

해운

한번 좀 다시 눈길을 줄 때

중립(Maintain)

Earnings preview
2013. 7. 29류제현
02-768-4175
jay.ryu@dwsec.com

2Q13 실적 Preview: 손실폭 점차 개선

한진해운(117930, 매수, TP 11,000원)의 2/4분기 영업손실은 -554억원으로 1/4분기와 유사한 수준을 기록할 것으로 전망된다. 운임 하락에도 불구하고, 병커유가가 비교적 안정세를 유지하면서 영업손실이 크게 확대되지 않았을 것으로 추정된다. 현대상선(011200, Trading Buy, TP 18,000원)은 컨테이너 부문에서 매치백율(Match Back Ratio, 아웃바운드 물동량 대비 인바운드 물동량의 비율)을 향상시키면서 수익성이 개선된 것으로 보인다. 영업손실은 1/4분기 1,280억원 대비 개선된 723억원을 기록할 전망이다.

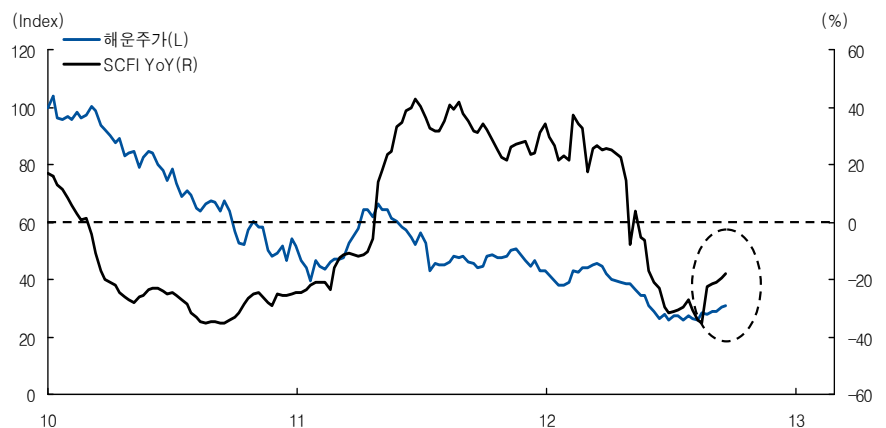
유럽에서 나타난 공급 조절의 긍정적 효과

2013년 7월 26일 북유럽 운임이 다시 한번 상승하는데 성공했다. 상승폭은 \$120/TEU로 유럽 지역의 운임은 1,360/TEU 수준을 기록했다. 선사들 인상 목표액이 \$300/TEU~\$500/TEU 수준이었던데 비하면, 다소 아쉽지만 6월 말에 이어 2개월 연속 운임 인상에 성공한 것은 지난 2012년 12월 이후 처음이라는 점에서 의미가 있다. 운임 상승은 유럽지역에서의 공급 조절(6월 말 대비 1.9% 축소)과 성수기 수요 반등에 힘입은 것으로 보인다. 지중해와 미주지역은 소폭이나마 하락세(-1~2%)를 지속했지만, 대폭적인 운임 상승이 있었던 6월말 대비 3~11% 하락한데 그쳐, 비교적 상승한 운임이 유지되고 있다고 판단된다.

모멘텀 개선 진행중, 단기 트레이딩 가능한 시점

아직까지 크게 베풀할 시점은 아니지만 점차 모멘텀이 살아나고 있는 상황이다. 모멘텀 지표인 운임지표의 전년비 감소율도 6월 마지막주 이후 개선되고 있으며 주가도 이에 맞춰서 반등하고 있다. 7월 8일 정부의 회사채 정상화 방안(그림5 및 표2, 3, 4 참조)이 발표된 이후 해운사의 유동성 리스크도 극단적인 위기에서 점차 정상화되고 있다. 한진해운은 2014년 3,900억원, 현대상선은 2013년과 2014년 각각 2,800억원, 4,200억원의 회사채 상환 부담이 완화될 것으로 보인다. 시기적으로는 내년 상반기까지 부담은 완화될 상황이라고 할 수 있다. 현재 나타나고 있는 운임 안정세가 이어진다면, 추가적인 주가 반등도 가능하다는 판단이다.

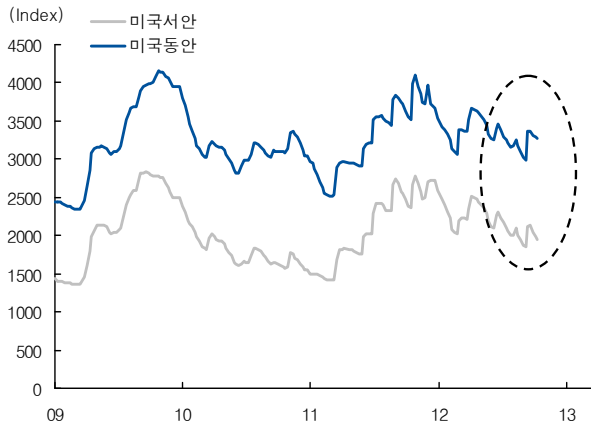
SCFI YoY vs. 해운주가 추이: 모멘텀 일단 바닥국면에서 개선 중



