

2012. 06. 04

2012 하반기 전망: 운송

컨테이너 해운 주가 상승률이 가장 높을 전망

Overweight(유지)

유틸리티/운송/자원개발 담당 주익찬

Tel. 368-6099

icjoo@eugenefn.com

# Glossary

| 용어   | 정의   |
|--|--|
| TEU(Twenty-foot Equivalent Unit)           | 해운: 20 피트 컨테이너   |
| FEU(Forty-foot Equivalent Unit)            | 해운: 40 피트 컨테이너   |
| CCFI(China Containerised Freight Index)    | 해운: 중국 Chinese Shipping이 매주 발표하는 중국 출발 컨테이너 운임 지수 (실물 운임 성격)     |
| SCFI(Shanghai Containerized Freight Index) | 해운: 중국 Chinese Shipping이 매주 발표하는 중국 출발 컨테이너 운임 지수 (선물 운임도 일부 포함) |
| WCI(World Container Index)                 | 해운: Drewry가 발표하는 컨테이너 운임 지수                                      |
| BDI(Baltic Dry Index)                      | 해운: 벌크(건화물)선 운임지수의 일종  |
| 벌크(건화물)                                    | 해운: 철광석, 석탄 등의 화물  |
| Fleet(선복량)                                 | 조선: 세계 선박들의 화물 운송 능력 합계  |
| 선속   | 선박들의 운항 속도   |
| idling                                     | 선박들이 운항하지 않고 쉬고 있는 것   |
| Contracting                                | 조선: 해운사 → 조선사로 선박 주문   |
| Delivery                                   | 조선: 조선사 → 해운사로 선박 인도   |
| Orderbook                                  | 조선: 향후 조선사들이 건조해야 할 선박들  |

# Summary

## 내 아이디어는?

- 해운과 항공사들 주가 driver들이 무엇인지 찾고, 현재 주가가 driver들에 비해 저평가인지 여부 판단

## 2H12 전망: 컨테이너 해운사 주가가 가장 상승률 높을 전망

### 컨테이너선사들의 주가는 컨테이너 이익지수에 비해 저평가

- 컨테이너 이익지수는 3월 이후 대폭 상승 후 유지 중, 그러나 주가는 하락하여, 향후 주가 상승 가능성은 더욱 높아진 것으로 판단
- 컨테이너 이익지수는 (컨테이너 운임-수송량 당 유류비)로, 4월말까지는 컨테이너 운임 상승으로 2012년 초에 비해 급격히 상승
- 5월 중순부터는 컨테이너 운임은 하락했지만, 유가 하락으로 컨테이너 이익 지수는 크게 하락하지 않았음
- 최근 유럽 경제 성장 둔화와 아시아-유럽 물동량 증가율 둔화에 의한 향후 운임 하락 리스크는 크지 않은 것으로 판단
- 이유는, 최근 운임 상승은 물동량 증가보다, 선속 하락 등 선사들의 공급 조절 영향이 더 큰데, "Super Slow Steaming" 지속 등 선속 하락을 통한 해운사들의 공급조절이 잘 되고 있기 때문
- 해운 수급 3요소(= 물동량 증가율 - fleet 증가율 - 선속 상승률) 중, 해운사가 단기적으로 조절 가능한 공급 요인은 선속
- 최근 선박유가 하락이 컨테이너 운임 하락의 부정적 영향을 일부 상쇄: 10% 유가 하락은 2% 운임 상승 효과

### 벌크 해운 운임(BDI)은 원만히 상승할 전망

- BDI는 2012년 4Q에 한국 벌크선사들의 영업이익 손익분기점보다 높아질 전망
- 이유는 2012년 4Q 이전까지는, 공급인 벌크선 fleet의 전년대비 증가율이, 수요인 벌크 물동량 증가율보다 크기 때문
- 중국의 본격적인 경기 부양 전까지는, BDI 상승에 대한 불확실성이 큰 것으로 판단

### 항공사 주가는 주가 Driver들인 수송량, DRAM, 하이닉스 주가 비해, 저평가

- 대한항공 주가는 총 수송량(=여객+화물), DRAM 가격, S-Oil 주가와 관련 있는데, 1H12의 부정적인 업황이 이미 반영되어, 주가는 저평가되어 있어, 향후 상승할 전망
- 2H12 총 수송량(=여객+화물)은 점진적이지만 개선될 가능성, 이유는 하반기에는 국제여객 수송량 증가가 화물 수송량 감소보다 클 것으로 예상
- 대한항공 주가는 IT제품 가격과도 관련 있는데, 최근 DRAM과 LCD panel 등 IT 제품 가격 상승은 대한항공 주가 상승에 긍정적
- 대한항공의 실질 장부가치는, S-Oil 보유지분으로 인해, 재무제표의 장부가치보다 0.5조원(=한진에너지 시가 평가 지분가치 1.7조원-대한항공 장부에 반영된 한진에너지 지분가치 1.2조원) 더 많은 것으로 판단

Conviction BUY: 한진해운 ( 투자의견 BUY 유지, 목표주가 28,000원 유지)



## Contents

|   |    |
|---|----|
| <b>Summary</b>  | 3  |
| <b>I. 컨테이너선사들 주가는 주가 Driver 인 컨테이너이익지수에 비해 저평가</b>                | 6  |
| I-1. 운임 하락했지만, 유가도 하락하여, 컨테이너 이익지수는 3월 이후 대폭 상승 후 유지, 그러나 주가는 하락  |    |
| I-2. 성수기까지 컨테이너 운임의 하락 리스크는 크지 않은 것으로 판단                          |    |
| I-3. 선박유가 하락은 영업이익 개선에 긍정적  |    |
| I-4. 세계 컨테이너선사들의 이익 추정치 상향 조정 중, 주가 다시 상승 전망                      |    |
| <b>II. 벌크 해운 운임(BDI)은 완만히 상승할 전망</b>                              | 12 |
| II-1. BDI 는 2012 년말에 벌크선사들의 영업이익 손익분기점 수준으로 상승할 전망                |    |
| II-2. 벌크 물동량(=수요) 증가율은 2012 년말 이후 높아질 전망                          |    |
| II-3. 벌크 공급(=fleet, 선박량) 증가율은 여전히 물동량 증가율보다는 높으며, 최근에 다시 높아졌음     |    |
| <b>III. 항공 주가는 주가 Driver 들인 총 수송량과 IT 제품 가격에 비해 저평가</b>           | 16 |
| III-1. 항공사 주가는 수송량에 비해 저평가, 2H12 수송량은 증가 전망                       |    |
| III-2. 저가 항공사들에 의한 프리미엄 항공사들의 리스크는 작을 전망                          |    |
| III-3. 항공사 주가는 DRAM 가격과 비교하면, 저평가                                 |    |
| III-4. 유가 하락은 연료비 감소 때문에 항공사 영업이익 증가에 긍정적이지만, 주가와는 큰 관련 없는 것으로 판단 |    |
| <b>IV. Valuation</b>  | 22 |
| <b>V. 기업분석</b>  | 25 |
| 1. 한진해운(117930.KS)  |    |
| 2. 현대상선(011200.KS)  |    |
| 3. 대한항공(003490.KS)  |    |





# I. 컨테이너선사들 주가는 주가 Driver인 컨테이너 이익지수에 비해 저평가

## I-1. 운임은 하락했지만, 유가도 하락하여, 컨테이너 이익지수는 3월 이후 대폭 상승 후 유지 중, 그러나 주가는 하락

컨테이너 해운사들 주가는 컨테이너 이익 지수와 관련 있는 것으로 판단되는데, 컨테이너 이익 지수에 비해 컨테이너 해운사들 주가는 저평가된 것으로 판단된다.

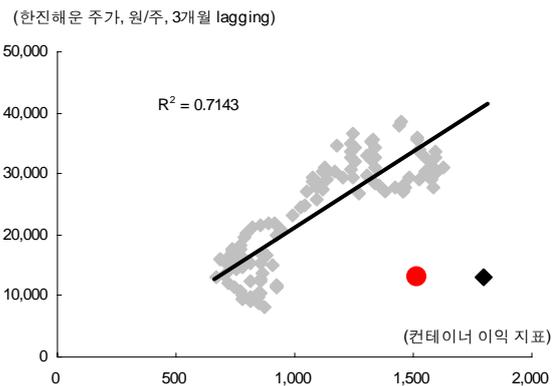
컨테이너 이익지수는 (컨테이너 운임-수송량 당 유류비)로, 4월말까지는 컨테이너 운임 상승으로 2012년 초에 비해 급격히 상승했다. 5월 중순부터는 컨테이너 운임은 하락했지만, 유가 하락으로 컨테이너 이익 지수는 크게 하락하지 않았다.

도표 1 한진해운 주가는 컨테이너 이익 지수에 비해 저평가: 최근 운임 하락했지만, 유가 하락으로 컨테이너 이익 지수 보합



주: 컨테이너 이익지수 = 컨테이너 운임-수송량 당 유류비  
자료: fndataguide, 유진투자증권

도표 2 한진해운 주가는 컨테이너 이익 지수에 비해 저평가



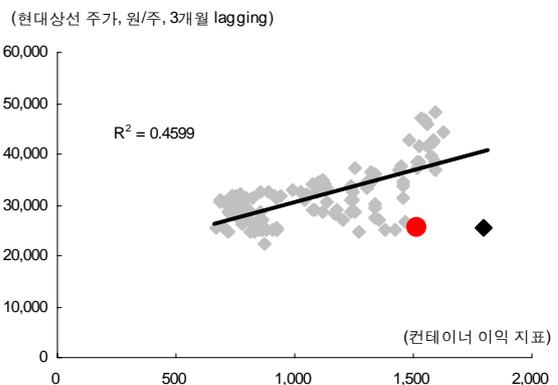
주1: 컨테이너 이익지수 = 컨테이너 운임-수송량 당 유류비  
주2: 붉은 점은 6월 1일 기준, 검은 다이아몬드는 6월말 예상 기준  
자료: fndataguide, 유진투자증권

도표 3 현대상선 주가는 컨테이너 이익 지수에 비해 저평가



주: 컨테이너 이익지수 = 컨테이너 운임-수송량 당 유류비  
자료: fndataguide, 유진투자증권

도표 4 현대상선 주가는 컨테이너 이익 지수에 비해 저평가



주1: 컨테이너 이익지수 = 컨테이너 운임-수송량 당 유류비  
주2: 붉은 점은 6월 1일 기준, 검은 다이아몬드는 6월말 예상 기준  
자료: fndataguide, 유진투자증권



## 1-2. 성수기까지 컨테이너 운임의 하락 리스크는 크지 않은 것으로 판단

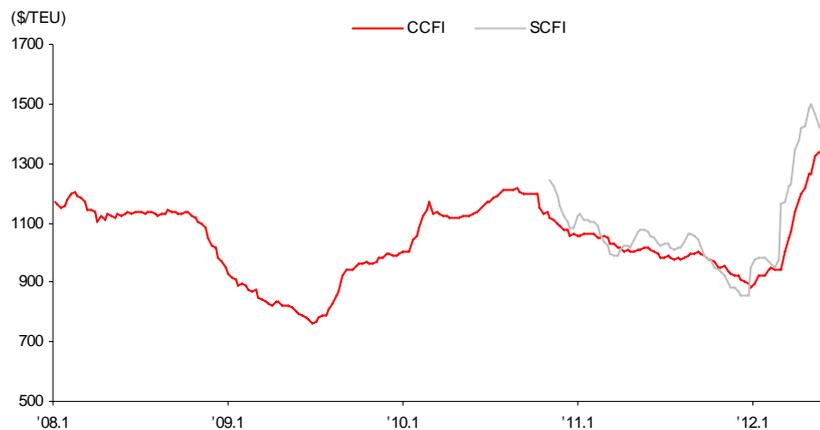
최근 유럽 경제 성장 둔화에 의한 아시아-유럽 물동량 증가율 둔화 우려로, 시장에서는 향후 운임 하락 리스크를 크게 우려하고 있지만, 리스크는 크지 않은 것으로 판단된다.

