

해상운송산업

Industry Comment | 2015. 1. 22

상반기 해상운임 약세 흐름 지속

세계 해상운송산업은 부진한 흐름 이어갈 전망. 최근 유가 하락으로 해운사도 혜택을 받고 있지만, 운임 약세와 이자비용 부담으로 전체 실적은 저조. 하반기 이후 상황 회복 기대감 상존. 해운사 재무 안정성 확보가 관건. 해운업종 Neutral 투자의견 유지

해운업황 부진과 사업구조 조정. 하반기 이후 상황 회복 기대

- 세계 해상운송산업은 지속적인 약세 흐름. 경기부진으로 인해 물동량 증가세가 주춤해지고 있고 선박 공급과잉에 따른 해상운임 약세로 해운업계 영업실적은 미흡한 수준. 최근 유가 하락으로 비용절감 효과가 나타나고 있지만, 전체 흐름을 전환시키기에는 아직 시기 상조. 이에 따라 해운업종에 대한 투자의견 Neutral 유지. 한진해운(TP 6,500원) 및 현대상선에 대한 Hold(TP 11,000원) 투자의견 유지. 한진해운 및 현대상선의 목표주가는 잔여이익모델(RIM)로 산출되었으며, 주요 가정은 Market risk premium 6.0%, Risk free rate 4.0%, 베타 1.0, COE 10% 등임
- 유럽경기 회복이 예상보다 늦춰지면서 해운업 수급상 공급과잉 상태가 이어지고 있음. 최악의 해운시황은 지나간 것으로 보이지만, 본격적인 상승세는 쉽지 않은 상황. 1분기는 전형적인 비수기로 당분간 횡보 흐름은 이어질 것이며, 벌크시장 성수기인 2분기, 컨테이너시장 성수기인 3분기에 점진적 회복 기대감 상존. 2015년 3분기부터 개선될 것으로 추정되지만, 이도 유럽경제 회복 시점에 연동될 전망
- 세계 메이저 컨테이너선사인 머스크, MSC, CMA CGM 등은 비용절감 등으로 수익을 확보하고 있지만, 중견 컨테이너선사들은 운항 경쟁력 열위로 영업실적 부진. 특히 한국의 해운업계에게는 재무 안정성 확보가 주가 상승의 관건이 될 전망

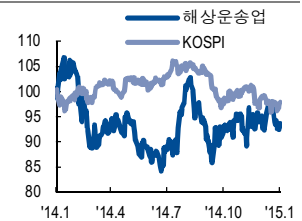
한진해운 및 현대상선은 유가하락으로 혜택을 받지만, 전체 영업실적은 아직 미흡

- 한진해운과 현대상선은 해운업황 부진으로 저조한 영업실적 전망. 2014년 매출액은 사업 구조조정으로 급감세 추정되며, 2015년에는 소폭 증가세를 기록하겠지만, 큰 성과는 거두기 어려울 전망. 벙커-C유 가격 급락으로 유류비 절감 효과가 나타나면서 영업이익 개선은 예상되지만, 전반적인 영업실적은 미흡한 수준으로 판단
- 2015년 한진해운의 매출액은 8조8,230억원(+3.0% y-y), 영업이익은 2,644억원(+250.1% y-y), 순이익은 274억원(흑전 y-y)으로 추정되며, 현대상선의 매출액은 7조2,430억원(+4.6% y-y), 영업이익은 765억원(흑전 y-y), 순손실은 1,277억원(적지 y-y)으로 전망

Neutral (유지)

	PER(배)	PBR(배)
Market	11.1	1.1
Sector	N.A	2.3

Sector Index



업종 시가총액 3,133 십억원
(Market 비중 0.23%)

주: KRX업종 분류 기준



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

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)	6,500(하향)	5,630	8,568.6	8,823.0	75.5	264.4	N/A	49.3	-50.3	3.2
현대상선	(011200.KS)	Hold(유지)	11,000(하향)	10,350	6,921.6	7,243.0	-176.5	76.5	N/A	N/A	-13.4	-21.7

주: 1월 21일 종가 기준, 자료: NH투자증권 리서치센터 전망

Valuation 부담 지속

2015년 한진해운 및 현대상선의 영업이익률은 각각 3.0%, 1.1%이며, PBR은 각각 1.6배, 3.5배, EV/EBITDA는 각각 8.7배, 21.0배 등으로 추정. 아직 Valuation 측면에서는 미흡한 수준. 한진해운이 상대적으로 현대상선 보다는 실적 측면에서 빠른 회복세를 보이는 상황

