



2015년 11월 27일 | Equity Research

해상운송

저 운임 시대 구조조정 본격화

비수기 진입하면서 전 노선 하락세 지속

지난주 SCFI(상하이발 컨테이너운임지수)는 전년대비 52.2% 하락한 484.14포인트로 역대 최저를 기록했다. 12월 비수기를 앞두고 수요감소와 선박 공급과잉으로 주요 노선의 운임은 하락세를 기록하고 있다.

유럽노선 운임은 지난달 말 운임협상으로 TEU당 998달러까지 상승한 이후 TEU당 295달러까지 하락했다. 인도되는 대형선들이 대부분 유럽노선에 투입되면서 공급과잉이 심화되고 있기 때문이다. 그 동안 상대적으로 양호한 모습을 보였던 북미서안, 북미동안 노선도 SCFI가 기록된 이후 가장 낮은 수준까지 하락하는 등 운임 하락에 실적 우려감이 확대되고 있다.

2016년 저유가에도 운임 하락으로 효과는 제한적

병커유가는 배럴당 220달러로 전년대비 61.0%나 하락했지만, 최근 운임은 역대 최저치를 기록하면서 연료비 절감 효과는 제한적일 전망이다. 낮은 유류비를 감안해도 선사들의 손익분기점은 TEU당 최소 800달러로 현재 운임 수준은 선사들에게 부담스러운 가격이다. 12월에도 얼라이언스들의 추가적 선복 감축이 계획되어 있지만 시황개선은 쉽지 않을 전망이다.

CMA CGM의 APL 인수협상 진행 중

프랑스 선사 CMA CGM은 지난 11월 20일 APL(American President Lines) 인수전에서 Maersk를 제치고 단독우선협상대상자로 선정되었다. 모회사인 NOL(Neptune Orient Lines)에 의하면 협상기한은 12월 7일까지로 알려졌다. 중국 CSCL과 COSCO의 합병추진과 함께 컨테이너 시장의 판도 변화가 예상된다.

컨테이너 선사들은 시황부진을 타개하는 수단으로 M&A를 적극 추진하고 있다. APL 인수 이후 CMA CGM의 컨테이너시장 점유율은 11.5%로 3위 입지를 확고하게 구축할 전망이다. APL은 NOL에 매각되기 전에는 미국의 대표선사였기 때문에 인수 이후 북미노선의 역량이 강화될 전망이다.

Update

Neutral

Top picks 및 관심종목

종목명	투자의견	TP(12M)	CP(11월 26일)
한진해운(117930)	Reduce	-	4,270원
현대상선(011200)	Not Rated	Not Rated	5,450원

Financial Data

투자지표	단위	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	십억원	9,649.8	8,654.8	8,315.1	8,374.7	8,730.2
영업이익	십억원	(412.3)	82.1	450.3	282.2	327.0
세전이익	십억원	(786.2)	(556.8)	172.4	(69.5)	8.7
순이익	십억원	(706.6)	(447.7)	80.1	(25.2)	3.1
EPS	원	(5,648)	(2,320)	327	(103)	13
증감률	%	8.5	(58.9)	(114.1)	(131.5)	(112.6)
PER	배	N/A	N/A	15.15	N/A	386.19
PBR	배	1.52	1.12	0.90	0.91	0.91
EV/EBITDA	배	177.67	14.33	7.11	9.25	8.72
ROE	%	(75.26)	(65.64)	10.48	(3.19)	0.40
BPS	원	5,049	5,366	5,520	5,417	5,430
DPS	원	0	0	0	0	0

주: 한진해운 재무제표
자료: 하나금융투자



Analyst 신민석
02-3771-7566
ms.shin@hanafn.com

RA 유재선
02-3771-8011
jaeseon.yoo@hanafn.com

CMA CGM 3분기 매출액 39.8억달러, 영업이익 1.6억달러 기록

CMA CGM 3분기 실적

매출액 39.8억달러(YoY -9.0%)