자료: Bloomberg, Chineseshipping, KDB대우증권 리서치센터

본 조사분석자료는 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

그림 1. 미주 SCFI지수 : 반등 후 비교적 안정



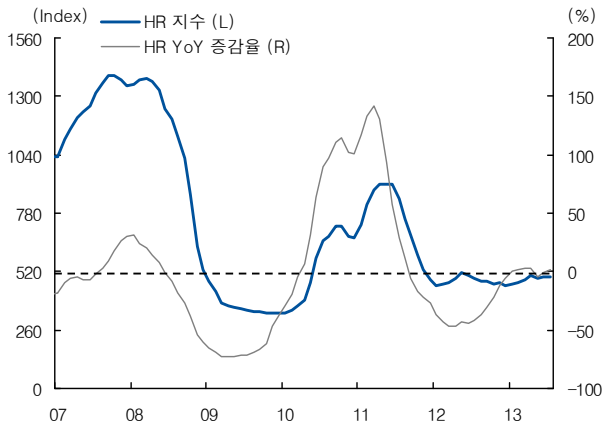
자료: Chinese shipping, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 유럽 및 종합 SCFI지수: 반등 후 유지



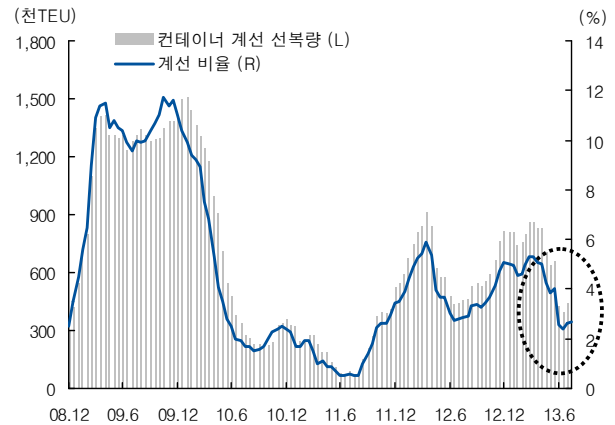
자료: Chinese shipping, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. HR지수 추이: 최근 안정세를 보이고 있는 용선료



자료: 한국해양수산개발원, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 계선율: 반등세 시현



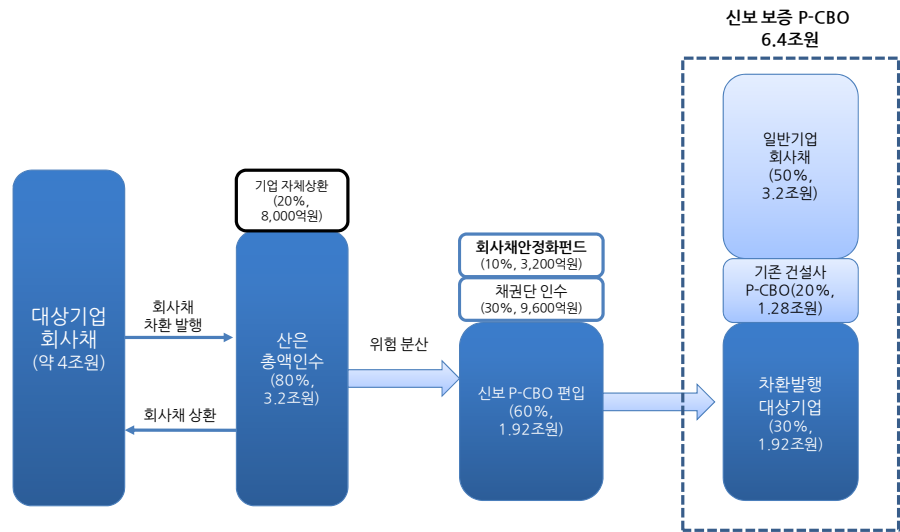
자료: Clarkson, KDB대우증권 리서치센터

표 1. 2012년 이후 운임 인상 히스토리

날짜	\$/TEU	변화폭	달성율	노선	운임 인상 유지 기간(주)
15-Jan-13	600	299	50%	Transpacific	7
30-Jan-13	225	실패	0%	Asia/Europe	4
01-Mar-13	300	실패	0%	Asia/Europe	n.a.
15-Mar-13	500	424	85%	Asia/Europe	4
01-Apr-13	400	198	50%	Transpacific	3
15-Apr-13	500	실패	0%	Asia/Europe	n.a.
15-May-13	550	실패	0%	Asia/Europe	n.a.
28-Jun-13	975	895	92%	Asia/Europe	4
28-Jun-13	400	269	67%	Transpacific	4
26-Jul-13	400	120	30%	Asia/Europe	
26-Jul-13	400	실패	0%	Transpacific	
9월 운임인상 계획	450	?	?	Transpacific	

자료: 업계자료

그림 5. 신용보증기금 보증 P-CBO 구조도



자료: 금융위원회, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 회사채 시장 정상화 방안 주요 내용