이유는, 최근의 운임 상승은 세계 경기 회복에 의한 물동량 증가 영향보다, “Super Slow Steaming” 지속 등, 선사들의 선속 하락 등 공급 조절 영향이 더 큰데, 아직은 선사들의 공급조절이 잘 지켜지고 있기 때문이다.

해운 수급은 수요, fleet(선복량), 선속의 3 요소로 구성되는데, 해운사가 단기적으로 조절 가능한 공급 요인인 선속 뿐이다. 발주량 조절을 통한 선복량 조절은 장기적으로 해운 공급을 조절하는 방법인데, 이유는 선박 건조기간 때문에 1~3년의 시간 차이가 존재하기 때문이다. 이에 따라, 선속은 해운사들의 공급 조절에 대한 의지를 나타내는 주요 지표인 것으로 판단된다.

해운 업황이 호전되면, 해운사들은 선속을 높이는(또는 idling을 감축) 경향이 있어, 해운 업황은 다시 악화되지만, 최근에는 운임 상승에도 선속이 높아지지 않고 있어, 컨테이너선사들의 공급 조절 의지가 여전히 강한 것으로 판단된다.

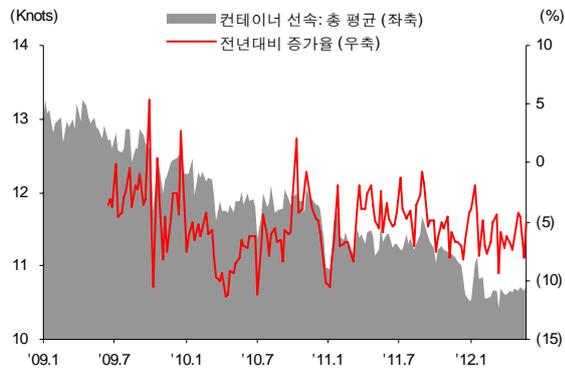
도표 5 spot 운임을 나타내는 SCFI 컨테이너 운임지수는 지난 주에 1.6%wow 하락하여, 4주간 누적 7.6% 하락, 장기와 spot의 평균을 나타내는 CCFI는 2주간 누적 0.8% 하락



자료: Bloomberg, 유진투자증권

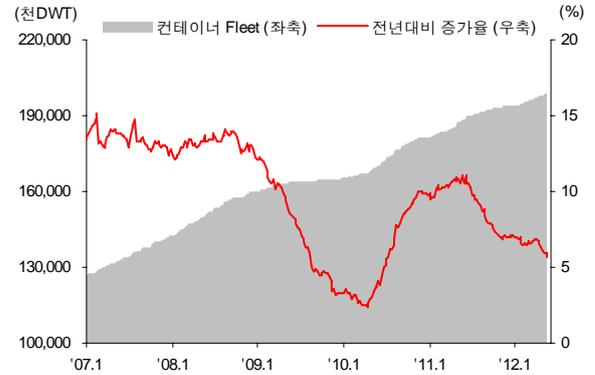


**도표 6 Super Slow Steaming 지속 등으로, 컨테이너선 평균 운항속도(idling 포함)의 전년대비 하락세 지속, 지난 주에는 5.1%yoy 하락, 전주에는 8.0%yoy 하락했었음**



자료: Bloomberg, 유진투자증권

**도표 7 컨테이너선 선복량(fleet): 총 fleet의 전년대비 증가율은 지난 주 5.7%yoy로 점차 둔화 중, 수급 개선에 긍정적**



자료: Bloomberg 유진투자증권



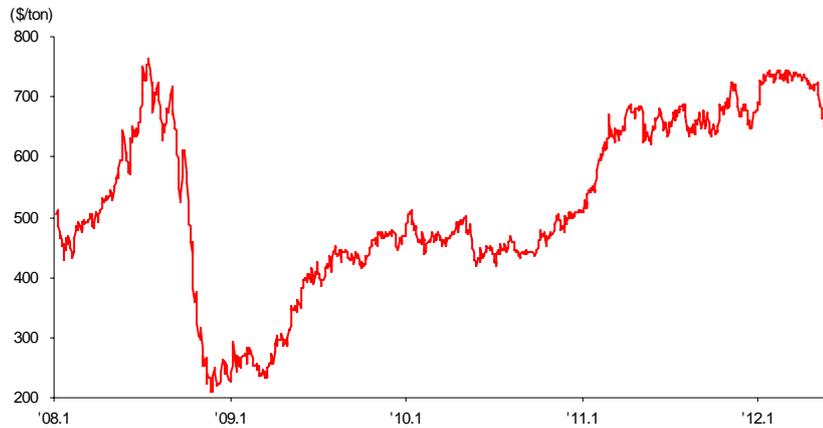
### I-3. 선박유가 하락은 영업이익 개선에 긍정적

최근 유가 하락이 컨테이너 운임 하락의 부정적 영향을 일부 상쇄시킬 것으로 예상된다.

선박유가(싱가폴 380C 기준)는 고점이었던, 3월 USD740/톤에서 지난주 USD614/톤으로 20.5% 하락했다. 연평균 선박유가가 10.0% 하락하면, 연료비는 2,400억원(=연간 연료비 2.4조원 \* 10%) 감소되어, 영업이익은 2,400억원 증가하는 효과가 있다.

연평균 선박유가가 10.0% 하락은 연평균 컨테이너 운임 2.1%(=한진해운 연간 예상 연료비 2.4조원/한진해운 연간 예상 매출액 11.5\*10.0%) 상승하는 효과가 있는 것으로 판단된다

도표 8 선박유가(싱가폴 380C 기준)는 고점이었던, 3월 740\$/톤에서 지난주 614\$/톤으로 20.5% 하락

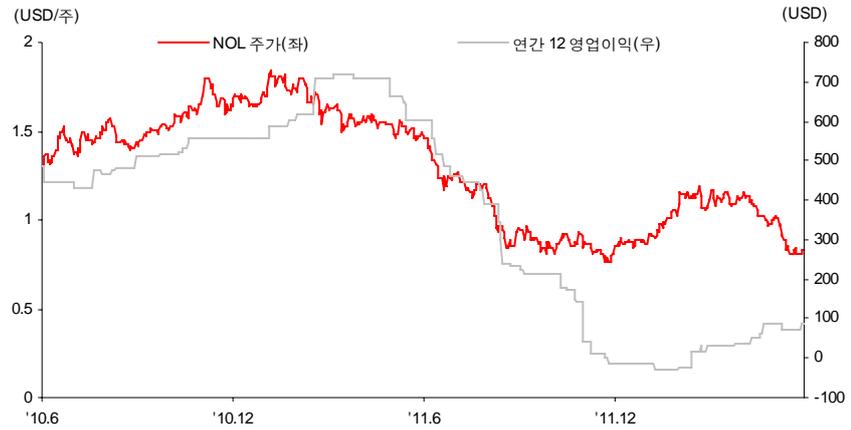


자료: fnguide, 유진투자증권



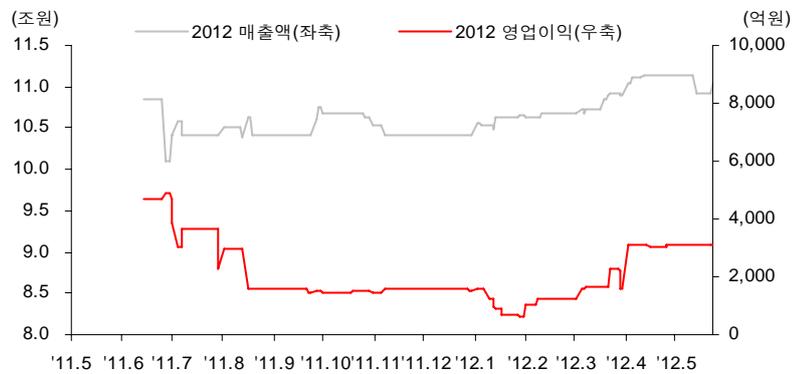
### I-4. 세계 컨테이너선사들 이익 추정치 상향 조정 중, 주가 다시 상승 전망

**도표 9 NOL의 2012년 영업이익의 전망치 컨센서스는 상향 조정 중**



자료: Bloomberg, 유진투자증권

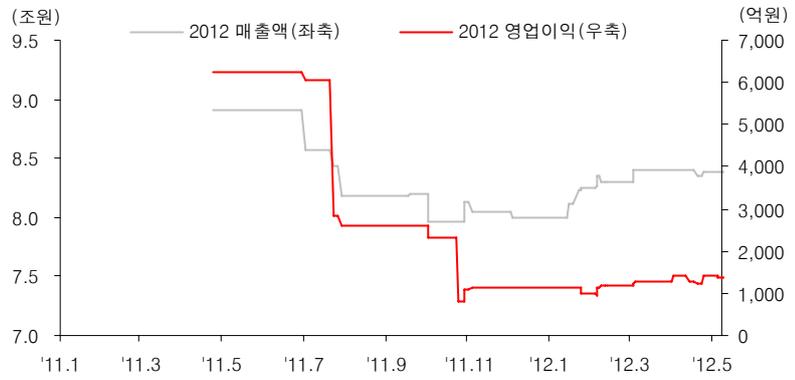
**도표 10 한진해운의 2012년 영업이익의 전망치 컨센서스는 상향 조정 중**