영업이익 1.6억달러(YoY -36.5%)

CMA CGM 3분기 실적은 매출액 39.8억달러, 영업이익 1.6억달러를 달성했다. 매출액은 전년대비 9% 하락했고 영업이익은 전년대비 36.5% 감소했다. 저운임과 과잉공급에도 시장 평균을 상회하며 선방한 것으로 판단된다. 순이익은 0.5억달러로 전년대비 74.8%나 감소했다. 올해 4분기에도 저운임이 예상되지만 운영 선대의 효율을 최적화하기 위해 선복량 조정을 지속할 전망이다.

NOL 3분기 매출액 12.1억달러, 영업이익 0.7억달러 기록

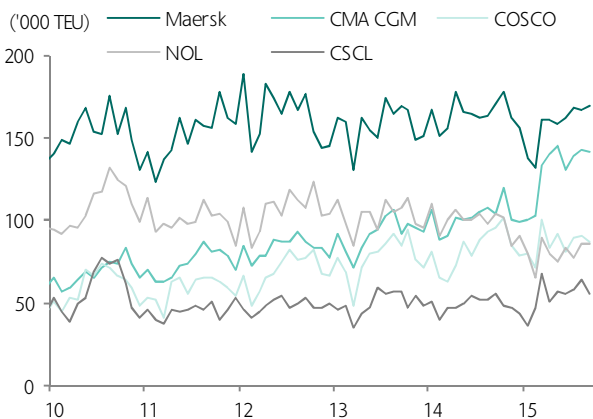
NOL 3분기 실적

매출액 12.1억달러(YoY -27.9%)

영업이익 0.7억달러(적자전환)

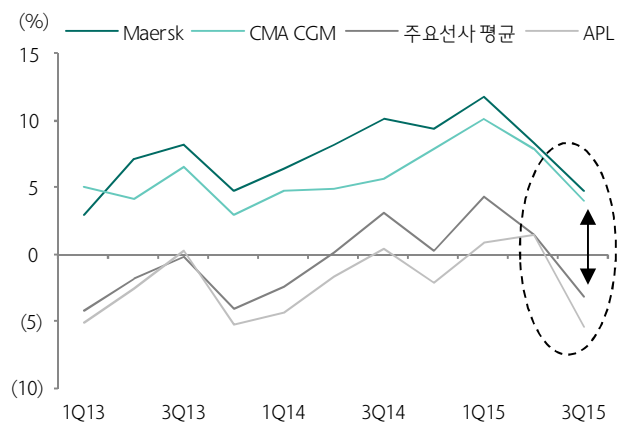
NOL 3분기 실적은 매출액 12.1억달러, 영업이익은 0.7억달러 적자를 기록했다. 성수기임에도 컨테이너 수송량이 전년대비 11% 감소했고 운임이 FEU당 1,847달러로 21% 감소하며 매출액이 전년대비 27.9% 하락했다. 수익성 중심의 화물정책으로 90% 이상의 높은 소석률을 유지했고, 용선 6척 반환 등의 노력으로 FEU당 원가를 17% 줄였지만 실적은 다소 부진했다.

그림 1. 미국 컨테이너 수입물동량 추이



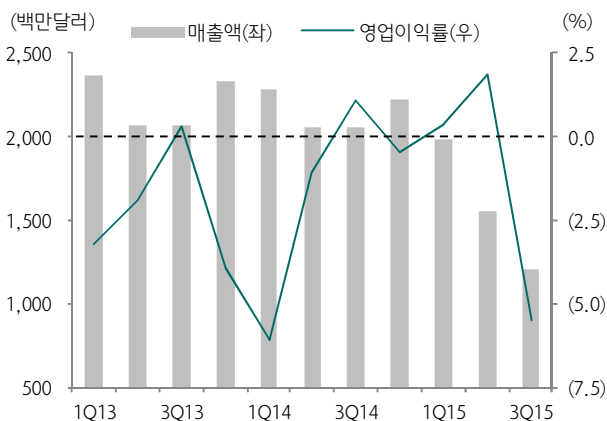
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 2. 주요 선사 컨테이너부문 영업이익률 추이