	구분	주요 내용
P-CBO 확대개편	기본 방향	P-CBO 개편 및 운영 방향
	지원 대상	13년 하반기부터 14년말까지 만기도래 회사채
	지원 절차	차환발행심사위원회가 지원 대상으로 선정한 회사채 차환 물량
	시장안정 P-CBO	신용보증기금의 기존 건설사 P-CBO를 시장안정 P-CBO로 확대 개편
	재원 마련	보증재원으로 8,500억 원 소요 예정
회사채 시장 양극화 현상 완화	하이일드펀드 세제 지원	
	QIB 제도 개선	
	회사채 펀드 활성화를 위한 규제 합리화	
	유동화증권 발행 제도 정비	
회사채 시장 인프라 개선	신용평가 제도 개선	
	발행시장 제도 개선	
	사채관리회사 제도 보완	
	채권유통시장의 투명성 및 효율성 제고	

자료: 금융위원회, KDB대우증권 리서치센터

표 3. 취약업종(건설/조선/해운) 회사채 만기 리스트

(억 원)

구분	신용등급	13.8	13.9	13.10	13.11	13.12	13년	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	14년	13~14년	15년 이후	합계	비고
해운	한진해운 A-/N							1,800	600	1,500		3,900	3,900	15,130	19,030	
	현대상선 A-/N			2,800			2,800		3,400	800		4,200	7,000	13,500	20,500	
	SK해운 A-/S								700			700	700	5,950	6,650	
	장금상선 BBB+/S					50	50						50	960	1,010	
	폴라리스워핑 BBB-/S				300		300						300		300	
	흥아해운 BBB-/S					50	50						50	100	150	
	소계			2,800	300	100	3,200	1,800	4,700	2,300		8,800	12,000	35,640	47,640	
건설	소계	5,302	6,610	11,834	2,820	4,050	30,616	15,779	23,410	6,100	5,973	51,261	81,877	65,855	147,732	
조선	소계		2,500				2,500	4,500	1,500	2,000	5,500	13,500	16,000	41,250	57,250	
	합계	5,302	9,110	14,634	3,120	4,150	36,316	22,079	29,610	10,400	11,473	73,561	109,877	142,745	252,622	

자료: 본드웹, KDB대우증권 리서치센터

표 4. 최근 회사채 정상화 방안 관련 주요 논의 사항

일정	주요 내용
차환발행위원회 협약 체결	7/22, KDB 중심의 총 25개 기관이 '회사채 차환발행심사위원회'가 공동협약 체결 - KDB, 채권금융기관, 신용보증기금, 증권사 등 - KDB, 8월(중하순)부터 지원 대상 회사채 사모사채 인수 시작 - 신보, KDB가 인수한 사모사채로 P-CBO 발행
지원 대상	대규모 회사채 만기도래로 일시적 유동성 위기이나, 경영정상화가 가능하다고 판단되는 기업 - 일정 신용등급 이하(A급 이하 유력), 법정관리나 워크아웃 기업 제외 - 회사채 만기도래 금액의 20% 이상을 자체적으로 상환 가능한 기업 - 회사채 만기도래금액의 10% 이하를 주식관련사채로 발행 가능 기업
지원 절차	A급 이하 기업 신청 → 자구계획 등 종합 심사(심사위원회 전원 합의 필요) → 특별 약정 체결 절차 일정 고려시 8월 중하순 만기도래분부터 인수 가능할 전망
KDB 인수	차환 대상 회사채 4조 원 중 20%는 발행기업이 자체 상환한 뒤, KDB가 80%인 3.2조 원 총액인수 차환 발행 회사채 만기는 1.5년~2년 사모사채, 차환 금리는 민평금리 +40bp 수준 KDB 인수 물량 3.2조 원 중 10%는 회사채안정화펀드가, 30%는 채권단, 60%는 P-CBO에 분할 편입
회사채안정화펀드 (10%)	총 3,200억 원, 대형 증권사 1,600억 원, 채권유관기관이 1,600억 원 부담 - 대형 증권사(KDB대우/삼성/한국투자/현대/우리투자증권)가 320억 원씩 1,600억 원 부담 - 유관기관인 예탁원/증권금융/금융투자협회가 일정 비율로 출자
채권단 인수(30%)	9,600억 원 해당 채권은행 인수
P-CBO(60%)	정부 발행 P-CBO(6.4조 원)에 일반건설사(2,800억 원), 일반기업 회사채(3.2조 원)까지 편입 신용보강 후 일반투자자와 발행기업 등에 매각

