

한진해운 (117930)

희망의 항해는 지속된다

해운

Earnings preview
2013. 10. 2

(Maintain)	매수
목표주가 (원, 12M)	11,000
현재주가(13/10/01, 원)	8,660
상승여력	27%

영업이익(13F, 십억원)	-55
Consensus 영업이익(13F, 십억원)	-68
EPS 성장률(13F, %)	적지
MKT EPS 성장률(13F, %)	21.8
P/E(13F, x)	-
MKT P/E(13F, x)	10.2
KOSPI	1,998.87
시가총액(십억원)	1,085
발행주식수(백만주)	125
유동주식비율(%)	62.0
외국인 보유비중(%)	14.0
배타(12M, 일간수익률)	1.43
52주 최저가(원)	6,610
52주 최고가(원)	14,200

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.8	-13.4	-35.9
상대주가	-3.0	-13.5	-36.0



운송

류제현

02-768-4175

jay.ryu@dwsec.com

3Q13 Preview: 기존 추정치를 하회하나 9월 운임 급락에도 선방

2014년 3/4분기 영업이익은 362억원으로 추정된다. 이는 전년 동기 및 전분기 대비 개선된 수치이다. 컨테이너 물동량 호조(YoY 6.3%)와 7~8월 운임 상승에 따라 매출액은 QoQ 2.3% 증가할 것으로 기대된다. 9월 들어 운임이 급락하면서 당초 기대치에는 미치지 못하는 실적이지만, BDI상승에 따른 벌크부문 실적 개선과 신항만에서의 이익을 바탕으로 우려했던 현금 소진은 완화되면서 우려했던 유동성 위기는 다소 진정되었을 것으로 보인다.

운임 하락 속, 주가 하방경직성 존재

저점대비 25.3% 까지 상승했던 SCFI 운임지수가 9월 들어 19.4% 하락하면서 동사 주가의 조정 우려가 있는 것이 사실이다. 하지만, 다음의 이유로 동사의 주가의 추가적인 하락 가능성은 제한적으로 판단된다.

1) 장기 지표의 개선: 최근, HR지수와 BDI 지수가 상승세를 기록하고 있다. 양 지표는 개선에 따른 영향을 크게 받는 SCFI와는 달리, 전체적인 수급을 반영하는 경향이 있다. 용선료 지표인 HR지수는 3년만에 실질적 턴어라운드 진행 중인데, 이는 그 동안 진행되어 온 폐선에 따른 실질적 공급 조정에 힘입은 바가 크다. BDI 지수는 컨테이너 시황과는 직접적인 관계는 없지만, 비컨테이너 부문 실적 개선과 섀터먼트 개선에 일조할 것으로 전망된다.

2) 현물 운임 반등 가능성: 7~8월 상승했던 운임은 9월 들어 급락하였다. 특히 유럽운임은 고점(\$1,501/TEU) 대비 49% 급락하는 부진을 보여주었다. 10월 이후 본격적인 비수기에 진입하기 때문에, 운임의 반등가능성은 제한적이다. 하지만, 운임이 Cash Cost 이하로 하락하면서 운임은 하방경직성을 가질 것으로 보인다. 낮은 수준을 유지하던 계선율도 최근 반등하는 등, 공급 조정이 본격화될 것으로 기대된다.

3) 영구채 자본인정에 따른 재무구조 안정화: 최근 한국회계기준원이 영구채를 자본으로 최종 인정하면서 부채비율 하락의 계기를 만들었다. 물론, 회계상의 수치에 불과하지만, 영구채 발행(약 4,000억원 예상)이 된다면 채무비율 개선과 함께 추가적인 자금 유체에 긍정적인 역할을 할 것으로 판단된다.

높아진 생존 가능성, 부담이 없어진 밸류에이션

동사에 대한 매수 의견 및 목표주가 11,000원을 유지한다. 현재 동사의 주가는 12개월 Forward PBR 1.1배 수준으로 장기 수급 개선이 2014년부터 본격화됨을 감안하면 부담스러운 주가 수준은 아니라는 판단이다. 물론 선박 대형화 흐름 속에서 장기적인 경쟁력에 대한 의문은 남아있지만 수급 개선과 재무 구조 개선, 공고한 얼라이언스를 바탕으로 생존 가능성은 점차 높아져 갈 전망이다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	9,625	9,523	10,589	10,578	11,348	12,244
영업이익(십억원)	687	-513	-110	-55	384	459
영업이익률 (%)	7.1	-5.4	-1.0	-0.5	3.4	3.8
순이익(십억원)	287	-835	-651	-409	-59	24
EPS (원)	3,257	-8,673	-5,204	-2,534	-473	193
ROE (%)	12.4	-35.6	-40.3	-37.7	-6.2	2.3
P/E (배)	11.0	-	-	-	-	44.9
P/B (배)	1.2	0.7	1.2	1.2	1.1	1.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 한진해운, KDB대우증권 리서치센터