자료: Bloomberg, 유진투자증권



**도표 11 현대상선의 2012년 영업이익 전망치 컨센서스는 큰 변화 없음**



자료: Bloomberg, 유진투자증권

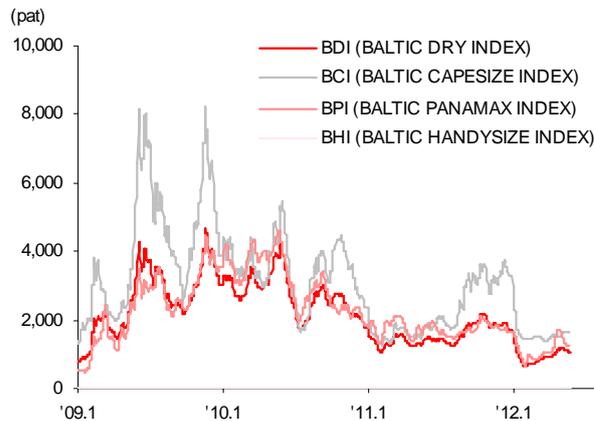


## II. 벌크 해운 운임(BDI)은 완만히 상승할 전망

### II-1. BDI는 2012년말에 벌크선사들의 영업이익 손익분기점 수준으로 상승할 전망

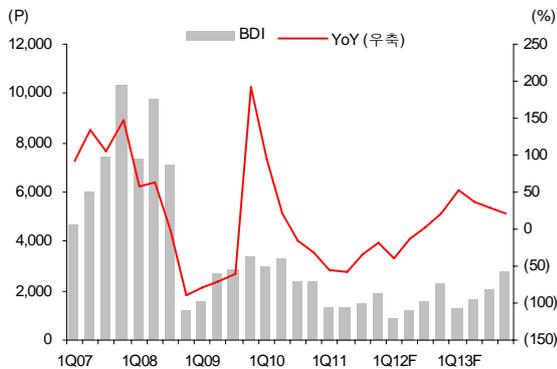
BDI는, 2012년 4분기에, 한국 벌크선사들의 영업이익 손익분기점으로 판단되는 1,500 ~ 2,000 points 이상으로 상승할 전망이다. 벌크 해운업 수급은 2011년 하반기 이후 이미 개선되고 있지만, 개선의 속도는 낮을 전망이다. 이유는, 여전히 수요인 벌크 물동량 증가율보다 공급인 벌크선 fleet 증가율이 높기 때문이다.

도표 12 BDI



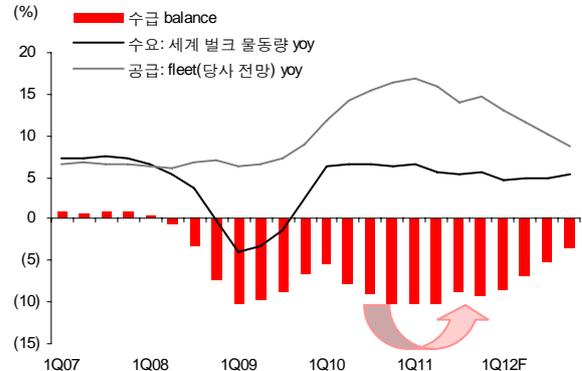
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 13 BDI 전망: 2012년 4Q에, BDI는 한국 벌크선사들의 영업이익 손익분기점인 1,500 ~ 2,000 points 이상 상승할 전망



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 14 벌크 해운업 수급: 2011년 2Q 이후 이미 개선 중, 그러나, BDI가 1,500~2,000 points 이상 상승하려면, 공급 증가율이 더 낮아져야 함



주: 수급 balance = 수요 증가율 - 공급 증가율  
자료: Clarksons, 유진투자증권



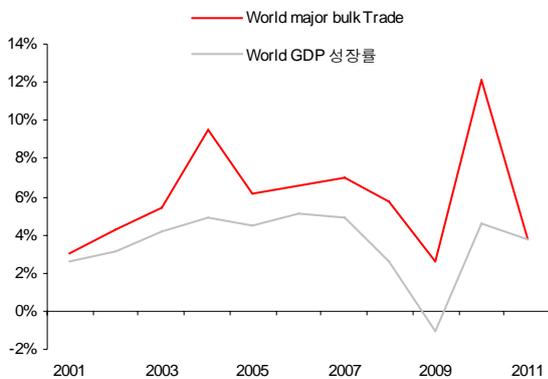
## II-2. 벌크 물동량(=수요) 증가율은 크게 높아지지 않을 전망

벌크 물동량 증가율은 2012년 하반기에는 크게 높아지지 않을 전망이다. 이유는 벌크 물동량 증가율은 세계 GDP 성장률의 1.5배인데, Bloomberg 세계 GDP 성장률 전망치 컨센서스에 따르면, 미국 GDP 성장률은 높아지지만, 유럽과 중국의 GDP 성장률이 낮아질 가능성이 있기 때문이다.

중국 철광석 재고량이 감소하고 있어, 단기적으로는 벌크 물동량 증가율이 높아질 가능성은 있지만, 중국의 본격적인 경기 부양 이전까지는 불확실성이 있는 것으로 판단된다.

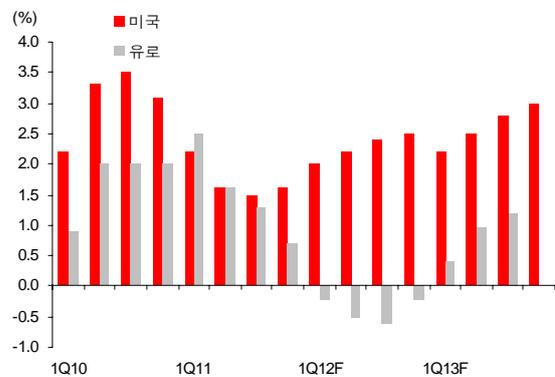
벌크 물동량 중 철광석과 석탄이 각각 1/3이며, 중국이 세계 철광석 수입량의 63%를 차지한다.

**도표 15 벌크 물동량 증가율은 세계 GDP 성장률의 1.5배**



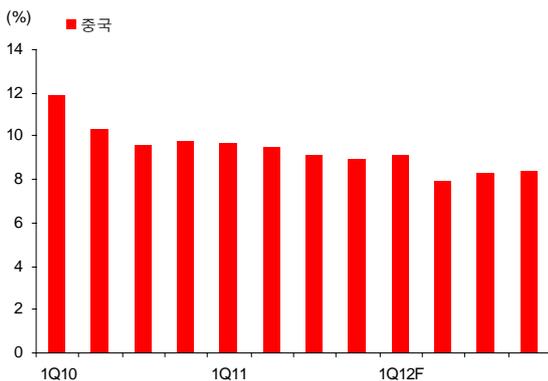
자료: Clarksons, Bloomberg, 유진투자증권

**도표 16 유로는 GDP 성장률은 4Q12 이후 높아질 전망**



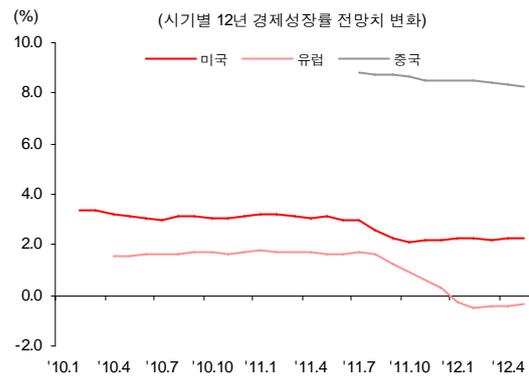
자료: Bloomberg, 유진투자증권

**도표 17 중국 경제 성장률 컨센서스: 점차 낮아지는 추세**



자료: Bloomberg, 유진투자증권

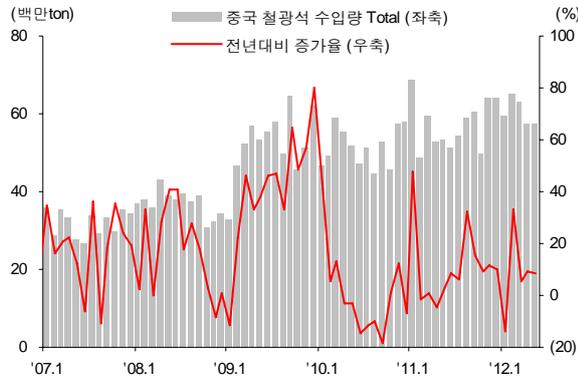
**도표 18 시기별 2012년 경제성장률 전망치 변화: 3월 이후 전망치의 큰 변동은 없는 것으로 판단**