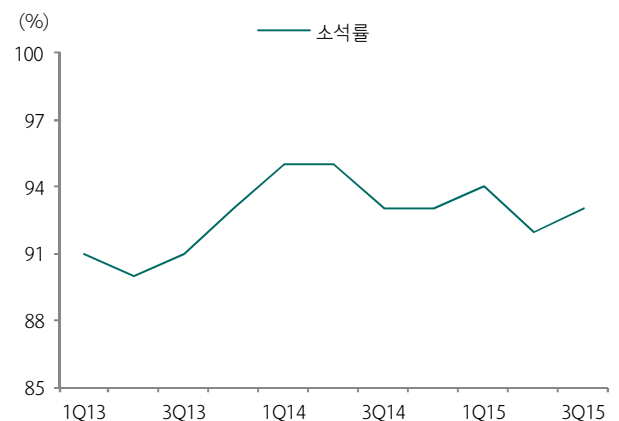
자료: Alphaliner, 하나금융투자

그림 3. NOL 분기별 실적 추이



자료: NOL, 하나금융투자

그림 4. NOL 분기별 소석률 추이



자료: NOL, 하나금융투자

APL 인수를 통한 아시아-북미노선 시장지배력 강화

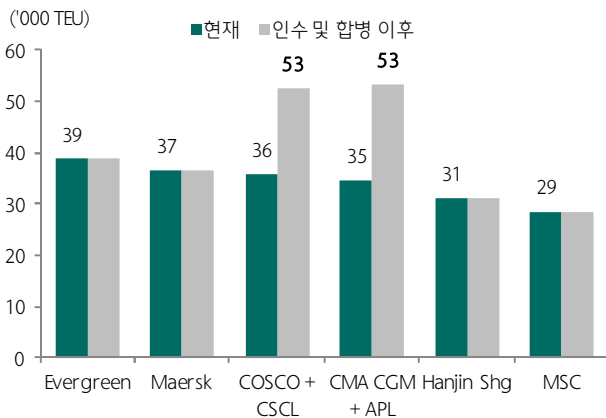
아시아-북미노선 시장점유율 변화로 해운 얼라이언스의 변화 전망

CMA CGM으로서는 이번 인수전이 성공적으로 마무리된다면 CMA CGM은 아시아-유럽 노선과 북미노선의 역량을 키울 수 있을 전망이다. APL(American President Lines)이 1997년 NOL에 매각되기 전까지 미국을 대표하는 대형선사였던 점을 감안하면 인수 이후 북미항로에서의 시너지가 기대된다.

컨테이너 공급량은 아시아-유럽노선의 경우 MSC와 Maersk에 이어 3위 입지를 강화할 것으로 기대된다. 11월 기준 아시아-북미노선은 주당 투입선복량이 5.3만TEU로 늘어나 공급량 1위로 올라선다. 중국의 COSCO와 CSCL의 경우, 합병이 완료되면 북미노선 주당 투입선복량은 5.3만TEU로 증가하며 CMA CGM의 뒤를 이어 2위가 된다. 아시아-유럽노선의 경우에 Evergreen을 제치고 4위로 올라설 전망이다.

