



Outperform(Maintain)

목표주가: 3,500원

주가(1/11): 3,180원

시가총액: 7,800억원

조선/운송/여행

Analyst 조병희

02) 3787-5129 bhcho@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (1/11)		1,894.84p
52주 주가동향	최고가	최저가
	9,180원	3,180원
최고/최저가대비동락율	-64.49%	0.00%
주가수익률	절대	상대
1M	-15.4%	-14.0%
6M	-40.2%	-37.1%

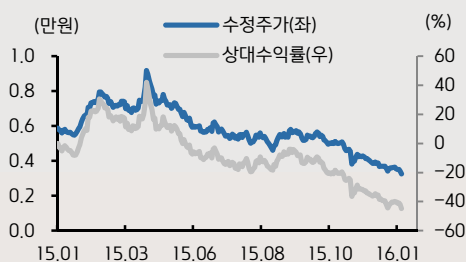
Company Data

발행주식수	245,270천주
일평균 거래량(3M)	790천주
외국인 지분율	8.05%
배당수익률(15E)	0.00%
BPS(15E)	3,404원
주요 주주	대한항공 외 3인
	33.62%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	86,548	77,432	70,348	72,165
보고영업이익	821	1,524	881	1,237
핵심영업이익	821	1,524	881	1,237
EBITDA	4,311	4,595	3,815	4,041
세전이익	-5,568	1,007	-2,559	-2,220
순이익	-4,233	1,323	-2,126	-1,844
지배주주지분순이익	-4,477	1,082	-2,029	-1,760
EPS(원)	-2,323	441	-827	-718
증감률(%YoY)	적자지속	흑자전환	적자전환	적자지속
PER(배)	-2.6	13.7	-7.3	-8.4
PBR(배)	2.0	1.8	2.3	3.2
EV/EBITDA(배)	14.1	14.0	16.6	15.4
보고영업이익률(%)	0.9	2.0	1.3	1.7
핵심영업이익률(%)	0.9	2.0	1.3	1.7
ROE(%)	-58.2	15.7	-26.5	-30.5
순부채비율(%)	604.5	506.7	688.5	909.4

Price Trend



한진해운 (117930)

선박 과잉 공급과 재무적 불확실성 지속



4분기는 물동량 비수기로 진입하는 시기입니다. 더불어 계속된 과잉공급 상황으로 인해 SCFI 운임이 급락하여 유가 하락 효과가 수익으로 연결되지 못했습니다. 여기에 신용등급도 하락하는 등 재무적 우려도 지속되고 있습니다. 따라서 목표주가를 16년 수익 전망치 조정과 함께 하향합니다. 운임은 지난 12월 저점을 지난 것으로 판단되지만, 중국 춘절 이후 공급 조절 규모 확인이 필요한 상황입니다.

>>> 4Q 영업이익 -725억원, 적자 전환 전망

한진해운은 4Q 매출액 1조6,677억원(YoY -26.5%)와 영업이익 -725억원(적자전환)을 기록했을 것으로 전망함. 영업이익 적자는 국제 유가가 수년 내의 저점을 갱신하고 있었지만 운임 역시 공급 과잉 상황에 따라 지속적인 하락을 기록한 것이 주요 원인이었다고 판단됨. 여기에 BDI지수도 신저점을 갱신하는 약세를 보임에 따라 벌크 사업 부진이 이어진 것도 적자 규모를 확대시킨 요인으로 추정함. 영업외로는 원화 강세에 따른 외화환산손실과 이자 비용이 발생했지만 계속된 자산 매각에 따른 처분 이익금을 통해 손실 규모는 크지 않을 것으로 전망함.

>>> 16년 운임, 춘절 이후 선사들의 공급 조절 규모가 관건

지난 해 말 SCFI지수는 급등하며 마감했고 1월 첫 주 운임도 소폭 하락에 그쳤지만 관건은 2월 중국 춘절 이후가 될 것임. 춘절 이후 2분기 중순 성수기 진입까지가 물동량이 감소하는 시기인데 선사들의 공급 조절이 원활하게 이루어지지 않는다면 운임이 다시 급락세로 돌아설 가능성이 높기 때문임. 또한, 금년은 지난해보다 춘절이 10일 이상 빠르므로 선사들의 공급 조절 노력 없이는 1분기 실적 개선을 기대하기 쉽지 않은 상황임.