자료: Bloomberg, 유진투자증권

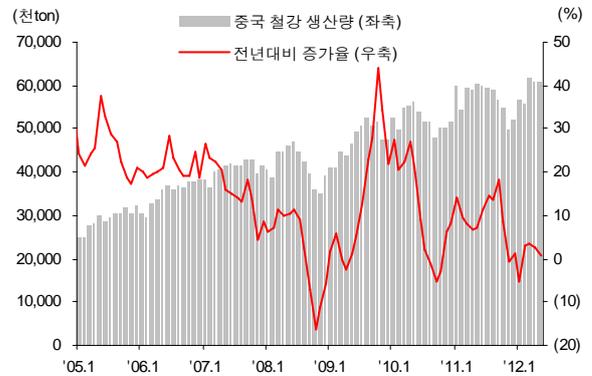


**도표 19 중국 철광석 수입량: 춘절 영향 제외하면, 전년 동월대비 증가율의 큰 변화는 아직 없음**



자료: Bloomberg, 유진투자증권

**도표 20 중국 철강 생산량: 전년동월대비 증가율이 점차 낮아지는 추세, 벌크 수요에 부정적**



자료: Bloomberg, 유진투자증권

**도표 21 중국 철광석 재고량: 철광석 재고량은 감소세로 전환, 벌크 수요에 긍정적**



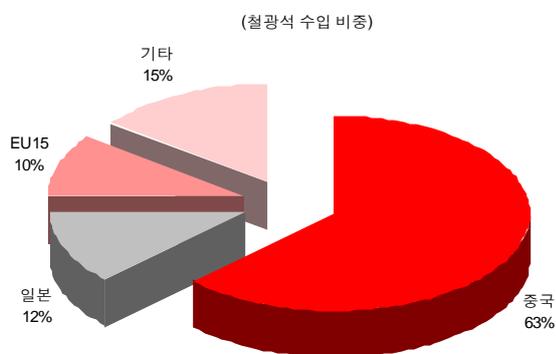
자료: Bloomberg, 유진투자증권

**도표 22 중국의 철강 생산량 대비 철광석 재고량도 감소 추세, 벌크 수요에 긍정적**



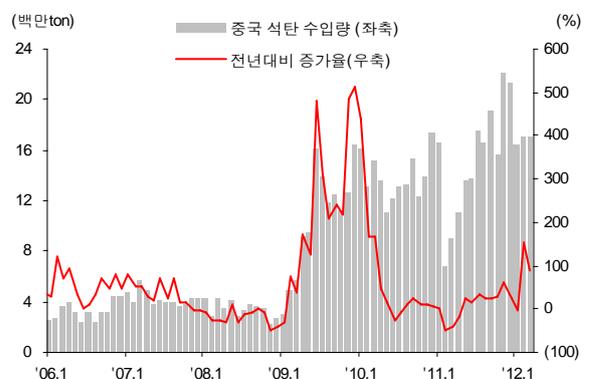
자료: Bloomberg, 유진투자증권

**도표 23 중국이 세계 철광석 물동량의 63%를 차지**



자료: Clarksons, 유진투자증권

**도표 24 중국 석탄 수입량: 2011년 초 감소에 의한 기저 효과를 제외하면, 전년동월대비 증가율의 큰 변화는 없는 것으로 판단**

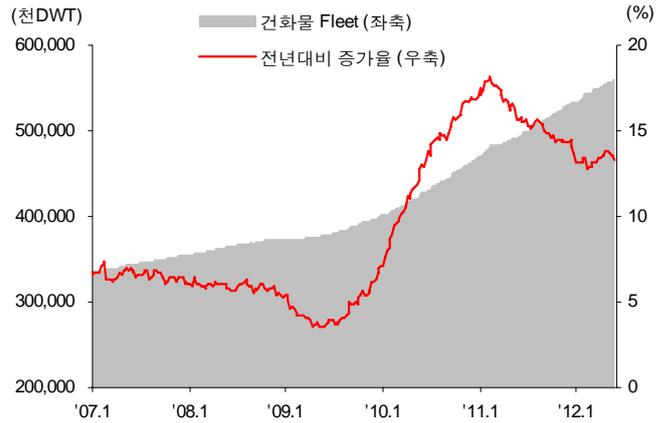


자료: Bloomberg, 유진투자증권



II-3. 벌크 공급(=fleet, 선복량) 증가율은 여전히 물동량 증가율보다는 높으며, 최근에 다시 높아졌음

도표 25 벌크선 Fleet 전년대비 증가율: 여전히 물동량 증가율에 비해 높으며, 최근 다시 높아져, 벌크 수급에 부정적



자료: Bloomberg, 유진투자증권



### III. 항공 주가는 주가 Driver들인 총 수송량과 IT제품 가격에 비해 저평가

#### III-1. 항공사 주가는 수송량에 비해 저평가, 2H12 수송량은 증가 전망

대한항공 주가는 수송량(=여객+화물)과 관련 있는데, 향후 상승할 가능성이 있는 것으로 판단된다. 이유는 (1) 향후 총 수송량(=여객+화물)은 점진적이지만 개선될 가능성이 있고, (2) 현재 주가는 수송량 부진을 이미 반영하여, 수송량에 비해 오차 범위 이내이지만 저평가되었기 때문이다.

2011년 이후 대한항공 주가 부진 이유 중 하나는, 여객 수송량은 증가했지만, 화물 수송량은 감소하여 총 수송량(=여객+화물)이 감소하고 있기 때문이다.

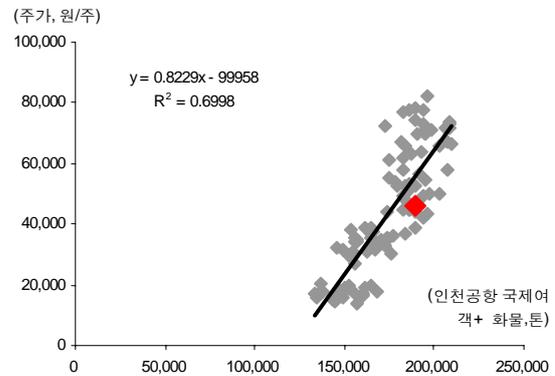
2H12 총 수송량은 소폭 증가할 전망이다. 국제여객 증가율은 한국 GDP 성장률의 평균 1.5배이기 때문에, 한국 GDP 성장률이 3~5%이므로, 2H12 국제여객 증가율은 4.5~7.5%이겠지만, 일본 원전 사고로 인한 기저효과 때문에, 이보다는 높은 10% 이상일 것으로 전망된다. 반면, 화물 수송량의 전년동기대비 감소율은 2~4월 평균과 비슷한 6.2%일 전망이고, DRAM 가격 상승 등으로 감소율은 향후 낮아질 것으로 예상되기 때문이다.

도표 26 2011년 이후 대한항공 주가 부진의 이유 중 하나는, 수송량(=여객+화물)이 감소



주: 국제여객은 0.1톤으로 가정  
자료: fnguide, 인천국제공항, 유진투자증권

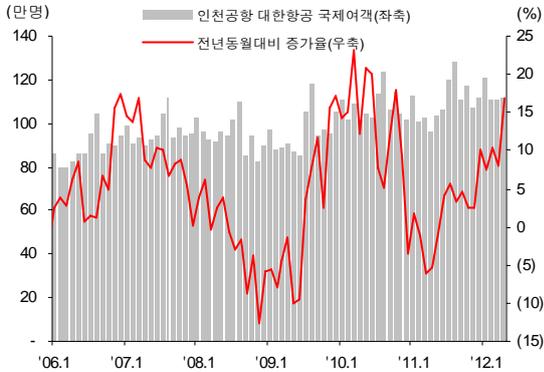
도표 27 대한항공 주가는 수송량(=여객+화물)과 관련 있는데, 현재 주가는 오차 범위 이내이지만 저평가



주1: 국제여객은 0.1톤으로 가정  
주2: 붉은 점은 6.1일 기준  
자료: fnguide, 인천국제공항, 유진투자증권

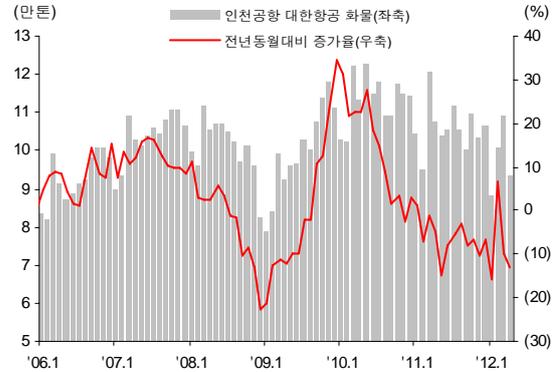


**도표 28 대한항공의 인천공항 국제여객 수송량은 2012년 4월에 16.9%yoy 증가하여, 3월의 8.0%yoy 증가보다, 증가율이 낮아졌음**



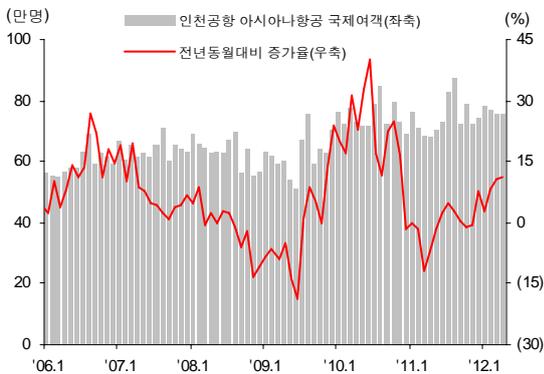
자료: 인천국제공항, 유진투자증권

**도표 29 대한항공의 인천공항 화물 수송량은 2012년 4월에 13.3%yoy 감소하여, 3월의 9.8%yoy 감소보다, 감소율이 높아졌음**



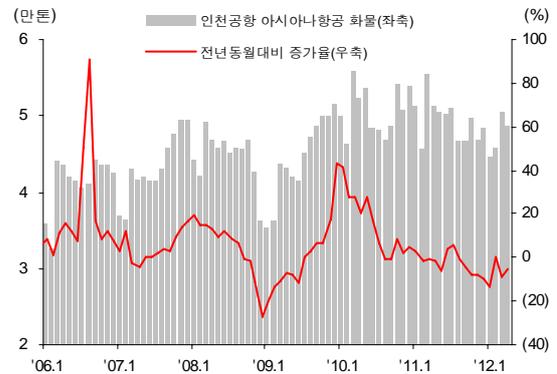
자료: 인천국제공항, 유진투자증권

**도표 30 아시아나항공의 인천공항 국제여객 수송량은 2012년 4월에 11.2%yoy 증가하여, 3월의 10.7%yoy 증가보다, 증가율이 높아졌음**



자료: 인천국제공항, 유진투자증권

**도표 31 아시아나항공의 인천공항 화물 수송량은 2012년 4월에 5.2%yoy 감소하여, 3월의 9.0%yoy 감소보다, 감소율이 낮아졌음**



자료: 인천국제공항, 유진투자증권



### III-2. 저가 항공사들에 의한 프리미엄 항공사들의 리스크는 작을 전망

아시아 프리미엄 항공사들의 저가항공사들에 의한 리스크는 크지 않은 것으로 판단된다. 이유는 아시아 항공시장은 독과점이어서 수송량 비중은 소폭 감소하겠지만, 여객 운임이 물가상승을 잘 반영하고 있어, 이익률은 크게 훼손되지 않을 전망이다. 미국과 유럽의 항공 시장은 시장 경쟁이기 때문에, 미국 항공사들의 실질 여객 운임은 지속적으로 하락하고 있다.

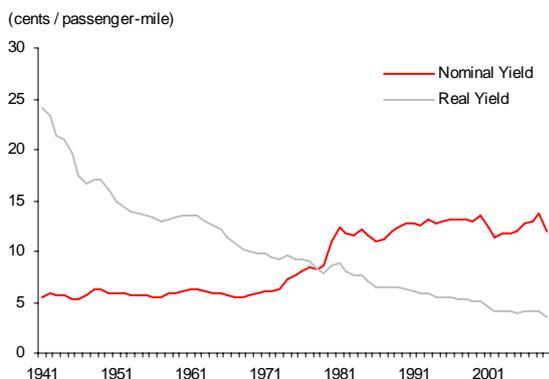
저가항공사들의 인천공항 국제여객 수송량 비중은 점차 증가하고 있지만, 프리미엄 항공사들의 국제여객 수송량 증가율도 점차 높아지고 있다.