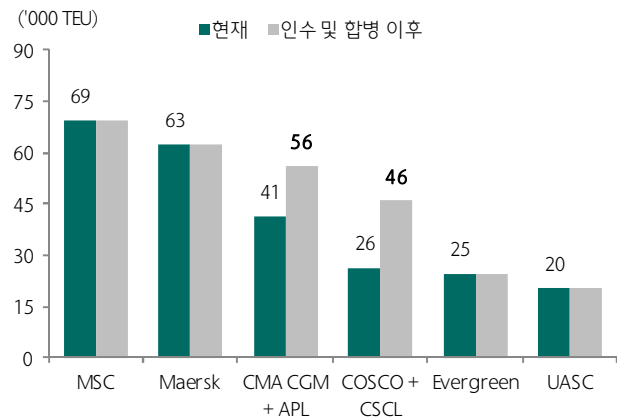
주요 M&A들이 완료되면 2M을 비롯한 4대 해운 얼라이언스에 변화가 올 것으로 예상된다. 아시아-유럽노선에서 2M의 압도적 점유율은 쉽게 줄어들지 않을 전망이다. 하지만 아시아-북미 노선에서는 시장점유율의 큰 변화가 찾아올 것으로 예상되며, 북미항로 비중이 높은 국내선사 한진해운과 현대상선이 속한 얼라이언스(CKYHE, G6)의 변화에 주목할 필요가 있다.

