

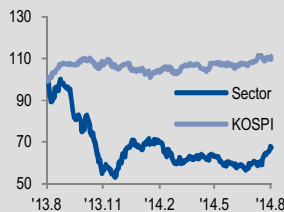
2014. 8. 22  
Industry Comment

# 해상운송산업

## Neutral (유지)

|        | PER(배) | PBR(배) |
|--------|--------|--------|
| Market | 11.2   | 1.1    |
| Sector | N/A    | 4.6    |

### Sector Index



업종 시가총액 3,467.3 십억원  
(Market 비중 0.25%)

주: 우리투자증권 Universe 기준



Analyst 송재학  
02)768-7473, martin.song@wooriwm.com

## 업황 회복시점, 예상보다 늦춰지는 상황

세계 해운시장의 회복시점은 공급과잉 문제로 예상보다 늦춰질 전망. 컨테이너선사의 영업이익은 소폭 개선되었지만, 대규모 순손실은 지속되는 상황. 해운업종에 대한 Neutral 투자의견 유지. 선사별 수익 개선과 재무 안정성 확보가 관건

### 해상운임 약세 지속, 해운업종 Neutral 투자의견 유지

- 해상운송업종에 대한 Neutral 투자의견 유지. 최악의 해운시장은 지나갔지만, 회복세는 예상보다 미흡한 수준. 해운시장 수급상 공급과잉 상태가 지속되고 있으며, 세계경제도 외생변수로 회복이 늦춰지는 상황. 3분기는 컨테이너해운시장 전형적인 성수기임에도 불구하고 기대에 못 미치는 운임을 기록 중. 세계 해운산업의 본격적인 회복세는 2015년 하반기 이후에나 가능할 전망
- 2014년 대부분 해운선사들의 외형은 축소되고 있으며, 운항비용 축소 여부에 따라 수익성이 결정됨. 최근 머스크, MSC, CMA CGM 등 Top Tier 선사들은 시장 점유를 확대하고 있으며, Second Tier 선사들은 약세 흐름을 이어가고 있음. 한진해운, 현대상선은 운항효율성 측면에서 선두권 선사 대비 미흡한 수준. 영업이익은 소폭 개선되고 있지만, 영업외수지 악화로 대규모 순손실 지속

### 2014년 영업실적 미흡한 수준. 한진해운 및 현대상선 Hold 투자의견 유지

- 국내 컨테이너선사들은 외형 축소와 영업외비용 등으로 대규모 순손실이 지속될 전망. 해상운임이 제대로 회복되지 않은 가운데 비용부담은 지속되고 있는 상황. 벙커-C유 가격 안정화는 긍정적 변수지만, 높은 비용으로 조달한 선박 용선료와 이자비용 등은 부담 요인. 2분기에는 소폭의 영업이익 개선이 나타났지만, 아직 저조한 수준. 선사별 수익 개선과 재무 안정성 확보가 주가 향방의 관건
- 2014년 한진해운 및 현대상선의 매출액은 각각 8조8,517억원(-14.3% y-y), 7조7,941억원(-4.4% y-y), 영업이익은 각각 759억원(흑전 y-y), -390억원(적지 y-y), 순손실은 각각 3,444억원(적지 y-y), 1,982억원(적지 y-y) 추정. 영업이익률은 각각 0.9%, -0.5%, EPS는 각각 -1,854원, -1,141원임. 한진해운(TP: 7,200원) 및 현대상선(TP: 12,000원)에 대한 Hold 투자의견 유지. Valuation 부담을 받고 있는 상황. 목표주가는 잔여이익모델(RIM)로 산출되었으며, 주요 가정은 Market risk premium 6.0%, Risk free rate 4.0%, 베타 1.0, COE 10% 등임

### 해상운송업종 투자의견 및 주요지표

(단위: 원, 십억원, 배, %)

|      | 코드          | 투자의견     | 목표주가 (12M) | 현재가    | 매출액     |         | 영업이익  |       | PER   |       | ROE   |       |
|------|-------------|----------|------------|--------|---------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|      |             |          |            |        | 2014E   | 2015F   | 2014E | 2015F | 2014E | 2015F | 2014E | 2015F |
| 한진해운 | (117930.KS) | Hold(유지) | 7,200(유지)  | 6,220  | 8,851.7 | 9,102.8 | 75.9  | 180.7 | N/A   | N/A   | -47.3 | -15.0 |
| 현대상선 | (011200.KS) | Hold(유지) | 12,000(유지) | 12,150 | 7,794.1 | 7,877.4 | -39.0 | 97.5  | N/A   | N/A   | -41.3 | -28.0 |