도표 32 국내외 저가항공사들의 인천공항 국제여객 수송량 점유율은 4월 6.1%로, 3월의 5.4%와 비슷, 2011년 초 이후 상승률은 높아졌지만, 최근에는 점유율 상승 둔화



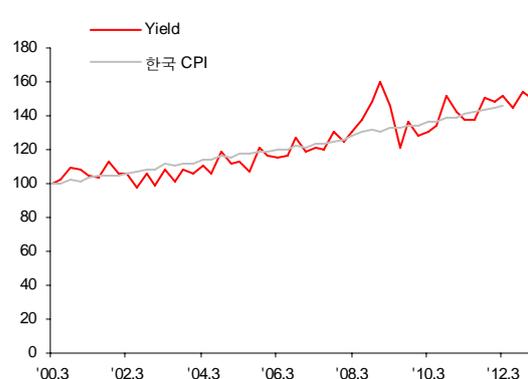
자료: 인천국제공항, 유진투자증권

도표 33 미국 항공 여객 운임 상승률이 물가 상승률보다 낮아, 실질 여객 운임은 지속 하락



자료: 미국 연방항공청, 유진투자증권

도표 34 반면, 대한항공 여객 운임은 물가 상승률만큼 상승



자료: 대한항공, 통계청, 유진투자증권

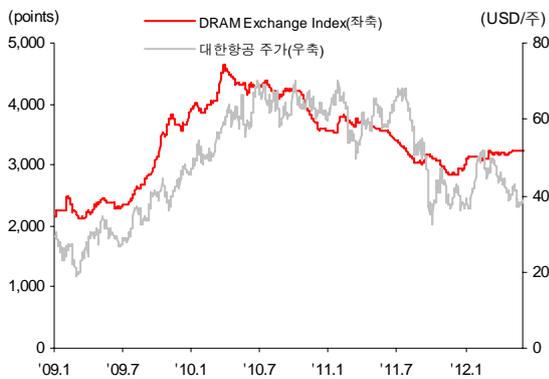


### III-3. 항공사 주가는 DRAM 가격과 비교하면, 저평가

대한항공 주가는 IT 제품 가격과 관련 있는데, 현재 주가는 DRAM 가격과 비교하면, 오차 범위 이내에서 저평가된 것으로 판단된다. 최근 DRAM 가격이 높아지고 있고, LCD panel 가격이 상승세로 전환한 점은 대한항공 주가 상승에 긍정적인 것으로 판단된다.

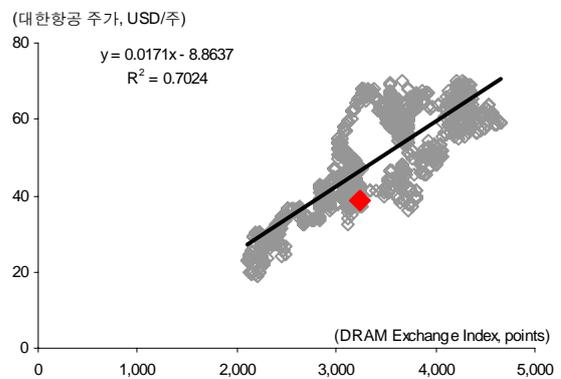
대한항공 주가가 IT 제품가격과 관련 높은 이유는 대한항공이 peer들인 Singapore Airline과 Cathay Pacific에 비해 상대적으로 화물 비중은 높고, 여객 비중은 작기 때문이다.

도표 35 대한항공 주가는 IT제품 가격과 관련 있는데, 최근 DRAM 가격이 높아지고 있어, 대한항공 주가 상승에 긍정적



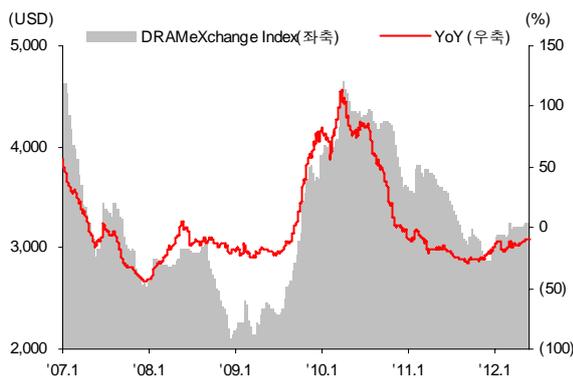
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 36 대한항공 주가는 DRAM 가격과 관련 있는데, 현재 주가는 DRAM 가격과 비교하면, 오차 범위 이내이지만 저평가 (2009년 1월 이후)



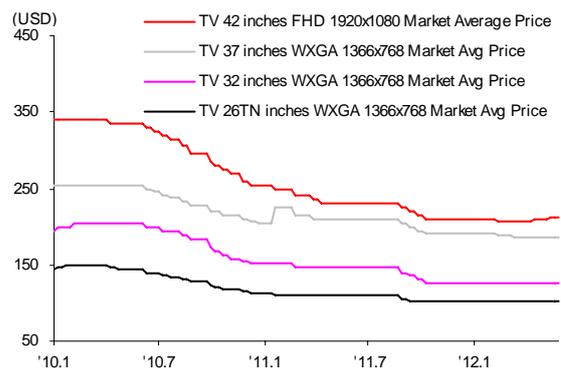
주: 붉은 점은 6.1일 기준  
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 37 DRAMeXchange Index



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 38 LCD panel 가격



자료: Bloomberg, 유진투자증권

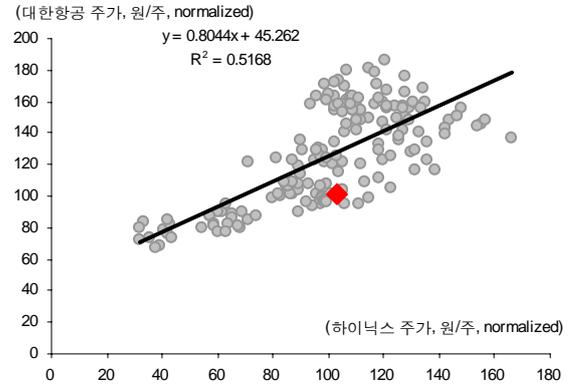


도표 39 대한항공 주가 vs. 하이닉스 주가



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 40 대한항공 주가는 하이닉스 주가에 비해, 오차 범위 이내 이지만, 저평가



주: 붉은 점은 6.1일 기준  
자료: Bloomberg, 유진투자증권



### III-4. 유가 하락은 연료비 감소 때문에 항공사 영업이익 증가에 긍정적이지만, 주가와는 큰 관련 없는 것으로 판단

항공유가가 10% 하락하면, 대한항공의 영업이익은 1,785억원 증가하는 효과가 있는 것으로 판단된다.

이유는 (1) 연료비는 5,100억원 (= 2012년 예상 연간 연료비 5.1조원\* 10%) 감소하고, (2) 여객 유류할증료는 3,315억원 (= 5,100억원 \* 유류할증료 cover 비율 65%) 감소하기 때문이다.

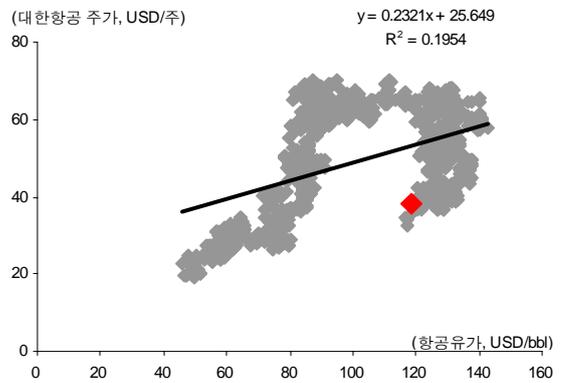
2009년 이후 주가는 유가와 큰 관련성을 보이지 않는 것으로 판단된다. 이유는 유류할증료 제도 도입 이후, 유가 변동에 의한 영업이익 변동액이 감소했기 때문이다.

도표 41 대한항공 주가는 2009년 이후에는 유가와 큰 관련이 없는 것으로 판단



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 42 대한항공 주가는 2009년 이후에는 유가와 큰 관련이 없는 것으로 판단



주: 붉은 점은 6.1일 기준  
자료: Bloomberg, 유진투자증권



## IV. Valuation

컨테이너 해운사들의 Bloomberg 컨센서스 기준 PBR은 해외 peer들과 비슷한 것으로 판단된다.

대한항공의 Bloomberg 컨센서스 기준 PBR은 해외 peer들보다 높지만, 대한항공 장부가에 포함되지 않은 S-Oil 지분가치가 BPS의 0.19배 (=대한항공 장부가에 포함되지 않은 S-Oil 지분 추가 가치 0.5조원 / 대한항공 1Q12말 장부가치 2.7조원) 이므로, PBR은 오히려 해외 peer보다 낮은 것으로 판단된다.

**도표 43 세계 컨테이너선사 Valuation (Bloomberg 컨센서스 기준)**

|      |                 | CODE              | PER (12F) | PER (13F)   | PER (14F)  | PBR (12f)  | PBR (13f)  |
|------|-----------------|-------------------|-----------|-------------|------------|------------|------------|
| 컨테이너 | 한진해운            | 117930 ks equity  |           |             |            | 0.9        | 0.8        |
|      | 현대상선            | 011200 ks equity  |           |             |            | 2.3        | 2.2        |
|      | NOL             | NOL sp equity     |           |             | 5.2        | 0.8        | 0.7        |
|      | Evergreen       | 2603 tt equity    |           | 8.8         | 7.5        | 0.8        |            |
|      | Yang Ming       | 2609 tt equity    |           |             | 6.0        | 1.2        |            |
|      | Orient Overseas | 316 HK equity     | 13.5      | 8.2         | 6.0        | 0.8        | 0.7        |
|      | China Cosco     | 1919 hk equity    |           |             | 7.1        | 0.8        | 0.8        |
|      | China Shipping  | 2866 hk equity    |           |             | 7.9        | 0.7        | 0.7        |
|      | A P Moller      | MAERSKB Dc equity | 8.5       | 7.5         | 6.5        | 0.7        | 0.7        |
|      | Regional        | rcl tb equity     |           |             |            |            |            |
|      | Wan Hai         | 2615 tt equity    | 24.2      | 13.9        | 8.7        |            |            |
|      | <b>평균</b>       |                   |           | <b>15.4</b> | <b>9.6</b> | <b>6.9</b> | <b>1.0</b> |