그림 5. 11월 아시아-북미노선 주간 공급량



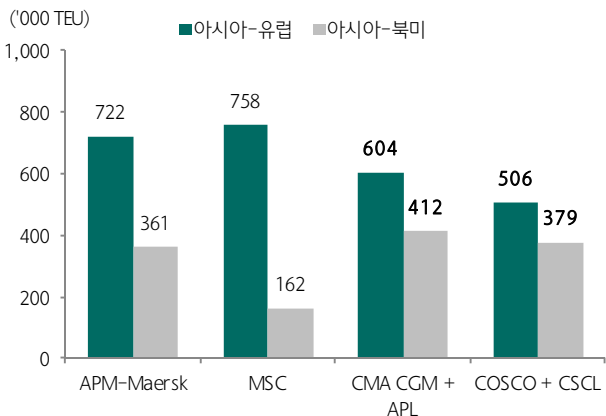
주: 상위 30개 선사 기준. 자료: Alphaliner, 하나금융투자

그림 6. 11월 아시아-유럽노선 주간 공급량



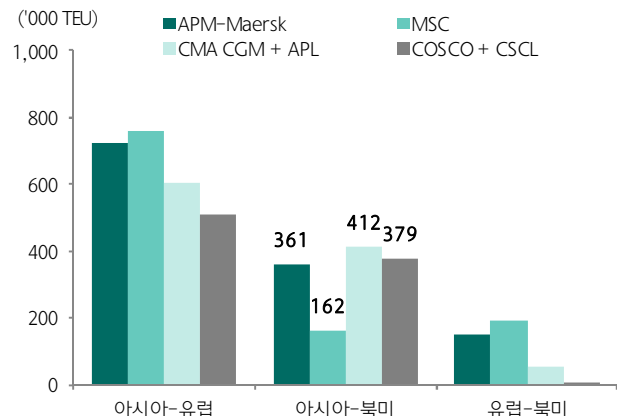
자료: Alphaliner, 하나금융투자

그림 7. 주요 노선별 투입 선복량 비교



자료: Alphaliner, 하나금융투자

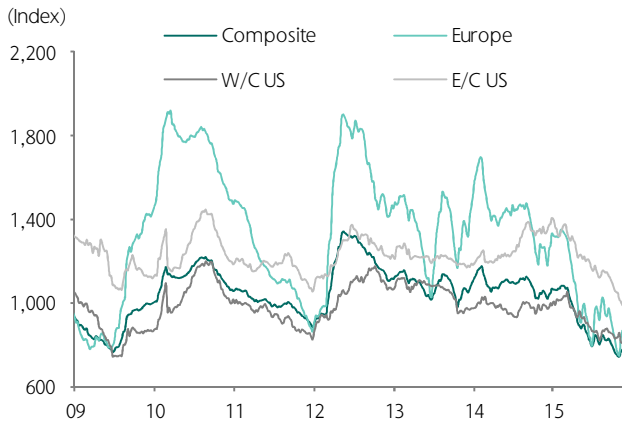
그림 8. 주요 선사별 투입 선복량 비교



자료: Alphaliner, 하나금융투자

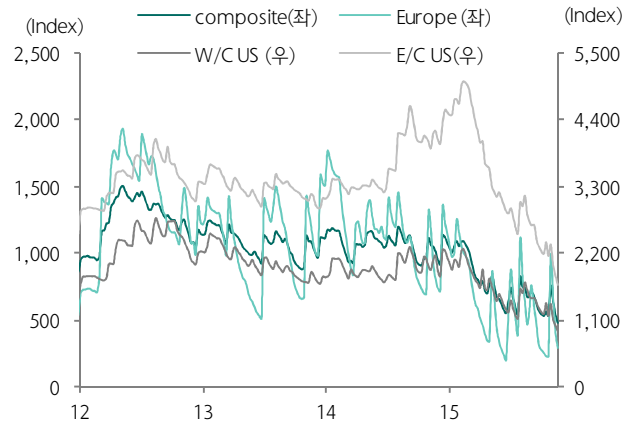
Chart Book

그림 9. CCF운임지수 추이



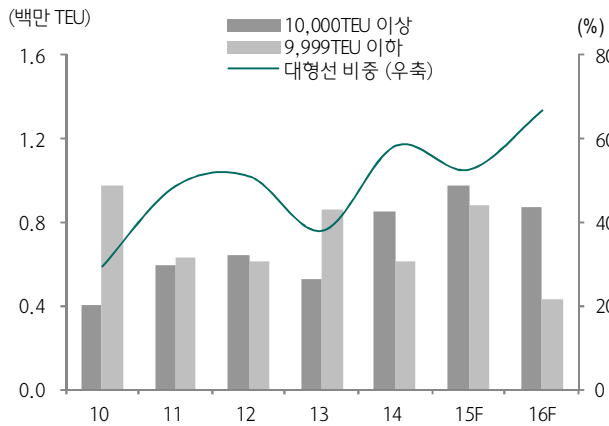
자료: ChineseShipping, 하나금융투자

그림 10. SCFI운임지수 추이



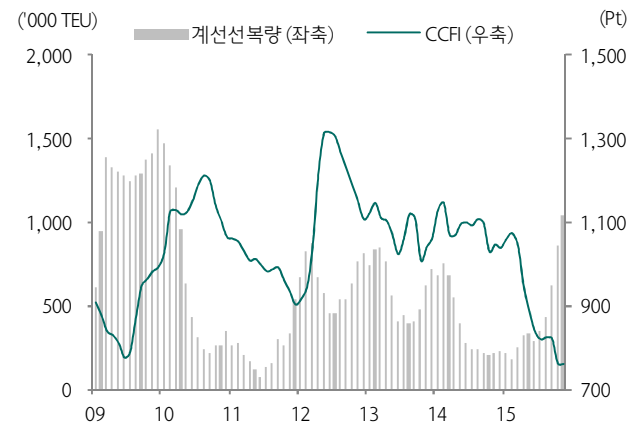
자료: ChineseShipping, 하나금융투자

그림 11. 연간 10,000TEU 이상 대형선 비중 추이



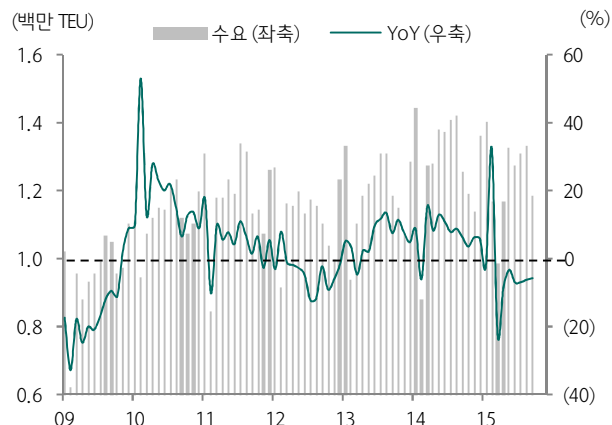
자료: Alphaliner, 하나금융투자

그림 12. 계선선복량과 컨테이너 운임



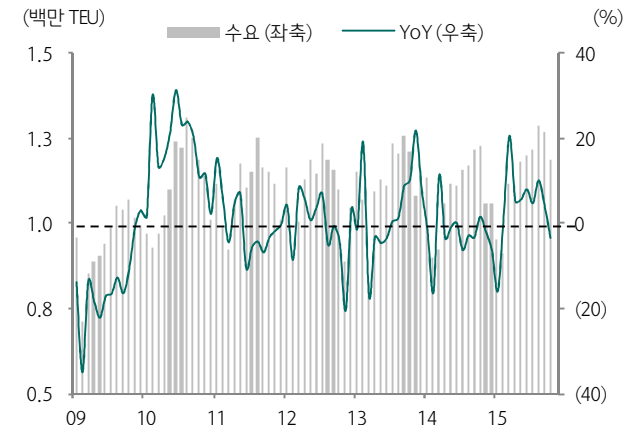
자료: Alphaliner, 하나금융투자

그림 13. 아시아-유럽노선 월별 물동량 추이



자료: Alphaliner, 하나금융투자

그림 14. 아시아-미주노선 월별 물동량 추이

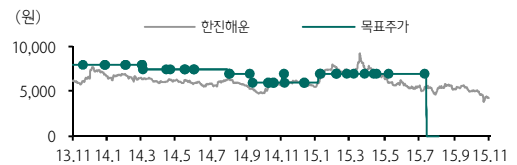


자료: Alphaliner, 하나금융투자

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이

한진해운

날짜	투자 의견	목표주가
15.11.27	Reduce	N/A
15.11.4	Reduce	N/A
15.11.2	Reduce	N/A
15.10.23	Reduce	N/A
15.10.5	Reduce	N/A
15.9.10	Reduce	N/A
15.9.1	Reduce	N/A
15.8.10	Reduce	N/A
15.8.3	Neutral	7,000
15.6.1	Neutral	7,000
15.5.11	Neutral	7,000