주: 8월 21일 종가 기준, 자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

### 컨테이너운임, 3분기 성수기에 부진한 흐름

세계 컨테이너해운시장은 공급과잉 문제로 부진한 흐름. 대형컨테이너선사 위주의 시장 선점  
으로 '부익부빈익빈' 현상이 지속되고 있음. 3분기는 전형적인 컨테이너해운시장의 성수기이  
지만, 운임은 예상치에 못 미치는 수준. 8월 15일 기준 상해컨테이너운임지수(SCFI:  
Shanghai Containerized Freight Index)는 전주대비 4.3% 하락한 1,120.8p, 중국컨테이너운  
임지수(CCFI: China Containerized Freight Index)도 전주대비 0.2% 소폭 하락한 1,110.0p  
기록. 8월 20일 기준 HR종합용선지수도 전주대비 0.5% 하락한 531.3p 기록. 컨테이너운임  
지수는 아직 저점 수준에서 등락을 거듭하고 있는 상황

이는 2014년 초대형컨테이너선 인도량이 늘어났고 컨테이너선 계선을 약화 등으로 공급측면  
에서 부담이 높아졌기 때문. 세계경제 회복세도 기존 예상 대비 미약한 수준으로 판단. 세계  
컨테이너해운시장의 회복시점은 기존 2014년 하반기에서 2015년 하반기 이후로 이연되는  
상황. 2015년 이후에나 컨테이너선 인도량이 줄어들 것이며 세계 물동량 회복도 나타날 것으  
로 보여 본격적인 컨테이너해운시장 수급개선이 가능할 전망

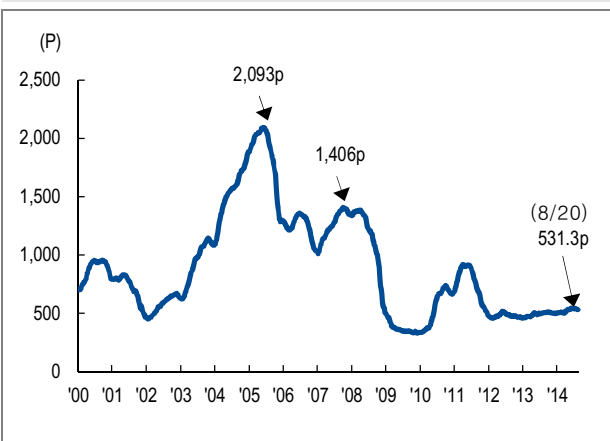
### 벌크운임지수(BDI) 최근 급등했지만, 저점 수준

8월 20일 기준 발틱운임지수(BDI)는 1,061p로 8월 1일 대비 41.3% 급등. 일시적으로 벌크  
화물 수요가 증가했고 투기적인 선박 수요도 몰리면서 BDI 호조세 시현. BDI는 최근 700p대  
를 횡보하다가 1,000p대를 돌파하며 긍정적인 흐름을 보이고 있지만, 아직 절대적으로 낮은  
수준이어서 손익분기점을 하회하고 있는 상황. 가장 큰 선형 Capesize운임(BCI)이 급등하면  
서 BDI도 급등했지만 추가적인 상승 요인은 적은 상황. 벌크해운시장 개선을 위해서는 중국  
경기 활성화로 철광석, 석탄의 수송 수요가 늘어나야 하며, 특히 벌크선 해체량이 확대되면서  
공급과잉률이 낮아져야 함

### 유조선운임지수(WS) 악세 지속

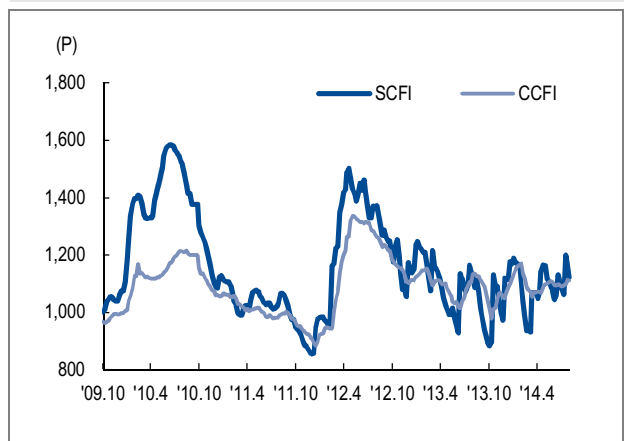
유조선운임지수인 WS(World Scale)는 8월 15일 VLCC(Gulf-S.Korea) 기준 55p 기록. 최  
근 WS는 상승세를 시현했지만, 아직 절대적으로 낮은 수준. 유조선운임지수(WS)가 70~  
80p 정도는 되어야 정상 수준이라고 할 수 있음. 현재의 WS는 SPOT 시장에서 수익을 내기  
어려운 수준. 그러나 국내 주요 유조선 해운선사들은 대부분 원가보상방식의 전용선 영업을  
하고 있어 안정적인 수익을 확보하고 있음