>>> 재무 구조에 대한 불확실성도 부담

정부는 지난 해 말 12억 달러 규모의 선박 펀드 조성을 통해 대형선 발주를 지원하는 방안을 발표함. 하지만 지원을 받기 위해서는 부채비율을 400% 이하로 낮춰야 하는데 지난 3분기 말 기준 한진해운의 부채비율은 700% 수준으로 최근의 영업상황을 고려하면 대규모 순이익 창출도 쉽지 않고, 액면가 미만의 주가를 고려하면 증자 가능성도 제한적임. 이미 2조1천억원 이상의 자산을 매각했기 때문에 추가 매각 여력도 크게 약화된 상황. 오히려 신규 발주보다는 만기가 돌아오는 회사채 차환 발행을 고민해야 하는 상황이어서 정부의 선박 펀드 조성 수혜는 제한적일 전망이다.

따라서 계속되는 공급 과잉 상황을 반영, 16년 수익 전망치를 조정함에 따라 목표주가는 '3,500원'으로 하향 조정함. 낙폭 과대 메리트가 있지만 중국 춘절 이후 선사들의 공급 조절 노력이 성과를 달성해 운임이 성수기 이전까지 현 수준을 유지하거나 재무 구조 개선을 위한 구체적인 방안이 제시되기 이전까지는 투자 의견 'Outperform'을 유지함.

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	96,498	86,548	77,432	70,348	72,165
매출원가	96,017	82,120	72,703	66,151	67,496
매출총이익	481	4,428	4,728	4,197	4,669
판매비및일반관리비	4,604	3,607	3,204	3,316	3,432
영업이익(보고)	-4,123	821	1,524	881	1,237
영업이익(핵심)	-4,123	821	1,524	881	1,237
영업외손익	-3,739	-6,390	-517	-3,441	-3,457
이자수익	304	266	304	358	351
배당금수익	11	8	0	0	0
외환이익	928	1,826	2,398	0	0
이자비용	3,570	3,706	3,436	3,447	3,447
외환손실	1,401	1,040	884	0	0
관계기업지분손익	229	312	518	0	0
투자및기타자산처분손익	376	-3,501	1,156	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-460	-74	-226	0	0
기타	-158	-480	-347	-352	-361
법인세차감전이익	-7,862	-5,568	1,007	-2,559	-2,220
법인세비용	144	83	244	-433	-376
유효법인세율(%)	-1.8%	-1.5%	24.2%	16.9%	16.9%
당기순이익	-6,802	-4,233	1,323	-2,126	-1,844
지배주주지분순이익(억원)	-7,066	-4,477	1,082	-2,029	-1,760
EBITDA	393	4,311	4,595	3,815	4,041
현금순이익(Cash Earnings)	-2,285	-744	4,394	808	960
수정당기순이익	-6,717	-605	618	-2,126	-1,844
증감율(% YoY)					
매출액	-8.9	-10.3	-10.5	-9.1	2.6
영업이익(보고)	N/A	N/A	85.5	-42.2	40.4
영업이익(핵심)	N/A	N/A	85.5	-42.2	40.4
EBITDA	-87.7	996.0	6.6	-17.0	5.9
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
EPS	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
수정순이익	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동현금흐름	5,358	5,202	91	-1,636	1,718
당기순이익	-6,802	-4,233	1,323	-2,126	-1,844
감가상각비	4,497	3,476	3,058	2,923	2,794
무형자산상각비	19	14	12	11	10
외환손익	521	-939	-1,514	0	0
자산처분손익	282	3,508	-1,156	0	0
지분법손익	0	0	-518	0	0
영업활동자산부채 증감	3,411	457	-2,621	-2,444	758
기타	3,429	2,919	1,506	0	0
투자활동현금흐름	1,256	6,079	-612	167	-469
투자자산의 처분	-88	3,479	-329	506	-130
유형자산의 처분	4,260	2,752	0	0	0
유형자산의 취득	-3,517	-348	-348	-348	-348
무형자산의 처분	-7	1	0	0	0
기타	243	-69	64	9	8
재무활동현금흐름	-6,665	-10,704	-294	-152	53
단기차입금의 증가	2,615	-984	0	0	0
장기차입금의 증가	-5,832	-11,217	0	0	0
자본의 증가	0	4,000	0	0	0
배당금지급	-13	-436	0	0	0
기타	-3,435	-2,068	-294	-152	53
현금및현금성자산의순증가	-408	303	-815	-1,622	1,301
기초현금및현금성자산	5,580	5,172	5,474	4,659	3,037
기말현금및현금성자산	5,172	5,474	4,659	3,037	4,338
Gross Cash Flow	1,947	4,745	2,712	808	960
Op Free Cash Flow	205	4,435	1,257	847	4,152