자료: 금융위원회, 언론 제시, KDB대우증권 리서치센터

표 5. Peer valuation

회사명	시가총액 (십억원)	영업이익률 (%)			PER (배)			PBR (배)			ROE (%)			EV/EBITDA (x)		
		12	13F	14F	12	13F	14F	12	13F	14F	12	13F	14F	12	13F	14F
한진해운	1,034	-1.0	-0.6	3.9	-	-	17.0	1.2	1.0	0.9	-40.3	-43.3	5.4	30.0	18.5	13.1
현대상선	2,391	-6.3	-1.9	2.6	-	-	-	4.5	5.7	10.1	-73.1	-47.5	-31.4	-	59.3	18.2
CSDL(중)	3,819	-1.0	-0.7	2.3	519.1	-	22.6	0.7	0.7	0.7	1.0	-1.6	2.4	50.0	50.0	13.4
OOIL(홍)	4,088	4.1	3.9	5.8	13.8	13.9	8.9	0.8	0.8	0.7	6.0	5.4	8.3	10.6	10.6	6.0
NOL(싱)	2,459	-0.9	1.0	2.9	-	16.1	10.3	1.0	1.0	0.9	-8.8	0.9	7.6	56.8	56.8	7.7
Evergreen(대)	2,176	0.4	-0.4	1.7	55.1	255.3	19.8	0.9	1.0	0.9	2.0	-1.2	2.6	23.3	13.5	7.7
머스크(덴)	37,270	13.6	13.1	15.1	10.5	11.6	8.8	0.9	0.9	0.8	9.4	7.9	9.6	4.0	4.1	3.6
COSCO(중)	5,144	-7.8	-1.3	1.7	-	-	-	1.0	1.2	1.2	-22.4	-8.7	-3.1	-	46.6	18.3
CSD(중)	1,941	-3.5	-1.8	4.9	-	-	51.8	0.4	0.4	0.4	-0.7	-1.1	1.4	44.8	26.2	15.0
태평양항운그룹(홍)	1,212	-0.4	4.7	7.1	281.7	25.6	12.2	0.8	0.8	0.8	-7.9	2.7	5.7	9.9	10.1	7.3
평균	6,153	-0.2	2.1	5.1	176.0	64.5	17.8	1.3	1.6	1.3	-12.7	-5.9	7.8	28.7	29.6	11.0

자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

Top Picks 및 관심종목

한진해운 (117930/매수) 그래도 다시 한번

- 2Q13 Preview: 영업손실 554억원, 운임 하락에 비해 큰 출혈은 없을 듯
- 모멘텀 개선 vs. 워런트 행사
- 목표주가 11,000원으로 하향: 아직 추가 반등 가능성은 존재

현대상선 (011200/Trading Buy) 호재성 모멘텀이 주는 매매기회

- 2Q13 실적 Preview: 크게 감소할 손실 폭
- 호재성 모멘텀은 아직 남아있어
- 목표주가 18,000원으로 하향하며, Trading buy 유지

한진해운 (117930)

그래도 다시 한번

해운

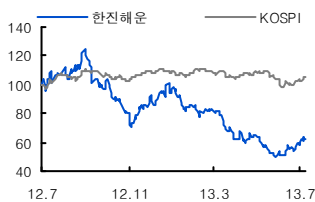
(Maintain)	매수
목표주가 (원, 12M)	11,000
현재주가(13/07/26,원)	8,270
상승여력	33%

영업이익(13F,십억원)	-69
Consensus 영업이익(13F,십억원)	24

EPS 성장률(13F,%)	적지
MKT EPS 성장률(13F,%)	17.5
P/E(13F,x)	-
MKT P/E(13F,x)	9.5
KOSPI	1,910.81

시가총액(십억원)	1,034
발행주식수(백만주)	125
유동주식비율(%)	61.9
외국인 보유비중(%)	13.0
베타(12M,일간수익률)	1.48
52주 최저가(원)	6,610
52주 최고가(원)	17,050

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	21.8	-33.8	-38.3
상대주가	14.7	-32.0	-45.5



2Q13 Preview: 영업손실 554억원, 운임 하락에 비해 큰 출혈은 없을 듯

2013년 2/4분기 동사의 영업손실은 554억원으로 1/4분기(599억원)와 유사한 실적을 기록할 것으로 전망된다. 2/4분기 평균 CCFI와 SCFI가 전분기 대비 5.1%, 12.5% 하락하면서 수익성이 악화되었으나, 물동량 증가와 벙커유가 하락(1분기 634달러/메트릭톤 vs. 2분기 606달러/메트릭톤)으로 인한 유류비 감소로 인해 수익성이 크게 하락하지 않았을 것으로 전망된다. 아시아 역내 물동량 중심으로 물동량도 YoY 6.4% 상승하면서 손실 확대를 방어할 것으로 전망된다. 영업외에서는 이자비용 940억원이 발생하겠으나, 원화 약세에 따른 외화환산이익이 1,614억원 발생하면서 순이익 10억원을 기록할 전망이다. 2013년 및 2014년 영업이익 전망치는 기존 3,282억원, 6,311억원에서 -687억원, 4,621억원으로 하향한다.

모멘텀 개선 vs. 워런트 행사

7월 초 BEP를 넘어섰던 운임이 소폭 하락하였지만, 8월부터 BEP 수준을 회복할 것으로 기대된다. 전년 동기대비 운임 하락폭도 지속 축소될 것으로 보이는데, SCFI 기준 유럽 및 미주 서안 운임은 YoY -21.3%, -18.7으로 저점 (-66.8%, -32.6%)대비 개선되고 있다. 이는 2012년 12월 이후 처음 나타나는 개선세로 모멘텀 개선이다. 실적도 3/4분기에는 성수기 효과에 힘입어 605억원의 영업흑자도 가능할 전망이다. 물론, 여기에는 공급 축소 효과와 성수기 물동량 개선에 따른 운임 반등이 전제되어야 할 것이다.

최근 주가가 6,610원 수준에서 8,270원까지 반등하면서, 신주인수권도 1,000원 가까이 반등했다. 신주 행사 가격은 주당 8,300원으로 주가상 등가(In-the-money)수준과 비슷하다. 8월 26일부터 행사 가능하기 때문에 주가 추가 상승은 신주인수권에 따른 오버행으로 작용할 것으로 보인다. 단, 현재 신주인수권의 시세(1,850원)를 감안시 10,000원 이하에서는 행사되기는 쉽지 않을 것으로 전망된다.