HR(Howe Robinson)종합용선지수 추이



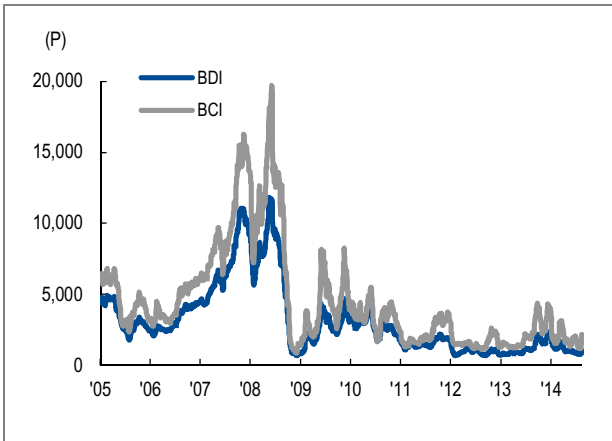
자료: 해양수산개발원, 우리투자증권 리서치센터  
주: 주간 기준

컨테이너운임지수(CCFI, SCFI) 추이



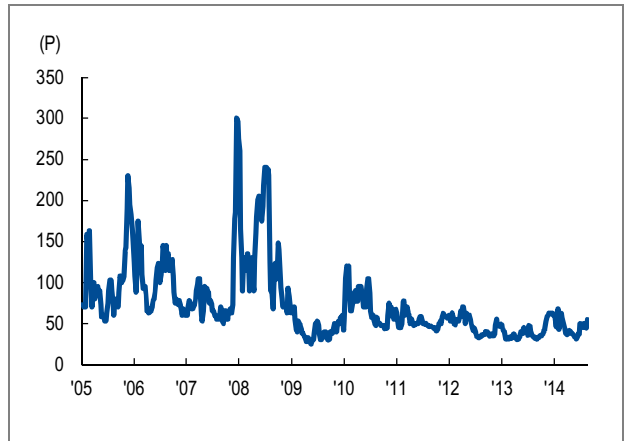
자료: 중국 상해항운교역소, 우리투자증권 리서치센터  
주: 주간 기준

발틱운임지수(BDI와 BCI, Daily 기준) 추이



자료: Bloomberg, 우리투자증권 리서치센터

유조선운임지수(World Scale, Weekly기준) 추이



자료: Clarkson, 우리투자증권 리서치센터

### 해상운송업종 주요 투자지표

|           | 단위  | 한진해운      |         |         |         | 현대상선       |         |         |         |
|-----------|-----|-----------|---------|---------|---------|------------|---------|---------|---------|
| 투자조건      |     | Hold(유지)  |         |         |         | Hold(유지)   |         |         |         |
| 목표주가      | 원   | 7,200(유지) |         |         |         | 12,000(유지) |         |         |         |
| 현주가(8/21) | 원   | 6,220     |         |         |         | 12,150     |         |         |         |
|           |     | 2013A     | 2014E   | 2015F   | 2016F   | 2013A      | 2014E   | 2015F   | 2016F   |
| 매출액       | 십억원 | 10,331.7  | 8,851.7 | 9,102.8 | 9,436.6 | 8,149.3    | 7,794.1 | 7,877.4 | 8,175.4 |
| 영업이익      | 십억원 | -242.4    | 75.9    | 180.7   | 277.9   | -328.9     | -39.0   | 97.5    | 221.3   |
| 영업이익률     | %   | -2.3      | 0.9     | 2.0     | 2.9     | -4.0       | -0.5    | 1.2     | 2.7     |
| EBITDA    | 십억원 | 209.2     | 533.3   | 625.7   | 710.9   | -69.8      | 223.8   | 361.3   | 483.1   |
| EBITDA마진  | %   | 2.0       | 6.0     | 6.9     | 7.5     | -0.9       | 2.9     | 4.6     | 5.9     |
| 순이익       | 십억원 | -680.2    | -344.4  | -119.2  | 82.0    | -714.0     | -198.2  | -107.3  | 78.9    |
| EPS       | 원   | -5,648    | -1,854  | -496    | 342     | -4,298     | -1,141  | -642    | 430     |
| BPS       | 원   | 5,046     | 3,565   | 3,068   | 3,410   | 6,137      | 2,755   | 2,670   | 1,572   |
| PER       | 배   | N/A       | N/A     | N/A     | 18.2    | N/A        | N/A     | N/A     | 28.3    |
| PBR       | 배   | 1.5       | 1.7     | 2.0     | 1.8     | 4.1        | 4.6     | 7.7     | 8.1     |
| EV/EBITDA | 배   | 29.3      | 11.3    | 9.6     | 8.1     | N/A        | 35.3    | 22.5    | 16.8    |
| ROE       | %   | -75.3     | -47.3   | -15.0   | 10.5    | -95.7      | -41.3   | -28.0   | 28.4    |