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	19,937	16,788	18,092	17,474	19,148
현금및현금성자산	5,172	5,474	4,659	3,037	4,338
유동금융자산	2,207	1,382	3,097	2,814	2,887
매출채권및유동채권	9,321	7,996	8,604	10,050	10,309
재고자산	3,231	1,935	1,731	1,572	1,613
기타유동비금융자산	6	1	1	1	1
비유동자산	85,856	68,365	65,819	62,960	60,564
장기매출채권및기타비유동채권	345	511	457	416	426
투자자산	9,473	5,442	5,682	5,460	5,517
유형자산	75,703	61,164	58,453	55,878	53,432
무형자산	223	1,148	1,136	1,124	1,114
기타비유동자산	112	101	91	83	75
자산총계	105,793	85,153	83,911	80,435	79,711
유동부채	60,589	50,588	49,645	49,457	50,260
매입채무및기타유동채무	11,811	10,149	9,080	8,794	9,622
단기차입금	3,687	3,811	3,811	3,811	3,811
유동성장기차입금	47,047	37,824	37,824	37,824	37,824
기타유동부채	-1,955	-1,195	-1,069	-972	-997
비유동부채	38,433	26,789	25,167	24,005	24,323
장기매입채무및비유동채무	21,339	12,609	11,281	10,271	10,536
사채및장기차입금	14,814	12,223	12,223	12,223	12,223
기타비유동부채	2,280	1,957	1,663	1,511	1,564
부채총계	99,023	77,378	74,812	73,462	74,583
자본금	6,316	12,263	12,263	12,263	12,263
주식발행초과금	0	0	0	0	0
이익잉여금	-19,665	-24,309	-23,227	-25,256	-27,017
기타자본	19,723	17,369	19,314	19,314	19,314
지배주주지분자본총계	6,373	7,268	8,350	6,321	4,560
비지배주주지분자본총계	397	507	748	652	568
자본총계	6,771	7,775	9,098	6,972	5,128
순차입금	58,169	47,002	46,102	48,007	46,634
총차입금	65,548	53,858	53,858	53,858	53,858

투자지표

(단위: 원, %, %)

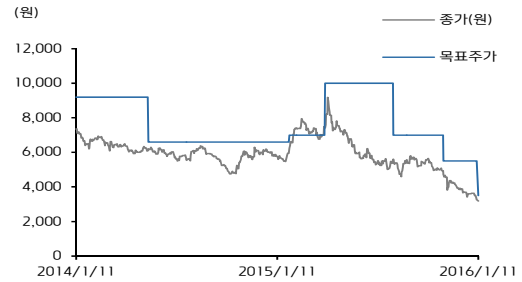
12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
주당지표(원)					
EPS	-5,648	-2,323	441	-827	-718
BPS	5,046	2,963	3,404	2,577	1,859
주당EBITDA	314	2,237	1,873	1,556	1,648
CFPS	-1,826	-386	1,791	329	391
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-1.4	-2.6	13.7	-7.3	-8.4
PBR	1.5	2.0	1.8	2.3	3.2
EV/EBITDA	171.4	14.1	14.0	16.6	15.4
PCFR	-4.2	-15.6	3.4	18.3	15.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	-4.3	0.9	2.0	1.3	1.7
영업이익률(핵심)	-4.3	0.9	2.0	1.3	1.7
EBITDA margin	0.4	5.0	5.9	5.4	5.6
순이익률	-7.0	-4.9	1.7	-3.0	-2.6
자기자본이익률(ROE)	-69.1	-58.2	15.7	-26.5	-30.5
투하자본이익률(ROIC)	-6.9	1.5	2.3	1.4	1.9
안정성(%)					
부채비율	1,462.5	995.2	822.3	1,053.6	1,454.4
순차입금비율	859.1	604.5	506.7	688.5	909.4
이자보상배율(배)	N/A	0.2	0.4	0.3	0.4
활동성(배)					
매출채권회전율	9.9	10.0	9.3	7.5	7.1
재고자산회전율	28.4	33.5	42.2	42.6	45.3
매입채무회전율	9.2	7.9	8.1	7.9	7.8

- 당사는 1월 11일 현재 '한진해운' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 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.

투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
한진해운(117930)	2014/05/22	Marketperform(Maintain)	6,600원
	2014/07/31	Outperform(Upgrade)	6,600원
	2014/10/31	BUY(Upgrade)	6,600원
	2015/02/02	BUY(Maintain)	7,000원
	2015/04/08	BUY(Maintain)	10,000원
	2015/05/15	BUY(Maintain)	10,000원
	2015/07/01	BUY(Maintain)	10,000원
	2015/08/10	BUY(Maintain)	7,000원
	2015/11/09	Outperform(Downgrade)	5,500원
	2016/01/12	Outperform(Maintain)	3,500원

목표주가 추이



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용 기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2015/1/1~2015/12/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	178	93.19%
중립	13	6.81%
매도	0	0.00%