목표주가 11,000원으로 하향: 아직 추가 반등 가능성은 존재

당사의 BW 발행에 따른 분석 금지 해제 이후 첫 보고서이며, BW발행에 따른 주식수 증가(3,614만주, 현 발행주식수의 28.9%) 회식을 감안하여, 목표주가를 11,000원으로 하향하였다. 목표주가는 회식 BPS 대비 1.2배 수준이다. 운임 안정화 및 반등 가능성을 감안한 밸류에이션이라고 할 수 있다. 현재주가는 회식 PBR 1.0배수준으로 9월 1일 미주에서 추가 운임 계획이 발표되고 있는 상황이고, 모멘텀 개선이 지속되고 있어, 밸류에이션 개선 기대감이 나타날 전망이다

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	9,625	9,523	10,589	10,876	11,856	12,765
영업이익(십억원)	687	-513	-110	-69	462	544
영업이익률 (%)	7.1	-5.4	-1.0	-0.6	3.9	4.3
순이익(십억원)	287	-835	-651	-501	61	139
EPS (원)	3,257	-8,673	-5,204	-3,111	486	1,109
ROE (%)	12.4	-35.6	-40.3	-43.3	5.4	10.8
P/E (배)	11.0	-	-	-	17.0	7.5
P/B (배)	1.2	0.7	1.2	1.0	0.9	0.8

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 한진해운, KDB대우증권 리서치센터

표 6. 2Q13 Preview

(십억원, %)	2Q12	1Q13	2Q13F		성장률	
			KDB대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	2,832	2,496	2,730	2,700	-3.6	9.4
영업이익	79	-60	-55	-8	적전	적지
영업이익률	2.8	-2.4	-2.0	-0.3	-4.8	0.4
세전이익	7	-35	7	-54	12.1	흑전
순이익	-6	-38	1	-78	흑전	흑전

주: K-IFRS 연결기준(순이익은 지배주주 귀속 순이익),
자료: KDB대우증권 리서치센터

표 7. 분기별 수익예상

(십억원, %)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2012	2013F	2014F
매출액	2,264	2,832	2,921	2,573	2,496.0	2,730	2,858	2,791	10,589	10,876	11,856
영업이익	-218.4	74	97	-61	-60	-55	61	-14	-110	-69	462
세전이익	-321	7	-45	-248	-35	7	-215	-265	-608	-508	82
순이익(지배주주)	-341	-6	-51	-253	-38	1.0	-209	-254	-650	-501	61
영업이익률	-9.6	2.6	3.3	-2.4	-2.4	-2.0	2.1	-0.5	-1.0	-0.6	3.9
세전이익률	-14.2	0.2	-1.6	-9.6	-1.4	0.3	-7.5	-9.5	-5.7	-4.7	0.7
순이익률	-15.1	-0.2	-1.7	-9.8	-1.5	0.0	-7.3	-9.1	-6.1	-4.6	0.5
물동량 증감률 (YoY, %)	7.4	5.7	6.2	10.7	9.3	6.4	6.9	7.0	7.4	7.3	7.1
CCFI (Index)	976	1,283	1,265	1,142	1,124	1,066	1,119	1,175	1,166	1,121	1,132
벙커유 (달러/톤)	732	658	647	618	634	606	634	646	664	630	646
환율 (원/달러)	1,131	1,152	1,133	1,090	1,085	1,122	1,070	1,065	1,127	1,085	1,070

주: K-IFRS 연결기준(순이익은 지배주주 귀속 순이익)
자료: 대한항공, KDB대우증권 리서치센터

표 8. 수익 예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률	
	13F	14F	13F	14F	13F	14F
매출액	11,444	12,341	10,876	11,856	-5.0	-3.9
영업이익	328	631	-69	462	적전	-26.8
세전이익	-48	302	-508	82	적지	-72.8
순이익	-63	270	-501	61	적지	-77.4
EPS	-503	2,160	-3,111	486		

주: K-IFRS 연결기준(순이익은 지배주주 귀속 순이익)
자료: KDB대우증권 리서치센터

한진해운 (117930)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액	10,589	10,876	11,856	12,765
매출원가	10,223	10,478	10,907	11,704
매출총이익	367	397	949	1,061
판매비와관리비	477	466	487	517
조정영업이익	-110	-69	462	544
영업이익	-110	-69	462	544
비영업손익	-498	-439	-380	-380
순금융비용	334	362	377	377
관계기업등 투자손익	16	14	0	0
세전계속사업손익	-608	-508	82	164
계속사업법인세비용	30	-24	4	8
계속사업이익	-638	-484	78	156
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-638	-484	78	156
지배주주	-651	-501	61	139
비지배주주	13	17	17	17
총포괄이익	-732	-435	127	205
지배주주	-747	-450	112	190
비지배주주	16	15	15	15
EBITDA	320	361	915	989
FCF	-2	35	370	636
EBITDA마진율 (%)	3.0	3.3	7.7	7.8
영업이익률 (%)	-1.0	-0.6	3.9	4.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	-6.1	-4.6	0.5	1.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
유동자산	2,199	2,071	2,210	2,507
현금 및 현금성자산	558	455	466	645
매출채권 및 기타채권	861	884	964	1,038
재고자산	356	366	399	430
기타유동자산	164	168	184	198
비유동자산	8,832	9,239	9,292	9,152
관계기업투자등	106	107	107	107
유형자산	7,801	8,207	8,256	8,112
무형자산	24	25	25	25
자산총계	11,031	11,309	11,502	11,659
자본부채	4,309	4,248	4,332	4,410
매입채무 및 기타채무	850	832	907	976
단기금융부채	3,362	3,317	3,317	3,317
기타유동부채	97	100	109	117
비유동부채	5,431	5,932	5,913	5,787
장기금융부채	3,225	3,537	3,537	3,437
기타비유동부채	2,184	2,373	2,354	2,328
부채총계	9,740	10,180	10,245	10,197
지배주주지분	1,240	1,077	1,189	1,379
자본금	625	806	806	806
자본잉여금	1,434	1,553	1,553	1,553
이익잉여금	-1,263	-1,778	-1,717	-1,578
비지배주주지분	51	53	68	83
자본총계	1,291	1,130	1,257	1,462

