 상존. Trading 관점에서의 접근 관점 유지

Alphaliner에 의하면 2013년에도 10,000 TEU 이상급 대형선이 50척 인도 될 것으로 전망되며, 대부분이 유럽노선에 투입될 것으로 전망된다. 특히, 2분기부터 인도되는 Maersk의 초대형선 인도 이후 상황을 낙관하기는 쉽지 않다. 따라서, 중장기적인 관점에서 컨테이너 해운 시장의 공급과잉과 선사들의 수익성 악화 가능성은 여전히 우려되는 바이다. 단기적으로 최근의 물동량 강세 배경 역시 계절적 수요의 성격이 강하기 때문에 춘절 이후 컨테이너 운임 및 수요 방향을 속단하기 어려운 상황이기 때문에 Risk는 상존한다. 따라서, 동사에 대해 투자자의견 “보유” 를 유지하며, 목표주가 14,000원을 유지한다.

〈표2〉 한진해운 실적 요약

(단위: 십억원)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12F	2011	2012F	2013F
평균환율 (원/달러)	1,120	1,083	1,085	1,139	1,131	1,152	1,133	1,090	1,107	1,127	1,040
평균급유단가 (\$/MT)	602	642	649	634	687	691	638	620	632	659	668
물동량 (Round Trip) ('000TEU)	945	1,080	1,098	1,044	1,015	1,141	1,166	1,156	4,167	4,477	4,673
태평양 ('000TEU)	422	441	465	432	417	463	484	474	1,760	1,839	1,941
유럽 ('000TEU)	314	376	337	297	302	356	351	300	1,323	1,310	1,320
대서양 ('000TEU)	35	41	44	46	30	36	37	38	165	141	140
아시아 ('000TEU)	174	222	253	269	265	286	293	343	918	1,188	1,271
(yoy)											
물동량 (Round Trip)	16%	13%	12%	9%	7%	6%	6%	11%	12%	7%	4%
태평양	5%	-7%	-1%	0%	-1%	5%	4%	10%	-1%	4%	6%
유럽	23%	25%	2%	-6%	-4%	-6%	4%	1%	10%	-1%	1%
대서양	1%	2%	25%	20%	-15%	-12%	-16%	-16%	12%	-15%	-1%
아시아	39%	57%	77%	59%	52%	29%	16%	27%	59%	29%	7%
매출액 (십억원)	2,275	2,392	2,469	2,387	2,264	2,832	2,921	2,468.6	9,523	10,485	10,689
영업이익 (십억원)	-18	-170	-135	-169	-218	74	97	-21	-493	-69	430
조정영업이익 (십억원)	-25	-178	-160	-151	-218	79	89	-11	-514	-61	395
영업이익률	-1%	-7%	-5%	-7%	-10%	3%	3%	-1%	-5%	-1%	4%
세전이익 (십억원)	-139	-271	-82	-323	-322	7	-45	-196	-815	-557	38
세전이익률	-6%	-11%	-3%	-14%	-14%	0%	-2%	-8%	-9%	-5%	0%
지배주주지분순이익 (십억원)	-141	-274	-86	-323	-338	-1	-47	-176	-824	-563	34
순이익률	-6%	-11%	-3%	-14%	-15%	0%	-2%	-7%	-9%	-5%	0%

자료 : 한진해운, Wisefn, HMC투자증권

COMPANY NOTE

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	9,896	9,523	10,485	10,730	10,985
증가율 (%)	558.8	-3.8	10.1	2.3	2.4
매출원가	8,824	9,560	10,052	9,780	9,858
매출원가율 (%)	89.2	100.4	95.9	91.1	89.7
매출총이익	1,072	-37	433	950	1,127
매출이익률 (%)	10.8	-0.4	4.1	8.9	10.3
증가율 (%)	흑전	적전	흑전	119.3	18.6
판매관리비	424	477	495	515	519
조정영업이익 (GP-SG&A)	648	-514	-61	436	608
조정영업이익률 (%)	6.5	-5.4	-0.6	4.1	5.5
증가율 (%)	흑전	적전	적지	흑전	39.6
기타영업손익	0	21	-8	36	-8
EBITDA	1,072	-101	365	916	1,057
EBITDA 이익률 (%)	10.8	-1.1	3.5	8.5	9.6
증가율 (%)	흑전	적전	흑전	150.9	15.4
영업이익	648	-493	-69	471	600
영업이익률 (%)	6.5	-5.2	-0.7	4.4	5.5
증가율 (%)	흑전	적전	적지	흑전	27.4
금융손익	-301	-272	-481	-391	-398
기타영업외손익	-50	2	2	0	0
종속/관계기업관련손익	5	-53	-9	0	0
세전계속사업이익	302	-815	-557	81	202
세전계속사업이익률 (%)	3.1	-8.6	-5.3	0.8	1.8
증가율 (%)	흑전	적전	적지	흑전	150.9
법인세비용	33	9	6	8	20
계속사업이익	269	-824	-563	72	182
당기순이익	269	-824	-563	72	182
당기순이익률 (%)	2.7	-8.7	-5.4	0.7	1.7
증가율 (%)	흑전	적전	적지	흑전	151.1
지배주주지분 순이익	272	-835	-572	72	180
비지배주주지분 순이익	-3	12	9	1	2
기타포괄이익	0	-146	-62	0	0
총포괄이익	0	-970	-625	72	182

