

현대상선 (011200)

시황 개선 이후라도 늦지 않다

해운

Results comment
2014.8.19

(Maintain)	중립
목표주가(원,12M)	-
현재주가(14/08/18,원)	11,500
상승여력	-

영업이익(14F,십억원)	-39
Consensus 영업이익(14F,십억원)	-70
EPS 성장률(14F,%)	-
MKT EPS 성장률(14F,%)	13.8
P/E(14F,x)	-
MKT P/E(14F,x)	12.4
KOSPI	2,053.13
시가총액(십억원)	1,947
발행주식수(백만주)	176
유동주식비율(%)	61.9
외국인 보유비중(%)	10.5
베타(12M) 일간수익률	1.17
52주 최저가(원)	8,750
52주 최고가(원)	24,139
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	13.9 -19.9 -52.4
상대주가	12.0 -24.0 -55.4



[운송/에너지]

류제현
02-768-4175
jay.ryu@dwsec.com

김충현
02-768-4126
choonghyun.kim@dwsec.com

2Q14실적: 아직은 아쉬운 실적

동사의 2Q14 매출액은 1조 7,893억원(-7.6% YoY), 영업손실 297억원을 기록하였다. 컨테이너 부문은 상대적으로 이익이 축소되었으나 타부문은 크게 살아나지 못했다. 영업외에서는 이자비용 및 외화환산손에도 불구하고 LNG 사업부문 매각이익(3,200억원)으로 순이익은 흑자 전환(178억원)에 성공하였다.

컨테이너 부문의 매출액은 운임 부진으로 전년 동기대비 8.8% YoY 운임이 하락하였으나 항로 재편, 고체산 화석연료 비용 증대 및 연료비 절감 등을 통해 영업손실은 42억원으로 전년 동기(351억원) 및 전분기(573억원) 대비 축소되었다. 탱커(Wet Bulk)는 LNG선 매각(연매출 약 2,500억원)에 따라 매출액이 740억원 (-64.3% YoY) 감소하였으며 이에 따라 영업이익은 2Q13 80억원에서 175억원 손실로 전환되었다. 건화물선 부문은 시황 부진으로 (BDI -28.4% YoY) 매출액이 6.3% 감소하였고 영업손실도 259억원으로 흑자 전환에 실패하였다. 단, 비용절감으로 영업이익률은 -16%대에서 -11.3%로 개선되었다.

계절적 성수기 못 느끼는 컨테이너 부문

3Q14는 컨테이너 부문의 계절적 성수기로 턴어라운드 기대된다. 다만, 성수기 효과가 아주 크지는 못한 상황이다. 7월과 8월 유럽과 미주노선의 GRI(General Rate Increase: 운임 인상)에 일부 성공했지만 그 이후 재차 운임이 하락하면서 3Q14 누적 SCFI가 1,123pt(2.7% QoQ, 1.0% YoY)로 큰 개선은 나타나지 않고 있다. 특히 미주서안에서 항만 노조 파업여파가 지속되고 있어 하반기 이연수요(Pent up demand)의 발생 여부가 시황의 방향을 가늠할 것으로 예상된다.

고무적인 것은 지속 하락하던 건화물 시황이 최근 급격히 반등하면서 시황개선에 대한 기대감을 키우고 있다는 것이다. 지난 8월 15일 BDI(Baltic Dry Index)는 전주대비 30.6% 상승하면서 1,000pt를 돌파했다. 아직까지 BEP에 근접하지 못하고 있지만 벌크 성수기에 진입하는 4Q14 이후 턴어라운드는 기대해볼 수 있을 것이다. 전체적으로 3Q14 및 4Q14 영업이익이 각각 483억원, 38억원으로 전년 동기대비 흑자전환 기조가 가능할 것으로 예상된다.

투자의견 Hold 유지: 실적 개선 확인 후도 늦지 않다

동사에 대한 투자의견 Hold를 유지한다. 최근 나타나고 있는 긍정적 요소(1) 적자 축소, 2) 현금흐름 개선, 3) 자산 매각 등 구조조정)은 분명 주목할 만하다. 하지만, 아직 시황개선이 크게 나타나고 있지 않은 상황에서 PBR 5.2배 수준의 현재 밸류에이션은 다소 부담스러운 상황이다. 본격적인 매수는 밸류에이션 부담 완화와 본격적인 시황 개선 확인 이후라도 늦지 않다는 판단이다.