2014년 4분기 실적은 미흡한 수준

한진해운 및 현대상선의 2014년 4분기 영업실적은 벙커C유 가격 급락으로 혜택을 받았지만, 아직은 미흡한 수준으로 판단. 한진해운의 4분기 매출액은 2조1,204억원(-13.7% y-y), 영업이익은 480억원(흑전 y-y), 현대상선의 4분기 매출액은 1조8,673억원(-14.3% y-y), 영업손실은 119억원(적지 y-y) 추정. 구조조정으로 인한 사업부문 매각으로 4분기에도 매출액 부진. 영업이익 부문에서는 한진해운이 3분기 연속 흑자가 추정되고 현대상선은 적자 불가피

한진해운 4분기 실적 Preview

(단위: 십억원, %)

	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14E				1Q15F
					예상치	y-y	q-q	Consen	
매출액	2,456.7	2,154.1	2,145.7	2,148.4	2,120.4	-13.7	-1.3	2,169.2	2,017.8
영업이익	-105.8	-62.2	29.0	60.7	48.0	흑전	-20.9	60.2	40.0
영업이익률	-4.3	-2.9	1.4	2.8	2.3			2.8	2.0
(지배지분) 순이익	-261.8	-232.8	-205.6	37.01	25.5	흑전	-30.9	38.1	-11.0

주: K-IFRS 연결 기준.

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치센터 전망

현대상선 4분기 실적 Preview

(단위: 십억원, %)

	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14E				1Q15F
					예상치	y-y	q-q	Consen	
매출액	2,178.6	1,512.4	1,789.3	1,752.6	1,867.3	-14.3	6.5	2,106.7	1,703.5
영업이익	-101.0	-96.3	-29.7	-38.6	-11.9	적지	적지	-35.4	12.0
영업이익률	-4.6	-6.4	-1.7	-2.2	-0.6			-1.7	0.7
(지배지분) 순이익	-309.8	-79.0	17.8	218.1	-222.7	적지	적전	-79.0	-39.3

주: K-IFRS 연결 기준.

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치센터 전망

해상운송업종 주요 투자지표

	단위	한진해운				현대상선			
투자 의견		Hold(유지)				Hold(유지)			
목표주가	원	6,500(하향)				11,000(하향)			
현주가(1/21)	원	5,630				10,350			
		2013A	2014E	2015F	2016F	2013A	2014E	2015F	2016F
매출액	십억원	10,331.7	8,568.6	8,823.0	9,140.5	8,149.3	6,921.6	7,243.0	7,661.8
영업이익	십억원	-242.4	75.5	264.4	408.2	-328.9	-176.5	76.5	161.5
영업이익률	%	-2.3	0.9	3.0	4.5	-4.0	-2.5	1.1	2.1
EBITDA	십억원	209.2	533.0	709.4	841.2	-69.8	86.3	341.2	425.8
EBITDA마진	%	2.0	6.2	8.0	9.2	-0.9	1.2	4.7	5.6
순이익	십억원	-706.6	-375.9	28.0	163.8	-695.9	-65.7	-124.4	-4.6
EPS	원	-5,648	-1,948	114	668	-4,298	-388	-630	-30
BPS	원	5,046	3,491	3,605	4,182	2,756	2,840	2,905	2,783
PER	배	N/A	N/A	49.4	8.4	N/A	N/A	N/A	N/A
PBR	배	1.5	1.7	1.6	1.3	4.1	3.5	3.5	3.7
EV/EBITDA	배	29.3	12.1	8.7	7.0	N/A	82.5	21.0	17.1
ROE	%	-75.3	-50.3	3.2	17.2	-95.7	-13.4	-21.7	-0.7

자료: NH 투자증권 리서치센터 전망

세계 컨테이너해운시장 3분기 상승반전 기대

세계 컨테이너해운시장의 경우 2015년 상반기까지 수급 개선이 어려워 본격적인 운임 상승은 어려울 전망이다. 공급측면 컨테이너선 인도량 둔화와 수요측면 유럽경제의 회복이 관건으로 작용할 전망이다. 전형적인 컨테이너해운시장 성수기인 3분기 이후에는 점진적인 운임 상승 기대 컨테이너운임지수의 대표격인 상해컨테이너운임지수(SCFI: Shanghai Containerized Freight Index)는 2015년 1월 16일 전주대비 4.8% 상승한 1,055.1p 기록. 중국컨테이너운임지수(CCFI: China Containerized Freight Index)는 전주대비 0.1% 하락한 1,059.3p 기록. SCFI와 CCFI는 1,000p 수준에서 등락을 지속하는 박스권 횡보 흐름. 실질적으로 수익을 확보하기가 어려운 구간. 단기 유가 급락으로 인한 비용절감 효과가 나타나고 있는 것으로 보임. 2015년 컨테이너선 공급량 증가율은 5.2%, 컨테이너 물동량 증가율은 6.4%로 수급 개선 흐름 예상. 그렇지만 누적 개념으로 공급과잉 상황 지속될 전망이다. 2016년 이후 본격적인 회복이 가능할 전망이다. 이에 따라 중장기 측면 컨테이너선 시장은 긍정적으로 전개될 전망이다.