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
영업활동으로 인한 현금흐름	265	610	890	957
당기순이익	-638	-484	78	156
비현금수익비용가감	977	842	837	833
유형자산감가상각비	428	428	452	443
무형자산상각비	2	1	1	1
기타	-12	-9	-3	-3
영업활동으로인한자산및부채의변동	-40	220	-21	-24
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-197	96	-80	-74
재고자산 감소(증가)	-15	4	-33	-31
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	153	-68	75	70
법인세납부	-34	32	-4	-8
투자활동으로 인한 현금흐름	-615	-258	-501	-301
유형자산처분(취득)	-571	-284	-500	-300
무형자산감소(증가)	-1	-1	-1	-1
장단기금융자산의 감소(증가)	-7	26	0	0
기타투자활동	-36	1		
재무활동으로 인한 현금흐름	222	-463	-377	-477
장단기금융부채의 증가(감소)	594	-2,356	0	-100
자본의 증가(감소)	0	300	0	0
배당금의 지급	-2	0	0	0
기타재무활동	-369	1,559	-377	-377
현금의증가	-126	-103	12	179
기초현금	684	558	455	466
기말현금	558	455	466	645

주: Warrant 행사가정, 자료: 한진해운, KDB대우증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	-	-	17.0	7.5
P/CF (x)	-6.8	-18.5	2.0	1.8
P/B (x)	1.2	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA (x)	28.9	25.6	10.1	9.1
EPS (원)	-5,204	-3,111	486	1,109
CFPS (원)	-1,766	-448	4,110	4,666
BPS (원)	9,735	8,425	9,322	10,841
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	11.2	2.7	9.0	7.7
EBITDA증가율 (%)	흑전	12.7	153.8	8.1
영업이익증가율 (%)	적지	적지	흑전	17.7
EPS증가율 (%)	적지	적지	흑전	128.2
매출채권 회전율 (회)	15.0	14.0	14.4	14.3
재고자산 회전율 (회)	29.2	30.1	31.0	30.8
매입채무 회전율 (회)	13.5	13.2	13.9	13.8
ROA (%)	-5.7	-4.3	0.7	1.3
ROE (%)	-40.3	-43.3	5.4	10.8
ROIC (%)	-1.3	-0.8	5.1	6.1
부채비율 (%)	754.4	901.1	815.1	697.5
유동비율 (%)	51.0	48.7	51.0	56.9
순차입금/자기자본 (%)	446.9	549.0	492.5	404.4
영업이익/금융비용 (x)	-0.3	-0.2	1.2	1.4

현대상선 (011200)

호재성 모멘텀이 주는 매매기회

해운

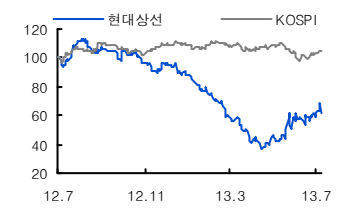
(Maintain)	Trading Buy
목표주가 (원, 12M)	18,000
현재주가(13/07/26, 원)	15,500
상승여력	16%

영업이익(13F, 십억원)	-154
Consensus 영업이익(13F, 십억원)	-173

EPS 성장률(13F, %)	적지
MKT EPS 성장률(13F, %)	17.5
P/E(13F, x)	-
MKT P/E(13F, x)	9.5
KOSPI	1,910.81

시가총액(십억원)	2,391
발행주식수(백만주)	154
유동주식비율(%)	60.7
외국인 보유비중(%)	14.4
베타(12M, 일간수익률)	1.24
52주 최저가(원)	9,200
52주 최고가(원)	29,400

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.2	-26.9	-34.4
상대주가	-1.0	-25.1	-41.6



2Q13 실적 Preview: 크게 감소할 손실 폭

2013년 2/4분기 동사의 영업손실은 723억원으로 1/4분기 1,280억원 대비 손실폭이 축소될 것으로 전망된다. 2/4분기 평균 CCFI와 SCFI가 전분기 대비 5.1%, 12.5% 하락하면서 수익성 악화요소가 나타났으나, 유류비 감소와 컨테이너 매치백율(Match Back Ratio, 아웃바운드 대비 인바운드 물동량)의 향상으로 인해 수익성이 개선된 것으로 전망된다. 수익성 급락이후 일부 개선되었던 건화물선의 손실폭도 BDI 상승(1분기 803pt, 2분기 890pt)로 개선되었을 것으로 추정된다. 영업외에서는 원화 약세에 따른 외화환산이익이 463억원 발생하면서 순손실은 816억원을 기록할 전망이다. 다만, 전반적으로 2/4분기 운임 하락에 따른 운임 전망치 하향으로 2013년 및 2014년 영업이익 전망치는 기존 -664억원, 4,220억원에서 -1,544억원, 2,232억원으로 하향한다.