결산기 (12월)	12/11	12/12	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
매출액 (십억원)	7,421	8,047	8,149	7,617	7,656	8,321
영업이익 (십억원)	-357	-510	-329	-39	171	324
영업이익률 (%)	-4.8	-6.3	-4.0	-0.5	2.2	3.9
순이익 (십억원)	-524	-985	-696	-73	141	250
EPS (원)	-3,345	-6,435	-4,298	-414	803	1,418
ROE (%)	-24.7	-73.1	-95.7	-17.1	30.8	38.2
P/E (배)	-	-	-	-	14.3	8.1
P/B (배)	2.1	3.6	3.8	5.2	3.8	2.6

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 현대상선, KDB대우증권 리서치센터

표 1. 2Q14 실적 비교표

(십억원, %)

	2Q13	1Q14	2Q14P			성장률	
			잠정치	KDB대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	1,937	2,005	1,789	2,003	1,980	-7.6	-10.8
영업이익	-67	-75	-30	-36	-34	적지	적지
영업이익률 (%)	-3.5	-3.8	-1.7	-1.8	-1.7	1.8	2.1
세전이익	9	-98	-2	-155	-120	적전	적지
순이익	11	-79	18	-145	-136	60.6	흑전

주: K-IFRS 연결 기준
 자료: 현대상선, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	14F	15F	14F	15F	14F	15F	
매출액	8,445	8,724	7,617	7,656	-9.8	-12.2	LNG사업부 매각 효과
영업이익	-33	184	-39	171	19.2	-6.6	비용절감
세전이익	-266	51	-89	134	-66.6	161.6	외화환산손익, 자산 매각 이익
순이익	-259	50	-73	141	-71.9	183.1	
EPS (KRW)	-1,472	284	-414	803	-71.9	183.1	

주: K-IFRS 연결 기준
 자료: KDB대우증권 리서치센터 예상

표 3. 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14P	3Q14F	4Q14F	2013	2014F	2015F
매출액	1,779	1,937	2,255	2,179	2,076	1,789	1,892	1,860	8,149	7,617	7,656
영업이익	-128	-67	-33	-101	-62	-30	48	4	-329	-39	171
세전이익	-129	9	-259	-310	-75	-2	16	-27	-690	-89	134
순이익(지배)	-127	11	-270	-310	-79	18	16	-28	-696	-73	141
영업이익률 (%)	-7.2	-3.5	-1.5	-4.6	-3.0	-1.7	2.6	0.2	-4.0	-0.5	2.2
세전이익률 (%)	-7.3	0.5	-11.5	-14.2	-3.6	-0.1	0.8	-1.5	-8.5	-1.2	1.8
순이익률 (%)	-7.4	0.4	-11.5	-15.2	-4.0	-0.6	0.9	-1.6	-8.5	-1.0	1.8
물동량 증감률 (%)	4.5	3.1	2.8	5.8	6.5	8.7	3.7	5.0	4.1	5.9	2.2
벙커유가(\$/톤)	636.5	603.1	606.2	603.9	601.2	598.8	587.7	587.7	612.4	603.6	582.0
평균환율(원/달러)	1,084	1,122	1,112	1,062	1,069	1,030	1,016	1,023	1,095	1,035	1,032

주: K-IFRS 연결 기준
 자료: 현대상선, KDB대우증권 리서치센터 예상

표 4. 자구계획 추진 현황

(십억원)

구분	목표	실적	달성률	
투자유가증권	kb금융주식, 신한금융지주 등	172	177	103%
사업부	LNG사업부 매각	827	970	117%
	국내외 터미널 등	683	250	37%
동산/부동산	부산 용당 CY 부지 등	216	173	80%
계열사	현대증권 등	828	522	63%
기타	외자유치, 손익개선 등	-	114	추가
총 계		2,726	2,206	81%