드라이벌크해운시장 최악의 상황

1월 20일 기준 발틱운임지수(BDI)는 753p로 저점 수준에서 머물고 있는 상황. 단기 고점이었던 2014년 11월 4일 1,484p 대비 49.3% 폭락한 수준. 벌크해운시장이 두달여 만에 최악의 상황으로 전개. 서부호주 및 브라질 벌크화물 수출량이 급감하였고 전 섹터에서 운임 하락. 중국의 벌크화물 수출량 수요가 약화되고 있어 당분간 벌크선 해운시장의 침체는 이어질 전망이다. 특히 벌크선 공급과잉 폭이 아직 큰 상황이어서 시장 반전이 쉽지 않을 전망이다.

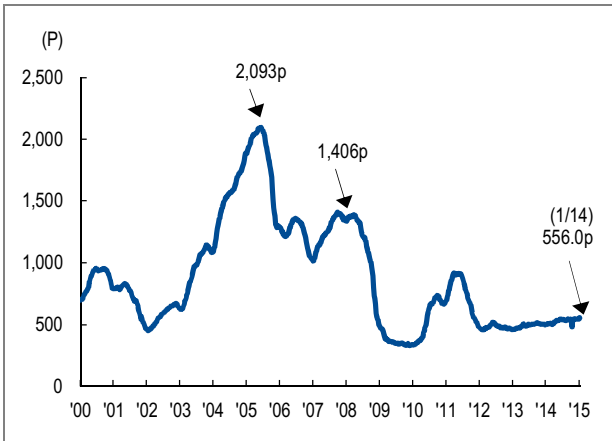
유조선운임지수(WS) 저점 수준에서 횡보

유조선운임지수(WS: World Scale)도 저점 수준에서 횡보 지속중. 1월 16일 기준 VLCC (Gulf-S.Korea) 유조선운임지수(WS)는 67.5p 기록. 실질적으로 수익이 나오는 WS 구간은 80p 이상으로 추정됨. 전용선 장기계약 물량은 수익을 확보할 수 있지만, 스팟시장에서는 부담을 받고 있는 상황.

세계해운시장의 세부 수급 상황												
컨테이너 해운시장	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015F	2016F
컨테이너 해상 물동량(백만 TEU)	106	118	131	137	125	141	149	154	161	171	182	194
증가율(%)	10.4	11.3	11.0	4.6	-8.8	12.8	5.7	3.4	4.5	6.2	6.4	6.6
컨테이너 운송능력 (천 TEU)	10,183	11,581	12,952	14,426	15,132	16,422	17,587	18,452	19,326	20,357	21,423	22,516
증가율(%)	10.6	13.7	11.8	11.4	4.9	8.5	7.1	4.9	4.7	5.3	5.2	5.1
건화물 해운시장	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015F	2016F
5대 건화물 해상물동량 (백만톤)	1,711	1,824	1,975	2,080	2,120	2,384	2,540	2,743	2,923	3,060	3,177	3,310
증가율(%)	6.7	6.6	8.3	5.3	1.9	12.5	6.5	8.0	6.6	4.7	3.8	4.2
총 건화물 해상물동량 (백만톤)	4,673	4,943	5,223	5,412	5,161	5,770	6,127	6,462	6,816	7,128	7,464	7,830
증가율(%)	-15.8	5.8	5.7	3.6	-4.6	11.8	6.2	5.5	5.5	4.6	4.7	4.9
건화물선 선복량 (백만 dwt)	349.1	372.8	398.3	421.9	460.8	539.5	621.5	684.4	723.5	757.6	791.7	825.7
증가율(%)	6.7	6.8	6.8	5.9	9.2	17.1	15.2	10.1	5.7	4.7	4.5	4.3
유조선 해운시장	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015F	2016F
총수요(Crude+Product) (백만 dwt)	325.2	336.3	347.6	339.4	323.3	367.1	372.5	388.0	382.6	389.6	398.8	409.6
증가율(%)	5.4	3.4	3.4	-2.4	-4.7	13.5	1.5	4.2	-1.4	1.8	2.4	2.7
총공급(Crude+Product) (백만 dwt)	323.2	340.2	346.5	362.0	384.6	408.9	433.5	452.0	453.0	462.6	468.5	474.6
증가율(%)	6.8	5.3	1.9	4.5	6.2	6.3	6.0	4.3	0.2	2.1	1.3	1.3
잉여분(백만톤)	-2.0	3.9	-1.1	22.6	61.3	41.8	61.0	64.0	70.4	73.0	69.7	65.0