주: 추가 기준일 = '12.05.25  
자료: Bloomberg, 유진투자증권

**도표 44 세계 벌크선사 Valuation (Bloomberg 컨센서스 기준)**

|                      |                     | CODE             | PER(12E)       | PER(13E)    | PER(14E)    | PBR(12E)   | PBR(13E)   |            |
|----------------------|---------------------|------------------|----------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|
| 벌크                   | STX팬오션              | 028670 ks equity |                |             |             | 0.4        | 0.4        |            |
|                      | Dryships            | DRYS US EQUITY   | 8.4            | 7.4         | 3.3         | 0.3        | 0.2        |            |
|                      | Pacific Basin       | 2343 hk equity   | 24.5           | 7.8         | 7.8         | 0.6        | 0.5        |            |
|                      | Precious            | psl tb equity    | 24.8           | 14.3        | 12.7        | 1.0        | 1.0        |            |
|                      | U-Ming Marine       | 2606 tt equity   | 18.5           | 15.8        |             |            |            |            |
|                      | Malaysian Bulk      | mbc mk equity    | 15.9           | 13.5        | 19.4        | 0.9        | 0.9        |            |
|                      | Shipping Corp India | sci in equity    |                |             |             |            |            |            |
|                      | Cosco Shipping      | 600428 ch equity | 36.8           | 24.6        |             | 1.1        | 1.1        |            |
|                      | Chang Jiang         | 000520 ch equity |                |             |             |            |            |            |
|                      | Nanjing Water       | 600087 ch equity |                | 16.4        | 8.2         | 1.1        | 1.1        |            |
|                      | CMB CIE             | CMBBB Equity     | 7.8            | 7.8         |             | 0.7        | 0.6        |            |
|                      | Diana               | DSXUS Equity     | 10.6           | 28.8        | 14.0        | 0.5        | 0.5        |            |
|                      | Sincere             | 2605 tt equity   | 9.4            | 9.8         | 10.7        | 1.1        |            |            |
|                      | Excel               | EXMUS Equity     |                |             |             | 0.1        | 0.1        |            |
|                      | Eagle Bulk          | EGLEUS Equity    |                |             | 1.8         | 0.1        | 0.1        |            |
|                      | <b>평균</b>           |                  |                | <b>15.7</b> | <b>14.6</b> | <b>9.7</b> | <b>0.6</b> | <b>0.6</b> |
|                      | 일본                  | KAWASAKI KISEN   | 9107 JP equity |             |             | 4.9        | 0.4        | 0.4        |
| MOL                  |                     | 9104 JP equity   |                | 11.1        | 7.8         | 0.5        | 0.5        |            |
| NYK                  |                     | 9101 JP equity   |                | 9.3         | 6.5         | 0.6        | 0.5        |            |
| COSCO CORP SINGAPORE |                     | cos sp equity    | 15.2           | 15.2        | 12.5        | 1.5        | 1.4        |            |
| <b>평균</b>            |                     |                  | <b>15.2</b>    | <b>11.9</b> | <b>7.9</b>  | <b>0.7</b> | <b>0.7</b> |            |

주: 추가 기준일 = '12.05.25  
자료: Bloomberg, 유진투자증권



도표 45 세계 항공사 Valuation (Bloomberg 컨센서스 기준)

|        |                  | CODE               | PER(11E)       | PER(12E) | PER (13E) | PBR (11E) | PBR (12E) | PBR (13E) |     |
|--------|------------------|--------------------|----------------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----|
| 아시아    | 대한항공             | 003490 KS Equity   | 8.2            | 6.6      | 5.5       | 1.1       | 1.0       |           |     |
|        | 아시아나             | 020560 KS Equity   | 6.1            | 4.9      | 4.1       | 1.1       | 0.9       | 0.8       |     |
|        | Cathay           | 293 HK Equity      | 14.2           | 9.1      | 7.8       | 0.8       | 0.8       | 0.7       |     |
|        | Singapore        | SIA SP Equity      | 22.0           | 13.6     | 12.0      | 0.9       | 0.9       | 0.9       |     |
|        | ANA              | 9202 JP Equity     | 13.3           | 11.2     | 11.8      | 0.9       | 0.9       | 0.8       |     |
|        | China Airlines   | 2610 Tt Equity     | 20.9           | 11.4     |           | 1.0       | 1.0       |           |     |
|        | Eva              | 2618 Tt Equity     | 21.5           | 12.1     | 9.2       | 1.3       | 1.1       |           |     |
|        | Qantas           | QAN AU Equity      | 16.3           | 7.8      | 5.8       | 0.5       | 0.5       | 0.5       |     |
|        | Thai Airways     | THAI Tb Equity     |                | 7.7      | 5.2       | 0.7       | 0.6       | 0.6       |     |
|        | China Eastern    | 670 HK Equity      | 6.1            | 5.2      | 4.8       | 0.9       | 0.7       | 0.6       |     |
|        | China Southern   | 1055 HK Equity     | 7.5            | 6.9      | 6.1       | 0.8       | 0.7       | 0.6       |     |
|        | Air China        | 753 HK Equity      | 5.9            | 8.3      | 7.3       | 1.0       | 0.9       | 0.9       |     |
|        | Jet Airways      | JETIN IN Equity    |                |          | 0.0       | 28.7      | 5.6       | 0.0       |     |
|        | 평균               |                    |                | 12.9     | 8.7       | 6.6       | 3.1       | 1.2       | 0.6 |
|        | 저가항공:            | SKYMARK            | 9204 JP Equity |          |           |           |           |           |     |
| 아시아    | TIGER AIRWAYS    | TGR SP Equity      |                | 12.3     | 9.4       | 2.1       | 1.8       | 1.6       |     |
|        | AirAsia          | AIRA Mk Equity     | 10.8           | 9.2      | 7.9       | 1.9       | 1.6       | 1.3       |     |
|        | SPICEJET         | SJET IN Equity     |                |          |           |           |           |           |     |
|        | Virgin Blue      | VBA AU Equity      |                |          |           |           |           |           |     |
| 평균     |                  |                    | 10.8           | 10.7     | 8.6       | 2.0       | 1.7       | 1.5       |     |
| 미국, 유럽 | AMR              | AMR US Equity      |                |          |           |           |           |           |     |
|        | US Airways       | LCC US Equity      | 5.3            | 4.3      | 3.3       | 3.3       | 1.7       | 1.0       |     |
|        | Skywest          | SKYW US Equity     |                | 6.2      |           | 0.3       | 0.3       | 0.0       |     |
|        | Alaska           | ALK US Equity      | 7.3            | 6.6      | 6.2       | 1.6       | 1.3       | 1.1       |     |
|        | Deutsche         | LHA GR Equity      | 22.2           | 8.4      | 5.3       | 0.5       | 0.5       | 0.5       |     |
|        | Air France       | AF FP Equity       |                |          |           | 0.2       | 0.2       | 0.2       |     |
|        | Finnair          | FIA1S FH Equity    |                |          | 5.5       | 0.4       | 0.4       | 0.3       |     |
| 평균     |                  |                    | 11.6           | 6.4      | 5.1       | 1.1       | 0.7       | 0.5       |     |
| 저가항공:  | Southwest        | LUV US Equity      | 12.6           | 9.1      | 7.2       | 0.9       | 0.8       | 0.8       |     |
| 미국, 유럽 | JETBLUE          | JBLU US Equity     | 8.9            | 7.1      | 5.8       | 0.7       | 0.6       | 0.5       |     |
|        | WESTJET          | WJA CN Equity      | 11.7           | 9.8      | 7.5       | 1.4       | 1.3       | 1.1       |     |
|        | DART GROUP       | DTG LN Equity      | 4.6            | 4.4      | 4.5       |           |           |           |     |
|        | EASYJET PLC      | EZJ LN Equity      | 9.7            | 8.8      | 7.8       | 1.1       | 1.0       | 0.9       |     |
|        | NORWEGIAN AIR    | NAS NO Equity      | 7.5            | 5.9      | 4.6       | 1.3       | 1.0       | 0.8       |     |
|        | AIR BERLIN       | AB1 GR Equity      |                |          |           | 1.0       | 1.4       |           |     |
|        | CIMBER STERLING  | CIMBER DC Equity   |                |          |           |           |           |           |     |
|        | VUELING          | VLG SM Equity      | 9.4            | 6.6      | 4.6       | 0.6       | 0.6       |           |     |
|        | Ryanair Holdings | RYA ID Equity      | 12.4           | 10.9     | 8.7       | 1.7       | 1.5       | 1.2       |     |
|        | 평균               |                    |                | 9.6      | 7.8       | 6.3       | 1.1       | 1.0       | 0.9 |
| 저가항공:  | GOL              | GOLL4 BZ Equity    |                | 14.8     | 7.2       | 1.0       | 1.0       |           |     |
| 기타     | AIR ARABIA       | AIRARABI UH Equity | 10.9           | 9.0      | 7.8       | 0.5       | 0.5       | 0.5       |     |
|        | JAZEERA          | JAZEERA KK Equity  | 7.9            | 6.8      | 5.1       | 2.3       | 1.7       |           |     |
|        | 1TIME HOLDINGS   | 1TM.SJ Equity      |                |          |           |           |           |           |     |
| 평균     |                  |                    | 9.4            | 10.2     | 6.7       | 1.3       | 1.1       | 0.5       |     |
| 총평균    |                  |                    | 10.9           | 8.8      | 6.7       | 1.7       | 1.1       | 0.8       |     |

주: 추가 기준일 = '12.5.25

자료: Bloomberg, 유진투자증권



**EUGENE**  
your best  
partner.



## 기업분석

### 한진해운(117930.KS)

BUY(유지) / TP 28,000원(유지)  
주가는 컨테이너 운임지수에 비해 저평가

### 현대상선(011200.KS)

BUY(유지) / TP 43,000원(유지)  
컨테이너 운임지수에 비해 주가 저평가

### 대한항공(003490.KS)

BUY(유지) / TP 51,000원(유지)  
화물 수송량 점진적으로 증가할 전망

your best  
partner  
유진투자증권



# 한진해운(117930.KS)

유틸리티/운송 담당 주익찬

Tel. 368-6099 / icjoo@eugenefn.com

## 주가는 컨테이너 운임지수에 비해 저평가

- 컨테이너 운임이 최근 하락세로 전화되었지만, 성수기까지 컨테이너 운임 하락 리스크는 크지 않은 것으로 판단
  - Spot 운임을 나타내는 SCFI(Shanghai Containerized Freight Index) 컨테이너 운임지수는 4주간 누적 7.6% 하락, 장기와 spot의 평균을 나타내는 CCFI(Chinese Containerized Freight Index)도 2주간 누적 0.8% 하락
  - 최근 유럽 경제 성장 둔화에 의한 아시아-유럽 물동량 증가율 둔화 우려 때문
  - 향후 운임 하락 리스크는 크지 않은 것으로 판단
  - 이유는, 최근의 운임 상승은 세계 경기 회복에 의한 물동량 증가 영향보다, 선사들의 선속 하락 등 공급 조절 영향이 더 큰데, 아직은 선사들의 공급조절이 잘 되고 있기 때문
- 추세적인 선속(speed) 하락은 컨테이너선사들의 공급 조절 의지가 강함을 의미
  - 발주량은 장기적으로, 선속은 단기적으로, 해운사들이 수급을 조절하는 방법
  - 선속은 여전히 전년대비 하락 중
- 최근 선박유가 하락이 컨테이너 운임 하락의 부정적 영향을 일부 상쇄
  - 선박유가(싱가폴 380C 기준)는 고점이었던, 3월 USD740/톤에서 지난주 USD614/톤으로 20.5% 하락
  - 연평균 선박유가가 10% 하락하면, 연료비는 2,400억원(=연간 연료비 2.4조원 \* 10%) 감소 효과
  - 이는 연평균 컨테이너 운임 2.1%(=한진해운 연간 예상 연료비 2.4조원 / 한진해운 연간 예상 매출액 11.5\*10%) 상승하는 효과
- 한진해운 주가는 컨테이너 이익 지수에 비해 저평가
  - 컨테이너 이익지수는 (컨테이너 운임-수송량 당 유류비)로, 4월말까지는 컨테이너 운임 상승으로 2012년 초에 비해 급격히 상승
  - 5월 중순부터는 컨테이너 운임은 하락했지만, 유가 하락으로 컨테이너 이익 지수는 크게 하락하지 않았음
  - 컨테이너 이익지수와 관련있는 한진해운 주가는 3월 초 대비 2011년 12월~2012년 2월 상승분의 절반 하락하여, 주가 상승 가능성은 더욱 높은 것으로 판단