자료: 현대상선, KDB대우증권 리서치센터

현대상선

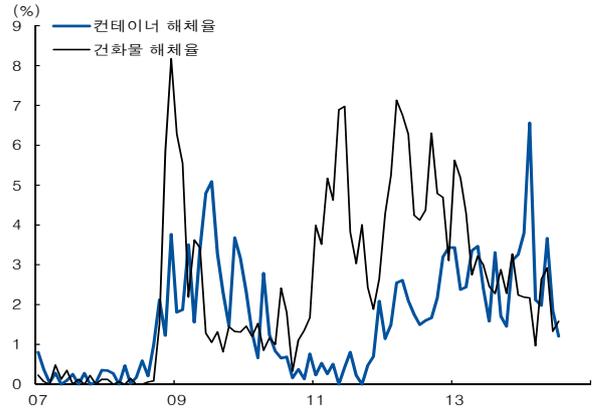
시황 개선 이후라도 늦지 않다

그림 1. 컨테이너 fleet 증감률 vs. 벌크 fleet 증감률



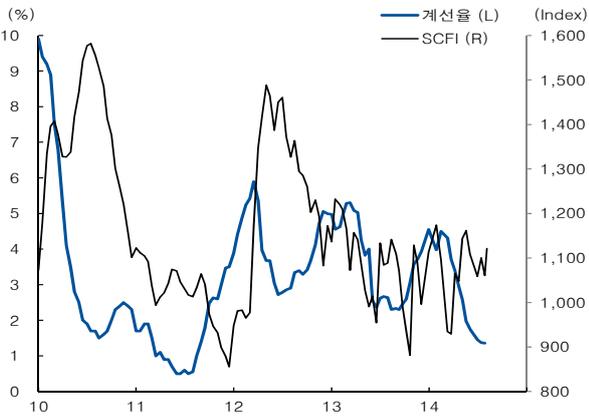
자료: Clarkson, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 컨테이너선 해체율 vs. 벌크선 해체율



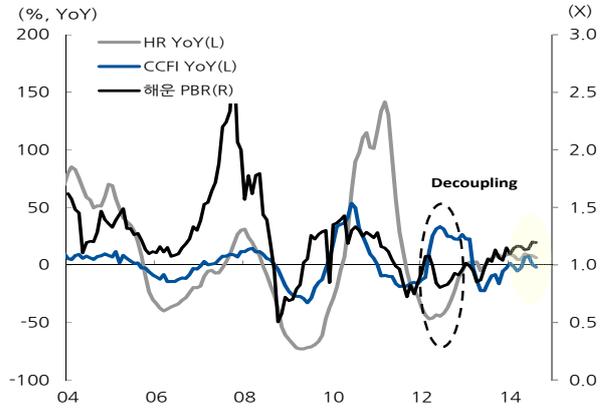
자료: Clarkson, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 계선율 vs. SCFI



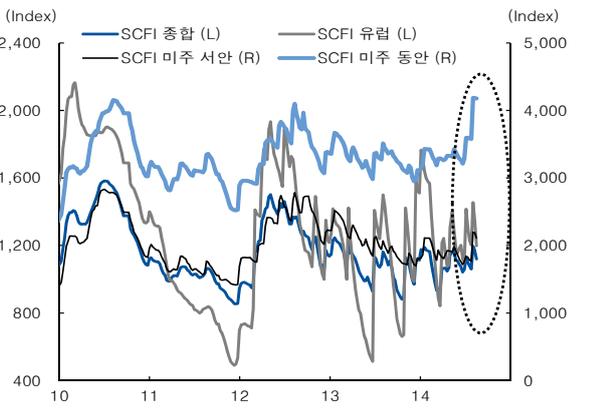
자료: Clarkson, Alphaliner, Chinese shipping, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. CCFI YoY vs. HR 지수 YoY vs. 해운 PBR



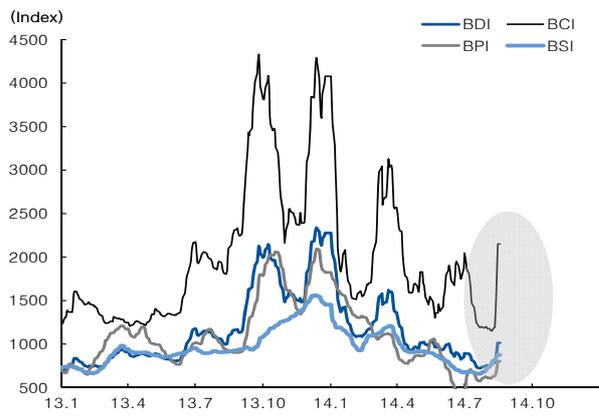
자료: Chinese shipping, KMI, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. SCFI 추이



자료: Chinese shipping, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. BDI 지수 추이