호재성 모멘텀은 아직 남아있어

동사를 둘러싼 유동성 리스크 논란은 아직까지 풀리지 않은 숙제이다. 하지만, 최근 현대건설 인수시 이행보증금 반환에서 일부 승소하면서 2,388억원에 달하는 현금이 유입될 가능성이 높아졌다. 아직 추가 소송 일정을 감안하면 당장 유입효과를 거두기는 힘들겠지만, 유동성 개선에 대한 기대감은 충분하다고 할 수 있다. 또한, 최근 개성공단 정상화 협상을 위한 남북 대화가 개시되면서 자회사인 현대아산(현대상선 지분율 66.2%, 1Q13 자본총계 832억원)의 대북사업 재개에 따른 실적 기대감도 상승하고 있다.

운임 인상/안정화에 따른 실적 개선 모멘텀도 아직 꺼지지 않고 있다. 8월 유럽운임이 재반등에 성공하면서 성수기 효과가 나타날 가능성이 높아지고 있다. 다만, 대북관련 모멘텀은 다소 지켜보아야 할 변수이다. 어제(7월 28일) 정부는 개성공단 정상화를 위한 마지막 제안을 하면서 최후통첩을 하였고, 북한측의 반응에 따라 모멘텀 재개 여부가 결정될 가능성이 높기 때문이다.

목표주가 18,000원으로 하향하며, Trading Buy 유지

목표주가를 18,000원으로 하향하며, 투자의견 Trading Buy를 유지한다. 동사의 주가는 PBR 5.7배 수준으로 경쟁사 대비 350%(global peer 평균 1.6배) 프리미엄을 받고 있는 상태인데, 이는 1) 지분경쟁, 2) 대북사업 재개 모멘텀을 감안시에도 다소 과도한 상황으로 공격적인 추가 매수에는 부담이 되는 상황이다. 다만, 단기 모멘텀 발생시 반등세가 지속될 것으로 보여 주식 보유시 매도 타이밍은 다소 늦출 필요는 있어 보인다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	8,124	7,421	8,047	7,987	8,746	9,009
영업이익(십억원)	590	-357	-510	-154	223	486
영업이익률 (%)	7.3	-4.8	-6.3	-1.9	2.6	5.4
순이익(십억원)	586	-525	-985	-375	-157	103
EPS (원)	3,757	-3,501	-6,742	-2,428	-1,021	664
ROE (%)	24.7	-24.7	-73.1	-47.5	-31.4	22.7
P/E (배)	10.1	-	-	-	-	23.3
P/B (배)	2.5	2.3	4.5	5.7	10.1	7.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 현대상선, KDB대우증권 리서치센터

표 9. 2Q13 Preview

(십억원, %)

(십억원, %)	2Q12	1Q13	2Q13F		성장률	
			KDB대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	2,124	1,779	1,797	2,003	-15.4	1.0
영업이익	-85	-128	-72	-67	적지	적지
영업이익률	-4.0	-7.2	-4.0	-3.4	0.0	3.2
세전이익	-178	-129	-94	-128	적지	적지
순이익	-188	-127	-82	-125	적지	적지

주: K-IFRS 연결기준(순이익은 지배주주 귀속 순이익),

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 10. 분기별 수익예상

(십억원, %)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2012	2013F	2014F
매출액	1,864	2,124	2,121	1,937	1,779	1,797	2,221	2,190	8,047	7,987	8,746
영업이익	-221	-116	29	-149	-128	-72	59	-13	-510	-154	223
세전이익	-265	-178	-121	-405	-129	-94	-113	-69	-969	-405	-188
순이익	-266	-188	-118	-413	-127	-82	-95	-72	-985	-375	-156
영업이익률	-11.8	-5.4	1.3	-7.7	-7.2	-4.0	2.6	-0.6	-6.3	-1.9	2.6
세전이익률	-14.2	-8.4	-5.7	-20.9	-7.3	-5.2	-5.1	-3.1	-12.0	-5.1	-2.1
순이익률	-14.3	-8.8	-5.6	-21.3	-7.1	-4.5	-4.3	-3.3	-12.2	-4.7	-1.8
물동량 증감률 (%)	-0.8	2.7	0.8	3.5	4.4	2.8	8.0	7.4	1.5	5.7	3.7
병커유 (달러/톤)	733	659	647	618	634	606	634	646	664	630	633
환율 (원/달러)	1,131	1,152	1,133	1,090	1,085	1,122	1,070	1,065	1,126	1,085	1,043

주: K-IFRS 연결기준(순이익은 지배주주 귀속 순이익)