표 1. 분기별 수익예상

(십억원, %)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13F	4Q13F	2012	2013F	2014F
매출액	2,264	2,832	2,921	2,573	2,496	2,668	2,729	2,684	10,589	10,577	11,348
영업이익	-218.4	74	97	-61	-60	-56	36	24	-110	-55	384
세전이익	-321	7	-45	-248	-35	-70	-209	-82	-608	-395	-44
순이익(지배주주)	-341	-6	-51	-253	-38	-83	-203	-84	-650	-409	-59
영업이익률	-9.6	2.6	3.3	-2.4	-2.4	-2.1	1.3	0.9	-1.0	-0.5	3.4
세전이익률	-14.2	0.2	-1.6	-9.6	-1.4	-2.6	-7.6	-3.1	-5.7	-3.7	-0.4
순이익률	-15.1	-0.2	-1.7	-9.8	-1.5	-3.1	-7.4	-3.1	-6.1	-3.9	-0.5
물동량 증감률 (YoY, %)	7.4	5.7	6.2	10.7	9.3	5.9	6.3	7.0	7.4	7.1	7.1
CCFI (Index)	976	1,283	1,265	1,142	1,124	1,066	1,098	1,153	1,166	1,110	1,121
병커유 (달러/톤)	732	658	647	618	634	606	602	605	664	612	617
환율 (원/달러)	1,131	1,152	1,133	1,090	1,085	1,122	1,112	1,065	1,127	1,096	1,070

주: K-IFRS 연결기준(순이익은 지배주주 귀속 순이익)

자료: 한진해운, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 수익 예상 변경표

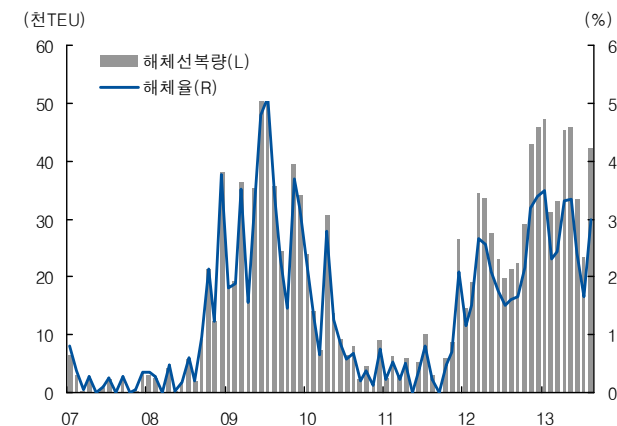
(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 근거
	13F	14F	13F	14F	13F	14F	
매출액	10,801	11,796	10,577	11,348	-2.1	-3.8	
영업이익	-82	409	-55	384	적지	-6.0	
세전이익	-405	29	-395	-44	적지	적전	
순이익	-414	11	-409	-59	적지	적전	
EPS	-2,571	86	-2,534	-473			

주: K-IFRS 연결기준(순이익은 지배주주 귀속 순이익)

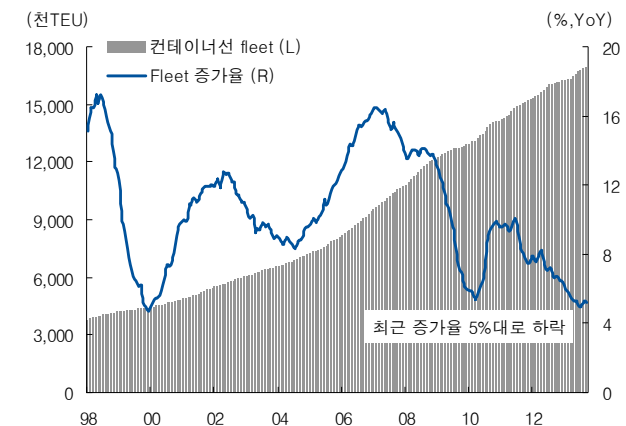
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 지속된 폐선은 장기 수급 개선에 긍정적인 요소



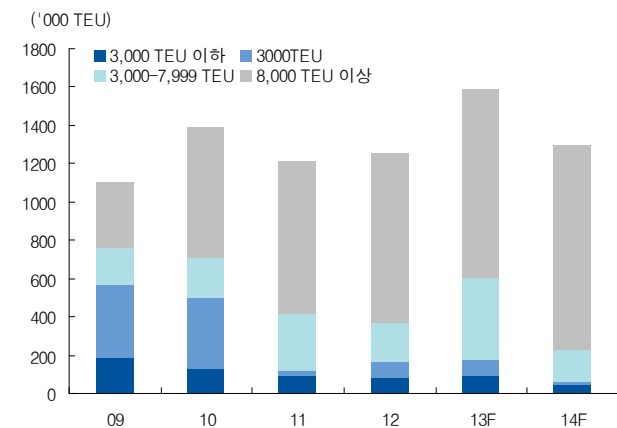
자료: Clarkson, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 공급 증가율, 15년래 최저치