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

현대상선

시황 개선 이후라도 늦지 않다

현대상선 (011200)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
매출액	8,149	7,617	7,656	8,321
매출원가	8,037	7,183	6,966	7,434
매출총이익	112	434	690	887
판매비와관리비	441	474	519	563
조정영업이익	-329	-39	171	324
영업이익	-329	-39	171	324
비영업손익	-361	-50	-37	-87
금융손익	-231	-196	-170	-156
관계기업등 투자손익	-94	-100	80	60
세전계속사업손익	-690	-89	134	237
계속사업법인세비용	24	16	-14	-25
계속사업이익	-714	-105	148	262
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-714	-106	148	262
지배주주	-696	-73	141	250
비지배주주	-18	-33	7	12
총포괄이익	-687	-133	148	262
지배주주	-673	-129	143	253
비지배주주	-14	-4	5	9
EBITDA	-70	159	343	487
FCF	-340	343	220	209
EBITDA 마진율 (%)	-0.9	2.1	4.5	5.9
영업이익률 (%)	-4.0	-0.5	2.2	3.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	-8.5	-1.0	1.8	3.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
유동자산	2,368	2,032	2,101	2,162
현금 및 현금성자산	868	752	747	753
매출채권 및 기타채권	834	712	753	784
재고자산	276	236	249	259
기타유동자산	390	332	352	366
비유동자산	6,475	5,314	5,201	5,083
관계기업투자등	948	809	856	891
유형자산	4,354	3,380	3,208	3,046
무형자산	271	269	269	269
자산총계	8,843	7,346	7,302	7,245
유동부채	4,370	3,063	2,947	2,986
매입채무 및 기타채무	785	981	1,037	1,080
단기금융부채	3,409	1,932	1,752	1,741
기타유동부채	176	150	158	165
비유동부채	3,785	3,707	3,630	3,273
장기금융부채	3,314	3,304	3,204	3,004
기타비유동부채	471	403	426	269
부채총계	8,155	6,769	6,577	6,259
지배주주지분	467	389	530	780
자본금	846	846	846	846
자본잉여금	1,148	1,148	1,148	1,148
이익잉여금	-1,474	-1,547	-1,405	-1,156
비지배주주지분	221	188	195	207
자본총계	688	577	725	987

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
영업활동으로 인한 현금흐름	151	550	220	209
당기순이익	-714	-106	148	262
비현금수익비용가감	682	227	204	234
유형자산감가상각비	259	198	172	163
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	423	29	32	71
영업활동으로인한자산및부채의변동	279	607	24	-156
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-44	145	-33	-25
재고자산 감소(증가)	45	44	-13	-10
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	109	214	52	39
법인세납부	-6	-12	14	25
투자활동으로 인한 현금흐름	169	937	21	-17
유형자산처분(취득)	-88	1,093	0	0
무형자산감소(증가)	-2	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	162	65	-22	-17
기타투자활동	97	-221	43	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-202	-1,714	-280	-211
장단기금융부채의 증가(감소)	-25	-1,487	-280	-211
자본의 증가(감소)	153	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-330	-227	0	0
현금의 증가	90	-116	-5	6
기초현금	778	868	752	747
기말현금	868	752	747	753

자료: 현대상선, KDB대우증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

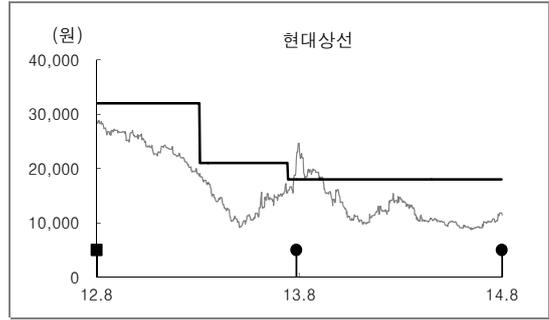
	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
P/E (x)	-	-	14.3	8.1
P/CF (x)	-	16.7	5.7	4.1
P/B (x)	3.8	5.2	3.8	2.6
EV/EBITDA (x)	-	40.7	18.0	12.3
EPS (원)	-4,298	-414	803	1,418
CFPS (원)	-197	689	2,002	2,817
BPS (원)	3,030	2,204	3,007	4,426
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	1.3	-6.5	0.5	8.7
EBITDA증가율 (%)	-	-	115.7	42.0
조정영업이익증가율 (%)	-	-	-	89.5
EPS증가율 (%)	-	-	-	76.6
매출채권 회전을 (회)	14.2	12.2	13.0	13.4
재고자산 회전을 (회)	27.3	29.8	31.6	32.7
매입채무 회전을 (회)	13.5	9.0	7.5	7.6
ROA (%)	-8.0	-1.3	2.0	3.6
ROE (%)	-95.7	-17.1	30.8	38.2
ROIC (%)	-5.8	-0.9	4.5	8.9
부채비율 (%)	1,185.8	1,173.9	907.3	634.3
유동비율 (%)	54.2	66.4	71.3	72.4
순차입금/자기자본 (%)	824.3	750.1	557.5	386.8
조정영업이익/금융비용 (x)	-1.1	-0.1	0.7	1.4

현대상선

시황 개선 이후라도 늦지 않다

투자의견 및 목표주가 변동추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)
현대상선(011200)	2013.08.13	중립	-
	2013.07.29	Trading BUY	18,000원
	2013.02.20	Trading BUY	21,000원
	2012.08.13	Trading BUY	32,000원



투자의견 분류 및 적용기준

기업

매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상
 Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상
 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상
 비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상

산업

비중확대: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
 비중축소: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

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 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.