자료: 대한항공, KDB대우증권 리서치센터

표 11. 수익 예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 근거
	13F	14F	13F	14F	13F	14F	
매출액	8,672	10,774	7,987	8,746	-7.9	-18.8	-운임전망 하향조정
영업이익	-66	422	-154	223	적지	-47.2	
세전이익	-443	81	-405	-188	적지	적전	
순이익	-409	110	-375	-156	적지	적전	
EPS	-2,650	716	-2,428	-1,021			

주: K-IFRS 연결기준(순이익은 지배주주 귀속 순이익)

자료: KDB대우증권 리서치센터

현대상선 (011200)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액	8,047	7,987	8,746	9,009
매출원가	8,160	7,743	8,086	8,086
매출총이익	-113	244	661	923
판매비와관리비	397	399	438	438
조정영업이익	-510	-154	223	486
영업이익	-510	-154	223	486
비영업손익	-460	-251	-412	-413
순금융비용	267	250	280	280
관계기업등 투자손익	17	-25	-25	-25
세전계속사업손익	-969	-405	-189	73
계속사업법인세비용	19	-1	-2	0
계속사업이익	-989	-405	-187	73
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-989	-405	-187	73
지배주주	-985	-375	-157	103
비지배주주	-4	-30	-30	-30
총포괄이익	-939	-426	-209	51
지배주주	-935	-396	-179	81
비지배주주	-3	-30	-30	-30
EBITDA	-241	104	524	780
FCF	-341	-314	261	559
EBITDA마진율 (%)	-3.0	1.3	6.0	8.7
영업이익률 (%)	-6.3	-1.9	2.6	5.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	-12.2	-4.7	-1.8	1.1

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
영업활동으로 인한 현금흐름	-276	135	465	760
당기순이익	-989	-405	-187	73
비현금수익비용가감	779	532	712	708
유형자산감가상각비	269	263	301	295
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	-602	70	-1	-1
영업활동으로인한자산및부채의변동	-57	9	-61	-21
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-34	30	-81	-28
재고자산 감소(증가)	61	14	-30	-10
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-99	-16	56	20
법인세납부	-9	-1	2	0
투자활동으로 인한 현금흐름	-8	-332	-163	-164
유형자산처분(취득)	-183	-420	-200	-200
무형자산감소(증가)	-1	-1	-1	-1
장단기금융자산의 감소(증가)	-45	52	0	0
기타투자활동	221	37	37	37
재무활동으로 인한 현금흐름	435	-107	-317	-317
장단기금융부채의 증가(감소)	344	-169	0	0
자본의 증가(감소)	215	1	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-124	62	-317	-317
현금의증가	99	-303	-15	279
기초현금	679	778	475	460
기말현금	778	475	460	739

자료: 현대상선, KDB대우증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
유동자산	2,414	2,080	2,188	2,509
현금 및 현금성자산	778	475	460	739
매출채권 및 기타채권	863	856	938	966
재고자산	320	318	348	359
기타유동자산	158	157	168	172
비유동자산	6,569	6,824	6,708	6,591
관계기업투자등	864	840	815	790
유형자산	4,279	4,592	4,491	4,396
무형자산	222	221	221	222
자산총계	8,982	8,904	8,896	9,100
유동부채	2,069	2,189	2,256	2,279
매입채무 및 기타채무	597	592	649	668
단기금융부채	1,359	1,484	1,484	1,484
기타유동부채	114	113	124	128
비유동부채	5,818	6,046	6,180	6,310
장기금융부채	5,387	5,563	5,563	5,563
기타비유동부채	357	409	543	673
부채총계	7,887	8,235	8,436	8,590
지배주주지분	987	591	412	492
자본금	771	771	771	771
자본잉여금	1,090	1,071	1,071	1,071
이익잉여금	-789	-1,171	-1,328	-1,226
비지배주주지분	108	78	48	19
자본총계	1,095	669	460	511

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	-	-	-	23.3
P/CF (x)	-4.8	-20.6	16.7	6.0
P/B (x)	4.5	5.7	10.1	7.5
EV/EBITDA (x)	-	88.2	17.5	11.3
EPS (원)	-6,742	-2,428	-1,021	664
CFPS (원)	-4,903	-754	930	2,574
BPS (원)	5,262	2,702	1,537	2,056
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	8.4	-0.7	9.5	3.0
EBITDA증가율 (%)	적지	흑전	404.2	48.9
영업이익증가율 (%)	적지	적지	흑전	117.6
EPS증가율 (%)	적지	적지	적지	흑전
매출채권 회전율 (회)	15.9	16.4	17.2	16.7
재고자산 회전율 (회)	22.0	25.0	26.3	25.5
매입채무 회전율 (회)	13.9	16.0	16.7	16.3
ROA (%)	-11.1	-4.5	-2.1	0.8
ROE (%)	-73.1	-47.5	-31.4	22.7
ROIC (%)	-10.1	-2.9	4.1	9.1
부채비율 (%)	720.1	1,231.0	1,834.2	1,681.8
유동비율 (%)	116.6	95.0	97.0	110.1
순차입금/자기자본 (%)	517.9	941.4	1,372.6	1,181.5
영업이익/금융비용 (x)	-1.6	-0.5	0.7	1.5

Compliance Notice

- 당사는 자료작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인함.
- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자 의견 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(==), Not covered(⊠))
▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되거나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10% 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)