## BUY(유지)

목표주가(12M, 유지) 28,000원  
현재주가(6/1) 13,050원

| Key Data        | (기준일: 2012. 6. 1) |
|-----------------|-------------------|
| KOSPI(pt)       | 1,834.5           |
| KOSDAQ(pt)      | 472.1             |
| 액면가(원)          | 5,000             |
| 시가총액(십억원)       | 1,631.3           |
| 52주 최고/최저(원)    | 23,986 / 7,950    |
| 52주 일간 Beta     | 2.02              |
| 발행주식수(천주)       | 125,000           |
| 평균거래량(3M, 천주)   | 1,828             |
| 평균거래대금(3M, 백만원) | 27,810            |
| 외국인 지분율(%)      | 20.4              |
| 주요주주 지분율(%)     |                   |
| (주)한진해운홀딩스외4인   | 36.3              |

## Company Performance

| 주가수익률(%)       | 1M    | 3M    | 6M   | 12M   |
|----------------|-------|-------|------|-------|
| 절대수익률          | -16.1 | -24.3 | 34.7 | -44.5 |
| KOSPI 대비 상대수익률 | -8.6  | -14.7 | 38.9 | -30.2 |

## Financial Data (IFRS 연결 기준)

| 결산기(12월)      | 2011    | 2012F    | 2013F    |
|---------------|---------|----------|----------|
| 매출액(십억원)      | 9,523.3 | 11,285.5 | 11,788.5 |
| 영업이익(십억원)     | -492.6  | 592.2    | 883.3    |
| 세전계속사업손익(십억원) | -815.3  | 264.7    | 635.6    |
| 당기순이익(십억원)    | -823.9  | 189.9    | 572.0    |
| EPS(원)        | -6,591  | 1,519    | 4,576    |
| PER(배)        | -1.7    | 8.9      | 2.9      |
| ROE(%)        | -40.7   | 8.6      | 20.5     |
| PBR(배)        | 0.7     | 0.8      | 0.6      |

자료: 유진투자증권



도표 46 한진해운 수익 추정 모델 (IFRS 연결)

|                     |        | 1Q11         | 2Q11         | 3Q11         | 4Q11         | 1Q12         | 2Q12F        | 3Q12F        | 4Q12F        | 11           | 12F          | 13F          |
|---------------------|--------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| KRW                 | 원/USD  | 1,119        | 1,083        | 1,084        | 1,145        | 1,131        | 1,141        | 1,120        | 1,120        | 1,108        | 1,128        | 1,100        |
| YoY                 | %      | -2.2%        | -7.3%        | -8.2%        | 1.0%         | 1.1%         | 5.3%         | 3.2%         | -2.2%        | -4.2%        | 1.8%         | -2.5%        |
| (한진해운+NOL+OOIL) 물동량 | 천 TEU  | 3,654        | 3,723        | 4,067        | 4,400        | 3,788        | 3,736        | 4,632        | 3,933        | 15,414       | 16,089       | 17,077       |
| 아시아-미주              | 천 TEU  | 1,269        | 1,185        | 1,559        | 1,517        | 1,335        | 1,247        | 1,655        | 1,398        | 5,318        | 5,635        | 6,020        |
| 아시아-유럽              | 천 TEU  | 770          | 829          | 923          | 971          | 774          | 833          | 924          | 792          | 3,301        | 3,323        | 3,488        |
| YoY                 | %      | 11.8         | 8.6          | 15.5         | 12.3         | 3.7          | 0.4          | 13.9         | -0.9         | 9.0          | 4.4          | 6.1          |
| QoQ                 | %      | -6.8         | 1.9          | 9.2          | 8.2          | -4.6         | -1.4         | 24.0         | -15.1        |              |              |              |
| 세계 컨테이너 Fleet       | 백만FEU  | 14.2         | 14.4         | 14.9         | 15.1         | 15.3         | 15.5         | 16.0         | 16.2         | 15.1         | 16.2         | 17.1         |
| YoY                 | %      | 9.7          | 9.4          | 9.9          | 7.7          | 8.0          | 7.6          | 7.3          | 7.0          | 7.7          | 7.0          | 5.8          |
| CCFI 평균 운임          | \$/FEU | <b>2,096</b> | <b>2,012</b> | <b>1,974</b> | <b>1,855</b> | <b>1,931</b> | <b>2,549</b> | <b>2,563</b> | <b>2,035</b> | <b>1,984</b> | <b>2,270</b> | <b>2,224</b> |
| YoY                 | %      | -3.7         | -11.0        | -17.8        | -16.5        | -7.9         | 26.7         | 29.9         | 9.7          | -12.4        | 14.4         | -2.0         |
| QoQ                 | %      | -5.6         | -4.0         | -1.9         | -6.0         | 4.1          | 32.0         | 0.5          | -20.6        |              |              |              |
| 컨테이너 수송량            | 천 FEU  | <b>473</b>   | <b>540</b>   | <b>549</b>   | <b>522</b>   | <b>507</b>   | <b>556</b>   | <b>594</b>   | <b>567</b>   | <b>2,084</b> | <b>2,224</b> | <b>2,414</b> |
| YoY                 | %      | 15.6         | 13.2         | 12.3         | 9.1          | 7.4          | 3.0          | 8.2          | 8.6          | 12.4         | 6.8          | 8.5          |
| QoQ                 | %      | -1.2         | 14.2         | 1.7          | -4.9         | -2.8         | 9.6          | 6.9          | -4.5         | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 컨테이너 운임             | 천원/FEU | 3,822        | 3,566        | 3,605        | 3,647        | 3,550        | 4,726        | 4,921        | 3,948        | 3,660        | 4,286        | 4,161        |
| YoY                 | %      | 0.7          | -12.7        | -25.0        | -11.6        | -7.1         | 32.5         | 36.5         | 8.3          | -12.9        | 17.1         | -2.9         |
| QoQ                 | %      | -7.4         | -6.7         | 1.1          | 1.2          | -2.7         | 33.1         | 4.1          | -19.8        | -12.9        | 17.1         | -2.9         |
| 매출액                 | 십억원    | 2,275        | 2,392        | 2,469        | 2,387        | 2,264        | 2,998        | 3,327        | 2,696        | 9,523        | 11,286       | 11,788       |
| 컨테이너                | 십억원    | 1,807        | 1,926        | 1,979        | 1,904        | 1,801        | 2,627        | 2,923        | 2,239        | 7,615        | 9,591        | 10,076       |
| 벌크합계                | 십억원    | 397          | 397          | 389          | 371          | 380          | 371          | 404          | 457          | 1,554        | 1,611        | 1,712        |
| 연료비                 | 십억원    | 518          | 557          | 564          | 545          | 522          | 594          | 567          | 540          | 2,298        | 2,223        | 2,252        |
| YoY                 | %      | 33.7         | 28.7         | 32.8         | 27.6         | 0.6          | 6.6          | 0.5          | -17.9        | 37.3         | -3.3         | 93.9         |
| QoQ                 | 0      | 21.3         | 7.4          | 1.3          | -3.4         | -20.7        | 13.8         | -4.4         | -4.8         |              |              |              |
| 유류소비량               | 1000MT | 864          | 843          | 853          | 805          | 712          | 842          | 877          | 854          | 3,532        | 3,285        | 3,653        |
| YoY                 | %      | 4.5          | -10.1        | -10.9        | -8.1         | -17.6        | -0.2         | 2.8          | -12.0        | -1.8         | -7.0         | 11.2         |
| QoQ                 | 0      | -1.3         | -2.4         | 1.2          | -5.7         | -26.7        | 18.3         | 4.2          | -2.6         |              |              |              |
| 유류단가                | USD/MT | 600          | 660          | 661          | 677          | 733          | 705          | 647          | 633          | 650          | 679          | 617          |
| YoY                 | 0      | 27.9         | 43.1         | 48.9         | 38.7         | 22.1         | 6.7          | -2.2         | -6.7         | 39.5         | 4.5          | -9.2         |
| QoQ                 | 0      | 22.9         | 10.1         | 0.1          | 2.4          | 8.2          | -3.8         | -8.2         | -2.2         |              |              |              |
| 영업이익                | 십억원    | <b>-18</b>   | <b>-170</b>  | <b>-135</b>  | <b>-169</b>  | <b>-218</b>  | <b>285</b>   | <b>543</b>   | <b>-17</b>   | <b>-493</b>  | <b>592</b>   | <b>883</b>   |
| 컨테이너                | 십억원    | -31          | -172         | -170         | -177         | -238         | 282          | 541          | -20          | -550         | 565          | 872          |
| 벌크합계                | 십억원    | 19           | -2           | 32           | 2            | 10           | 2            | 3            | 3            | 52           | 18           | 11           |
| 영업이익률               | %      | -0.8         | -7.1         | -5.5         | -7.1         | -9.6         | 9.5          | 16.3         | -0.6         | -5.2         | 5.2          | 7.5          |
| 컨테이너                | %      | -1.7         | -8.9         | -8.6         | -9.3         | -13.2        | 10.7         | 18.5         | -0.9         | -7.2         | 5.9          | 8.7          |
| 벌크합계                | %      | 4.9          | -0.4         | 8.2          | 0.5          | 2.7          | 0.6          | 0.6          | 0.6          | 3.4          | 1.1          | 0.6          |