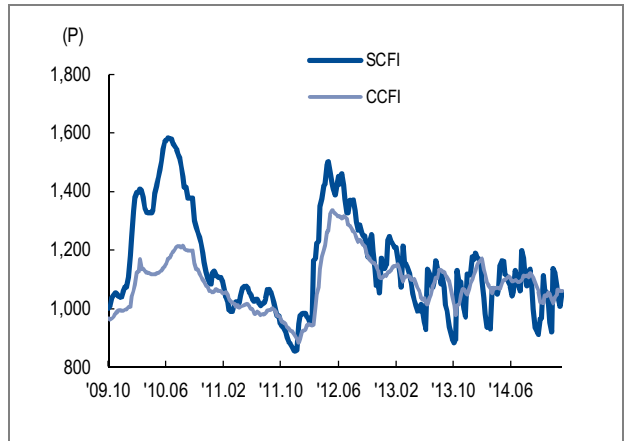
자료: Clarkson, Container Intelligence Monthly(2014.12), Dry Bulk Trade Outlook(2014.12), Oil and Tanker Trade Outlook(2014.12), NH투자증권 리서치센터 전망

HR(Howe Robinson)종합운선지수



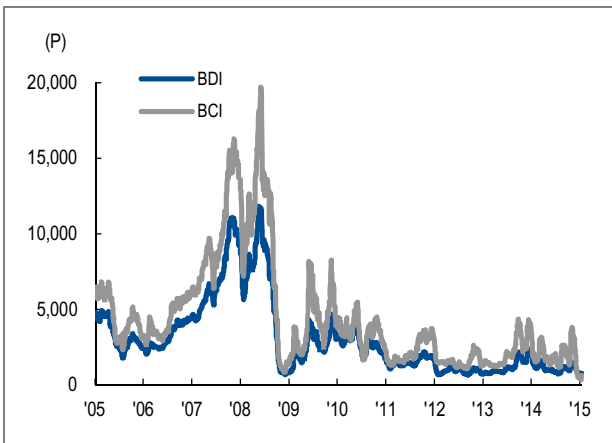
자료: 해양수산개발원, NH투자증권 리서치센터
주: 주간 기준

컨테이너운임지수(CCFI, SCFI)



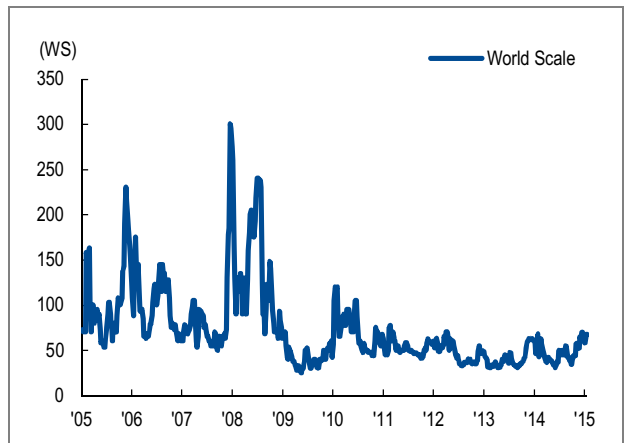
자료: 중국 상해항운교역소, NH투자증권 리서치센터
주: 주간 기준

발틱운임지수(BDI와 BCI, Daily 기준)



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

유조선운임지수(World Scale, Weekly기준)



자료: Clarkson, NH투자증권 리서치센터

빙커-C유 가격



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

원/달러 환율



자료: NH투자증권 리서치센터

한진해운 잔여이익모델(RIM)

(단위: 십억원, 원)