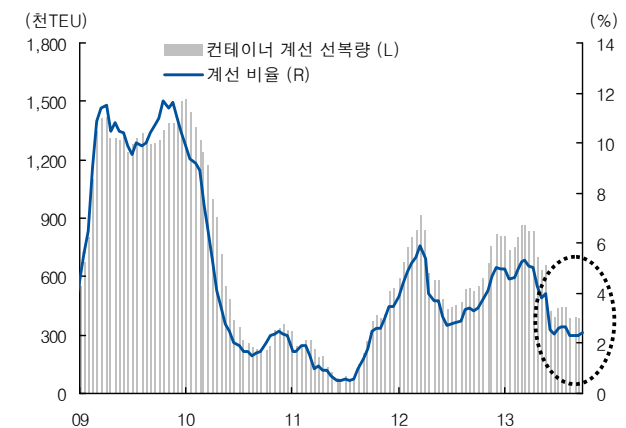
자료: Clarkson, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 신규 인도량 추이 및 전망: 2013년이 Peak



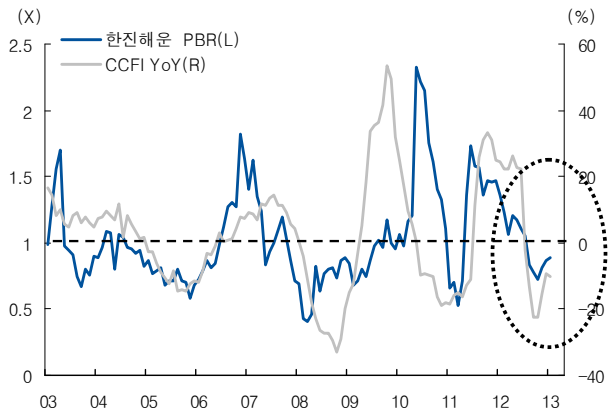
자료: Clarkson, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 계선을 추이: 반등 조짐 관찰



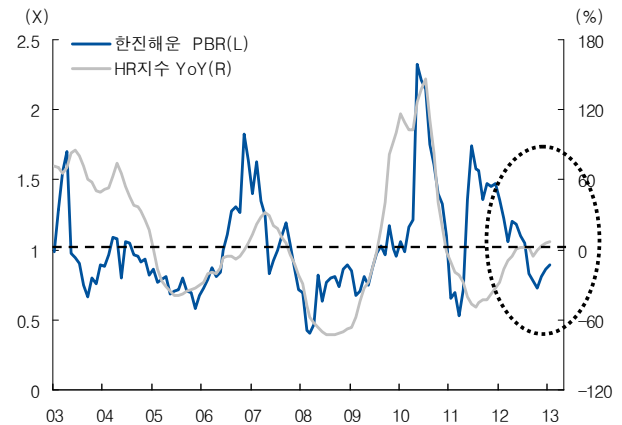
자료: Alphaliner, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. CCFI YoY vs. 한진해운 PBR: 바닥 탈출 중



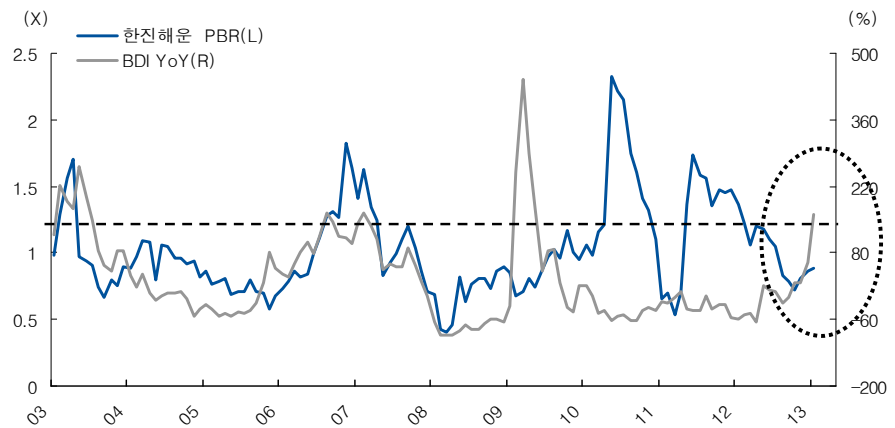
자료: Chinese shipping, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. HR지수 YoY vs. 한진해운 PBR: 3년만의 턱어라운드