자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

한진해운 잔여이익모델(RIM)

(단위: 십억원, 원)

|                                | 2014E   | 2015F  | 2016F | 2017F | 2018F | 2019F | 2020F | 2021F | 2022F | 2023F | 2024F | 2025F |
|--------------------------------|---------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Net profit                     | -358    | -122   | 84    | 180   | 307   | 433   | 461   | 491   | 523   | 556   | 592   | 630   |
| Shareholder's equity           | 874     | 753    | 836   | 997   | 1,248 | 1,587 | 1,938 | 2,303 | 2,680 | 3,071 | 3,475 | 3,893 |
| Forecast ROE (FROE)            | -47.3%  | -15.0% | 10.5% | 19.6% | 27.4% | 30.6% | 26.2% | 23.2% | 21.0% | 19.3% | 18.1% | 17.1% |
| Spread (FROE-COE)              | -57.3%  | -25.0% | 0.5%  | 9.6%  | 17.4% | 20.6% | 16.2% | 13.2% | 11.0% | 9.3%  | 8.1%  | 7.1%  |
| Residual income                | -433    | -203   | 4     | 88    | 195   | 292   | 285   | 279   | 273   | 269   | 265   | 262   |
| Cost of equity (COE)           | 10.0%   |        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Beta                           | 1.0     |        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Market risk premium (Rm-Rf)    | 6.0%    |        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Risk-free rate (Rf)            | 4.0%    |        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Beginning shareholder's equity | 637     |        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| PV of forecast period RI       | 488     |        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| PV of continuing value         | 469     |        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Equity value (C+P)             | 1,595   |        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| No of shares (common, mn)      | 245,264 |        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Fair price (C)                 | 7,152   |        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Current price (C)              | 6,220   |        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Upside (-downside)             | 15.0%   |        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Implied P/B (x)                | 1.8     |        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Implied P/E (x)                | -7.5    |        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |

현대상선 잔여이익모델(RIM)

(단위: 십억원, 원)

|                                | 2014E       | 2015F  | 2016F | 2017F | 2018F | 2019F | 2020F | 2021F | 2022F | 2023F | 2024F | 2025F |
|--------------------------------|-------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Net profit                     | -193        | -105   | 77    | 150   | 259   | 369   | 391   | 414   | 439   | 466   | 494   | 524   |
| Shareholder's equity           | 470         | 277    | 265   | 327   | 497   | 777   | 1,066 | 1,364 | 1,671 | 1,988 | 2,313 | 2,648 |
| Forecast ROE (FROE)            | -41.3%      | -28.0% | 28.4% | 50.8% | 62.9% | 57.9% | 42.4% | 34.1% | 29.0% | 25.5% | 23.0% | 21.1% |
| Spread (FROE-COE)              | -51.3%      | -38.0% | 18.4% | 40.8% | 52.9% | 47.9% | 32.4% | 24.1% | 19.0% | 15.5% | 13.0% | 11.1% |
| Residual income                | -240        | -142   | 50    | 121   | 218   | 305   | 299   | 293   | 288   | 283   | 279   | 276   |
| Cost of equity (COE)           | 10.0%       |        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Beta                           | 1.0         |        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Market risk premium (Rm-Rf)    | 6.0%        |        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Risk-free rate (Rf)            | 4.0%        |        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Beginning shareholder's equity | 466         |        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| PV of forecast period RI       | 848         |        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| PV of continuing value         | 493         |        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Equity value (C+P)             | 1,808       |        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| No of shares (common, mn)      | 169,273.229 |        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Fair price (C)                 | 11,749      |        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Current price (C)              | 12,150      |        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Upside (-downside)             | -3.3%       |        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Implied P/B (x)                | 4.4         |        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Implied P/E (x)                | -14.5       |        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |

주: RIM(Residual Income Model, 잔여이익모델)은 현금흐름할인모형의 하나로 주주 입장에서 투자원금인 자기자본과 자기자본비용을 초과하는 이익(잔여이익)의 현재가치를 합한 금액을 적정주주가치(자기자본가치)로 보는 Valuation 모델이다. 산식으로 표현하면 다음과 같다.