15.5.6	Neutral	7,000
15.4.20	Neutral	7,000
15.4.1	Neutral	7,000
15.3.20	Neutral	7,000
15.3.2	Neutral	7,000
15.3.1	Neutral	7,000
15.2.2	Neutral	7,000
15.2.1	Neutral	7,000
15.1.5	Neutral	6,000
15.1.4	Neutral	6,000
14.12.1	Neutral	6,000
14.11.30	Neutral	7,000
14.11.12	Neutral	6,000
14.11.11	Neutral	6,000
14.11.3	Neutral	6,000
14.11.2	Neutral	6,000
14.10.6	Neutral	6,000
14.10.1	Neutral	7,000
14.8.27	Neutral	7,000
14.8.26	Neutral	7,000
14.6.26	Neutral	7,500
14.6.25	Neutral	7,500
14.6.10	Neutral	7,500
14.6.9	Neutral	7,500
14.5.15	Neutral	7,500
14.5.8	Neutral	7,500
14.3.28	Neutral	7,500
14.3.27	Neutral	8,000
14.3.26	Neutral	8,000
14.2.26	Neutral	8,000
14.2.25	Neutral	8,000
14.1.21	Neutral	8,000
14.1.20	Neutral	8,000
13.12.13	Neutral	8,000



투자 의견 분류 및 적용

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능
- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자 등급 비율

투자 등급	BUY (매수)	Neutral (중립)	Reduce (비중축소)	합계
금융투자상품의 비율	83.6%	13.5%	3.0%	100.1%

* 기준일: 2015년 11월 25일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(신민석)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2015년 11월 27일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(신민석)는 2015년 11월 27일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.