자료: 한국해양수산개발원, KDB대우증권 리서치센터

그림 7. BDI YoY vs. 한진해운 PBR: 5년만의 턱어라운드



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

한진해운 (117930)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액	10,589	10,578	11,348	12,244
매출원가	10,223	10,173	10,490	11,281
매출총이익	367	404	858	963
판매비와관리비	477	459	474	504
조정영업이익	-110	-55	384	459
영업이익	-110	-55	384	459
비영업손익	-498	-340	-429	-418
순금융비용	334	353	400	401
관계기업등 투자손익	16	23	0	0
세전계속사업손익	-608	-395	-44	41
계속사업법인세비용	30	-4	-2	0
계속사업이익	-638	-392	-42	41
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-638	-392	-42	41
지배주주	-651	-409	-59	24
비지배주주	13	17	17	17
총포괄이익	-732	-286	64	147
지배주주	-747	-300	50	133
비지배주주	16	14	14	14
EBITDA	320	352	866	931
FCF	-2	233	331	606
EBITDA마진율 (%)	3.0	3.3	7.6	7.6
영업이익률 (%)	-1.0	-0.5	3.4	3.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	-6.1	-3.9	-0.5	0.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
유동자산	2,199	2,250	2,302	2,523
현금 및 현금성자산	558	668	620	725
매출채권 및 기타채권	861	860	922	995
재고자산	356	356	382	412
기타유동자산	164	164	176	190
비유동자산	8,832	9,471	9,495	9,337
관계기업투자등	106	111	111	111
유형자산	7,801	8,365	8,385	8,215
무형자산	24	24	24	24
자산총계	11,031	11,721	11,797	11,861
유동부채	4,309	4,799	4,865	4,942
매입채무 및 기타채무	850	809	868	936
단기금융부채	3,362	3,894	3,894	3,894
기타유동부채	97	97	104	112
비유동부채	5,431	5,944	5,890	5,730
장기금융부채	3,225	3,577	3,577	3,477
기타비유동부채	2,184	2,345	2,292	2,232
부채총계	9,740	10,743	10,755	10,672
지배주주지분	1,240	928	978	1,111
자본금	625	625	625	625
자본잉여금	1,434	1,434	1,434	1,434
이익잉여금	-1,263	-1,685	-1,744	-1,720
비지배주주지분	51	50	64	78
자본총계	1,291	978	1,042	1,189

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
영업활동으로 인한 현금흐름	265	318	853	907
당기순이익	-638	-392	-42	41
비현금수익비용가감	977	758	908	889
유형자산감가상각비	428	406	480	470
무형자산상각비	2	2	1	1
기타	-12	-29	-17	-17
영업활동으로인한자산및부채의변동	-40	-54	-15	-23
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-197	33	-63	-73
재고자산 감소(증가)	-15	28	-26	-30
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	153	-116	59	69
법인세납부	-34	6	2	0
투자활동으로 인한 현금흐름	-615	-38	-491	-291
유형자산처분(취득)	-571	-79	-500	-300
무형자산감소(증가)	-1	-1	-1	-1
장단기금융자산의 감소(증가)	-7	39	0	0
기타투자활동	-36	3	10	10
재무활동으로 인한 현금흐름	222	-163	-411	-511
장단기금융부채의 증가(감소)	594	815	0	-100
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-2	0	0	0
기타재무활동	-369	-976	-411	-411
현금의증가	-126	110	-48	105
기초현금	684	558	668	620
기말현금	558	668	620	725

자료: 한진해운, KDB대우증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	-	-	-	44.9
P/CF (x)	-6.8	-1,189.6	2.6	2.2
P/B (x)	1.2	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA (x)	28.9	27.5	11.3	10.3
EPS (원)	-5,204	-2,534	-473	193
CFPS (원)	-1,766	-7	3,376	3,963
BPS (원)	9,735	7,214	7,612	8,675
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	-0.1	7.3	7.9
EBITDA증가율 (%)	흑전	10.1	145.7	7.5
영업이익증가율 (%)	적지	적지	흑전	19.4
EPS증가율 (%)	적지	적지	적지	흑전
매출채권 회전율 (회)	15.0	13.8	14.3	14.3
재고자산 회전율 (회)	29.2	29.7	30.8	30.9
매입채무 회전율 (회)	13.5	13.0	13.8	13.8
ROA (%)	-5.7	-3.4	-0.4	0.4
ROE (%)	-40.3	-37.7	-6.2	2.3
ROIC (%)	-1.3	-0.7	4.2	5.3
부채비율 (%)	754.4	1,098.8	1,032.6	897.9
유동비율 (%)	51.0	46.9	47.3	51.1
순차입금/자기자본 (%)	446.9	675.0	638.3	542.1
영업이익/금융비용 (x)	-0.3	-0.2	0.9	1.1

한진해운

희망의 항해는 지속된다

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.
- 투자의견 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)
- 본 조사분석자료는 당사의 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 배포 할 수 없습니다.