(단위: 십억원)

현금흐름표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
영업활동으로인한현금흐름	444	-130	-351	975	1,131
당기순이익	269	-824	-563	72	182
유형자산 상각비	398	390	433	444	455
무형자산 상각비	26	2	2	1	1
외환손익	37	-49	171	28	76
운전자본의 감소(증가)	-288	2	-728	103	87
기타	3	350	336	327	330
투자활동으로인한현금흐름	-1,021	-992	-809	-449	-868
투자자산의 감소(증가)	-32	143	-8	-9	-8
유형자산의 감소	89	309	68	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,196	-1,387	-823	-460	-832
기타	118	-57	-46	20	-28
재무활동으로인한현금흐름	908	743	805	-253	-436
차입금의 증가(감소)	-482	757	163	-198	445
사채의증가(감소)	-100	132	77	554	-70
자본의 증가	395	353	-46	0	0
배당금	-4	-45	-3	0	0
기타	1,098	-454	613	-610	-811
기타현금흐름	-1	19	-11	0	0
현금의증가(감소)	330	-360	-365	273	-173
기초현금	723	1,044	684	319	593
기말현금	1,053	684	319	593	420

(단위: 십억원)

재무상태표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
유동자산	2,592	2,144	1,901	2,233	2,110
현금성자산	1,053	684	319	593	420
단기투자자산	211	167	172	179	184
매출채권	726	598	690	716	737
채고자산	276	369	381	395	407
기타유동자산	326	327	338	351	361
비유동자산	7,366	9,053	9,187	9,212	9,596
유형자산	6,530	7,920	8,157	8,173	8,550
무형자산	387	31	27	26	25
투자자산	385	242	251	260	268
기타비유동자산	64	859	753	753	753
기타금융융입자산	0	0	0	0	0
자산총계	9,958	11,197	11,088	11,445	11,705
유동부채	2,695	2,401	2,572	2,380	1,983
단기차입금	2	35	396	396	396
매입채무	839	696	827	858	884
유동성장기부채	1,743	1,516	1,188	960	532
기타유동부채	112	155	160	166	171
비유동부채	4,936	6,771	7,117	7,593	8,069
사채	1,517	1,650	1,727	2,281	2,211
장기차입금	950	1,513	1,559	1,362	1,807
장기금융부채 (리스포함)	315	510	626	626	626
기타비유동부채	2,154	3,099	3,205	3,324	3,425
기타금융융입부채	0	0	0	0	0
부채총계	7,631	9,172	9,689	9,973	10,051
지배주주지분	2,500	1,988	1,355	1,426	1,606
자본금	425	625	625	625	625
자본잉여금	1,327	1,480	1,434	1,434	1,434
자본조정 등	-1	-1	-1	-1	-1
기타포괄이익누계액	580	513	488	488	488
이익잉여금	168	-629	-1,191	-1,120	-940
비지배주주지분	-173	37	45	46	48
자본총계	2,327	2,025	1,400	1,472	1,654

(단위: 원배,%)

주요투자지표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
EPS(당기순이익 기준)	3,104	-8,583	-4,503	579	1,454
EPS(지배순이익 기준)	3,134	-8,703	-4,574	574	1,439
BPS(자본총계 기준)	21,165	15,954	10,981	11,568	13,029
BPS(지배지분 기준)	23,049	15,657	10,620	11,202	12,648
DPS	500	0	0	0	0
PER(당기순이익 기준)	11.5	-1.3	-2.7	21.8	8.7
PER(지배순이익 기준)	11.4	-1.3	-2.6	22.0	8.8
PBR(자본총계 기준)	1.7	0.7	1.1	1.1	1.0
PBR(지배지분 기준)	1.5	0.7	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA(Reported)	6.0	-57.8	18.0	7.1	6.2
배당수익률	1.4	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	흑전	적전	적지	흑전	150.9
EPS(지배순이익 기준)	흑전	적전	적지	흑전	150.9
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	13.3	-37.9	-32.9	5.0	11.6
ROE(지배순이익 기준)	12.3	-37.2	-34.2	5.2	11.9
ROA	2.9	-7.8	-5.1	0.6	1.6
안정성 (%)					
부채비율	328.0	452.9	692.2	677.4	607.7
순차입금비율	140.9	216.5	358.5	330.6	301.3
이자보상배율	2.1	-1.6	-0.2	1.2	1.6

* 2010은 K-GAAP 기준, 2011~2014F은 K-IFRS 연결 기준

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
10/11/05	BUY	45,000	12/12/20	HOLD	14,000
10/11/09	BUY	45,000	13/01/07	HOLD	14,000
10/11/22	BUY	45,000			
11/01/05	BUY	45,000			
11/02/01	BUY	45,000			
11/02/23	BUY	45,000			
*담당자 변경					
12/06/28	BUY	18,500			
12/08/03	BUY	18,500			
12/10/10	BUY	18,500			
12/10/17	BUY	16,800			
12/11/06	HOLD	14,000			

▶ 최근 2년간 한진해운 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 본 자료를 작성한 애널리스트는 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 추천일 현재 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 강동진의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

- ▶ 업종 투자의견 분류: HMC투자증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ HMC투자증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - HOLD : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
 - SELL : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

- 본 조사항목은 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.