	2014E	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Net profit	-376	28	164	209	293	389	410	432	455	480	506	534
Shareholder's equity	856	884	1,026	1,190	1,417	1,695	1,980	2,271	2,570	2,874	3,186	3,503
Forecast ROE (FROE)	-50.3%	3.2%	17.2%	18.8%	22.5%	25.0%	22.3%	20.3%	18.8%	17.6%	16.7%	16.0%
Spread (FROE-COE)	-60.3%	-6.8%	7.2%	8.8%	12.5%	15.0%	12.3%	10.3%	8.8%	7.6%	6.7%	6.0%
Residual income	-451	-59	68	98	163	233	226	219	213	208	203	199
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	460											
PV of continuing value	371											
Equity value (C+P)	1,468											
No of shares (common, mn)	245,264											
Fair price (C)	6,585											
Current price (C)	5,630											
Upside (-downside)	17.0%											
Implied P/B (x)	1.9											
Implied P/E (x)	41.1											

현대상선 잔여이익모델(RIM)

(단위: 십억원, 원)

	2014E	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Net profit	-66	-124	-5	86	254	414	441	470	500	533	568	605
Shareholder's equity	518	631	605	646	856	1,226	1,611	2,012	2,429	2,863	3,314	3,781
Forecast ROE (FROE)	-13.4%	-21.7%	-0.7%	13.7%	33.8%	39.8%	31.1%	25.9%	22.5%	20.1%	18.4%	17.0%
Spread (FROE-COE)	-23.4%	-31.7%	-10.7%	3.7%	23.8%	29.8%	21.1%	15.9%	12.5%	10.1%	8.4%	7.0%
Residual income	-115	-182	-66	23	179	310	299	288	278	268	259	250
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	748											
PV of continuing value	466											
Equity value (C+P)	1,681											
No of shares (common, mn)	169,273.229											
Fair price (C)	10,921											
Current price (C)	10,350											
Upside (-downside)	5.5%											
Implied P/B (x)	3.8											
Implied P/E (x)	-18.8											

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.

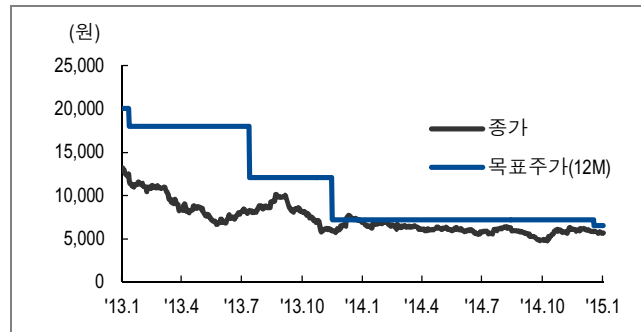
Market Risk Premium 적용 기준 (Guidance)

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

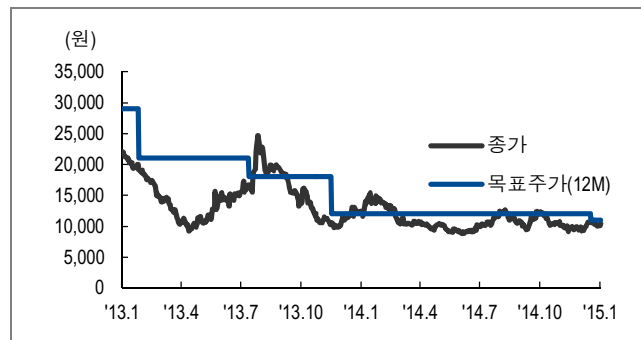
* Risk Free Rate = 4.0%(공통)

투자이전 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자이전	목표가
한진해운	117930.KS	2015.01.22	Hold	6,500원(12개월)
		2013.12.06	Hold	7,200원(12개월)
		2013.08.02	Buy	12,000원(12개월)



종목명	코드	제시일자	투자이전	목표가
현대상선	011200.KS	2015.01.22	Hold	11,000원(12개월)
		2013.12.06	Hold	12,000원(12개월)
		2013.08.02	Hold	18,000원(12개월)



종목 투자등급 (Stock Ratings)

2015년 1월 20일부터 당사 종목 투자등급(Stock Ratings)을 종전 4단계(Strong Buy/Buy/Hold/Reduce)에서 'Strong Buy' 등급 제외한 3단계(Buy/Hold/Sell)로 조정하고 Reduce를 Sell로 변경하니 투자판단에 참고하시기 바랍니다. 금번 Rating System 변경은 종목별 투자이전을 3단계로 단순화하여 투자자들에게 분명한 메시지를 전달하기 위한 목적입니다.

- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라

- Buy : 15% 초과
- Hold : -15% ~ 15%
- Sell : -15% 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 간섭 없이 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.nhwm.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.