자기자본가치 = 자기자본 + 미래 잔여이익의 현재가치 합

\* 잔여이익(RIt) = 당기순이익t - 자기자본t-1 \* 자기자본비용(Cost of Equity)t = 자기자본t-1 \* (ROEt - COEt)

RIM은 이론적으로 배당할인모형(DDM), 잉여현금흐름할인모형(DCF)과 같은 결과를 도출하면서도 측정지표상의 주관성을 최소화시킨 객관적인 Valuation 모델이라고 할 수 있어 당사 Valuation 기본모델로 사용하고 있다.

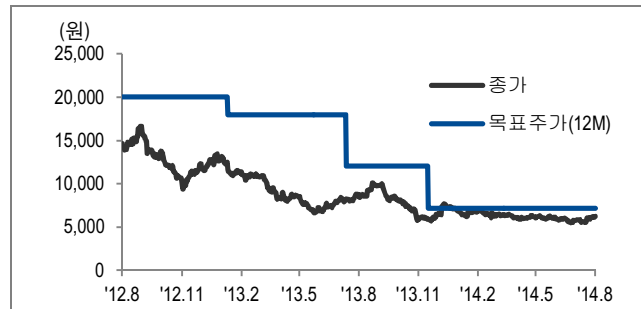
Market Risk Premium 적용 기준 (Guidance)

| 구분           | Mega Cap.                        | Large Cap.                  | Middle Cap.                   | Small Cap.                   |
|--------------|----------------------------------|-----------------------------|-------------------------------|------------------------------|
| 기준           | M-cap 10 조원 이상<br>+ 신용등급 'AAA'이상 | M-cap<br>1 조~10 조원 + 'A0'이상 | M-cap<br>2 천억~1 조원 + 'BBB+'이상 | M-cap<br>2 천억원 미만 + 'BBB-'이상 |
| Risk Premium | 5.2%                             | 6.0%                        | 7.0%                          | 8.0%                         |

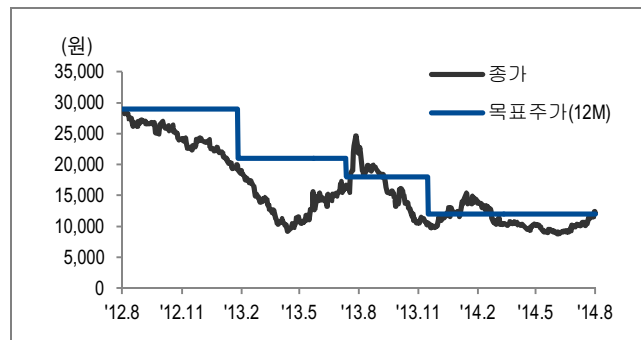
\* Risk Free Rate = 4.0%(공통)

투자이전 및 목표주가 변경내역

| 종목명  | 코드        | 제시일자       | 투자이전 | 목표가           |
|------|-----------|------------|------|---------------|
| 한진해운 | 117930.KS | 2013.12.06 | Hold | 7,200원(12개월)  |
|      |           | 2013.08.02 | Buy  | 12,000원(12개월) |
|      |           | 2013.01.31 | Buy  | 18,000원(12개월) |



| 종목명  | 코드        | 제시일자       | 투자이전 | 목표가           |
|------|-----------|------------|------|---------------|
| 현대상선 | 011200.KS | 2013.12.06 | Hold | 12,000원(12개월) |
|      |           | 2013.08.02 | Hold | 18,000원(12개월) |
|      |           | 2013.02.15 | Hold | 21,000원(12개월) |



종목 투자등급 (Stock Ratings)

- 대상기간: 12개월
- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준 종목의 목표수익률이
  - Strong Buy : Buy 등급 중 High Conviction 종목
  - Buy : 15% 초과
  - Hold : 0% ~ 15%
  - Reduce : 0% 미만

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 "한진해운, 현대상선"의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.wooriwm.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.