자료: Bloomberg, 한진해운, 유진투자증권



# 현대상선(011200.KS)

유틸리티/운송 담당 주익찬

Tel. 368-6099 / icjoo@eugenefn.com

## 컨테이너 운임지수에 비해 주가 저평가

- 컨테이너 운임이 최근 하락세로 전화되었지만, 컨테이너 운임은 여전히 과거에 비해 최고 수준
  - 최근 운임 하락은 유럽 경제 성장 둔화에 의한 물동량 증가율 둔화 우려 때문
  - 그러나, 향후 운임 하락 리스크는 크지 않은 것으로 판단
  - 이유는, 최근의 운임 상승은 세계 경기 회복에 의한 물동량 증가 영향보다, 선사들의 선속 하락 등 공급 조절 영향이 더 큰데, 아직은 선속이 지속 하락하고 있어, 선사들의 공급조절이 잘 되고 있는 것으로 판단되기 때문
  - 발주량은 장기적으로, 선속은 단기적으로, 해운사들이 수급을 조절하는 방법
- 선박유가 하락은 컨테이너 운임 하락의 영향을 일부 상쇄
  - 선박유가(싱가폴 380C 기준)는 고점이었던, 3월 USD740/톤에서 지난주 USD614/톤으로 20.5% 하락
  - 연평균 선박유가가 10% 하락하면, 연료비는 2,400억원(=연간 연료비 2.4조원 \* 10%) 감소 효과
- 동사의 PBR은 해외 peer들 보다 높지만, 지배구조 이슈 등으로 프리미엄 지속 전망
  - 동사의 PBR은, 지분 경쟁 등으로, 타 컨테이너선사들 평균 PBR의 2배 정도에서 형성
  - PBR은 타사보다 높은 편이지만, 주가는 컨테이너 이익지수는 (컨테이너 운임-수송량 당 유류비)와 관련
  - 컨테이너 이익지수는 4월말까지는 컨테이너 운임 상승으로 2012년 초에 비해 급격히 상승
  - 5월 중순부터는 컨테이너 운임은 하락했지만, 유가 하락으로 크게 하락하지 않았음
  - 반면 주가는 같이 기간 동안 하락하여, 컨테이너 이익지수에 비해 저평가

## BUY(유지)

목표주가(12M, 유지) 43,000원  
현재주가(6/1) 25,450원

| Key Data               | (기준일: 2012. 6. 1) |
|------------------------|-------------------|
| KOSPI(pt)              | 1,834.5           |
| KOSDAQ(pt)             | 472.1             |
| 액면가(원)                 | 5,000             |
| 시가총액(십억원)              | 3,646.3           |
| 52주 최고/최저(원)           | 33,900 / 21,750   |
| 52주 일간 Beta            | 1.29              |
| 발행주식수(천주)              | 143,273           |
| 평균거래량(3M,천주)           | 123               |
| 평균거래대금(3M,백만원)         | 3,481             |
| 외국인 지분율(%)             | 15.8              |
| 주요주주 지분율(%)            |                   |
| 현대엘리베이터(주)와19인         | 27.7              |
| 현대건설                   | 7.7               |
| Nexgen Capital Limited | 5.8               |

## Company Performance

| 주가수익률(%)      | 1M    | 3M    | 6M  | 12M   |
|---------------|-------|-------|-----|-------|
| 절대수익률         | -11.5 | -18.7 | 1.0 | -25.4 |
| KOSPI 대비상대수익률 | -4.0  | -9.0  | 5.3 | -11.0 |

## Financial Data (IFRS 연결 기준)

| 결산비(12월)      | 2011    | 2012F   | 2013F   |
|---------------|---------|---------|---------|
| 매출액(십억원)      | 7,420.8 | 8,942.1 | 9,197.0 |
| 영업이익(십억원)     | -414.6  | 416.1   | 633.4   |
| 세전계속사업손익(십억원) | -510.1  | 420.4   | 339.0   |
| 당기순이익(십억원)    | -534.3  | 420.4   | 339.0   |
| EPS(원)        | -3,729  | 2,934   | 2,366   |
| PER(배)        | -6.7    | 8.5     | 10.6    |
| ROE(%)        | -30.6   | 100.0   | 44.6    |
| PBR(배)        | 2.1     | 8.5     | 4.7     |

자료: 유진투자증권



도표 47 현대상선 수익 추정 모델 (IFRS 연결)

|                     |               | 1Q11         | 2Q11         | 3Q11         | 4Q11        | 1Q12        | 2Q12F      | 3Q12F      | 4Q12F      | 11P         | 12F        | 13F        |
|---------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|-------------|------------|------------|
| KRW (average)       | 원/USD         | 1,119        | 1,083        | 1,084        | 1,145       | 1,131       | 1,141      | 1,120      | 1,120      | 1,108       | 1,128      | 1,100      |
| YoY                 | %             | -2.2%        | -7.3%        | -8.2%        | 1.0%        | 1.1%        | 5.3%       | 3.2%       | -2.2%      | -4.2%       | 1.8%       | -2.5%      |
| (한진해운+NOL+OOIL) 물동량 | 천 TEU         | 3,654        | 3,723        | 4,067        | 4,400       | 3,788       | 3,736      | 4,632      | 3,933      | 15,414      | 16,089     | 17,077     |
| 아시아-미주              | 천 TEU         | 1,269        | 1,185        | 1,559        | 1,517       | 1,335       | 1,247      | 1,655      | 1,398      | 5,318       | 5,635      | 6,020      |
| 아시아-유럽              | 천 TEU         | 770          | 829          | 923          | 971         | 774         | 833        | 924        | 792        | 3,301       | 3,323      | 3,488      |
| YoY                 | %             | 11.8         | 8.6          | 15.5         | 12.3        | 3.7         | 0.4        | 13.9       | -0.9       | 9.0         | 4.4        | 6.1        |
| QoQ                 | %             | -6.8         | 1.9          | 9.2          | 8.2         | -4.6        | -1.4       | 24.0       | -15.1      | 0.0         | 0.0        | 0.0        |
| 세계 컨테이너 Fleet       | 백만TEU         | 14.2         | 14.4         | 14.9         | 15.1        | 15.3        | 15.5       | 16.0       | 16.2       | 15.1        | 16.2       | 17.1       |
| YoY                 | %             | 9.7          | 9.4          | 9.9          | 7.7         | 8.0         | 7.6        | 7.3        | 7.0        | 7.7         | 7.0        | 5.8        |
| <b>CCFI 평균 운임</b>   | <b>\$/FEU</b> | <b>2,096</b> | <b>2,012</b> | <b>1,974</b> | 1,855       | 1,931       | 2,549      | 2,563      | 2,035      | 1,984       | 2,270      | 2,224      |
| YoY                 | %             | -3.7         | -11.0        | -17.8        | -16.5       | -7.9        | 26.7       | 29.9       | 9.7        | -12.4       | 14.4       | -2.0       |
| QoQ                 | %             | -5.6         | -4.0         | -1.9         | -6.0        | 4.1         | 32.0       | 0.5        | -20.6      |             |            |            |
| 컨테이너 수송량            | 천 FEU         | 357          | 370          | 387          | 365         | 354         | 368        | 448        | 385        | 1,479       | 1,556      | 1,663      |
| YoY                 | %             | 16.5         | 2.9          | 0.7          | -9.2        | -0.8        | -0.4       | 15.8       | 5.6        | 1.8         | 5.2        | 6.9        |
| QoQ                 | %             | -11.2        | 3.5          | 4.7          | -5.7        | -3.0        | 3.9        | 21.8       | -14.0      |             |            |            |
| 컨테이너 운임(USD)        | 천원/FEU        | 3,208        | 3,241        | 3,214        | 3,187       | 3,097       | 4,164      | 4,185      | 3,403      | 12,848      | 14,849     | 14,731     |
| YoY                 | %             | 5.0          | -3.9         | -12.6        | -7.3        | -3.4        | 28.5       | 30.3       | 6.8        | 279.5       | 15.6       | -0.8       |
| QoQ                 | %             | -6.7         | 1.0          | -0.8         | -0.8        | -2.8        | 34.4       | 0.5        | -18.7      | 0.0         | 0.0        | 0.0        |
| 매출액                 | 십억원           | 1,698        | 1,856        | 1,892        | 1,959       | 1,801       | 2,356      | 2,708      | 2,077      | 7,421       | 8,942      | 9,197      |
| 컨테이너                | 십억원           | 1,281        | 1,297        | 1,349        | 1,332       | 1,240       | 1,748      | 2,100      | 1,469      | 5,259       | 6,557      | 6,765      |
| 벌크                  | 십억원           | 365          | 500          | 488          | 573         | 561         | 573        | 573        | 573        | 1,926       | 2,280      | 2,292      |
| 기타                  | 십억원           | 174          | 214          | 218          | 278         | 246         | 0          | 0          | 0          | 884         | 246        | 0          |
| <b>영업이익</b>         | <b>십억원</b>    | <b>-27</b>   | <b>-50</b>   | <b>-99</b>   | <b>-176</b> | <b>-201</b> | <b>217</b> | <b>411</b> | <b>-11</b> | <b>-415</b> | <b>416</b> | <b>633</b> |
| 컨테이너                | 십억원           | 26           | -47          | -75          | -184        | -172        | 254        | 447        | 26         | -280        | 555        | 780        |
| 벌크                  | 십억원           | -54          | -26          | -19          | 13          | -29         | -3         | -3         | -3         | -86         | -38        | -12        |
| 기타                  | 십억원           | -36          | -2           | -2           | 34          | -7          | 0          | 0          | 0          | -6          | -7         | 0          |
| 영업이익률               | %             | -1.6         | -2.7         | -5.2         | -9.0        | -11.2       | 9.2        | 15.2       | -0.5       | -5.6        | 4.7        | 6.9        |
| 컨테이너                | %             | 2.0          | -3.6         | -5.6         | -13.8       | -13.9       | 14.5       | 21.3       | 1.8        | -5.3        | 8.5        | 11.5       |
| 벌크                  | %             | -14.8        | -5.2         | -3.9         | 2.3         | -5.2        | -0.5       | -0.5       | -0.5       | -4.5        | -1.7       | -0.5       |

자료: Bloomberg, 현대상선, 유진투자증권



# 대한항공(003490.KS)

유틸리티/운송 담당 주익찬

Tel. 368-6099 / icjoo@eugenefn.com

## 화물 수송량 점진적으로 증가할 전망

- 투자 의견 BUY 유지 이유: (1) 대한항공 주가는 (여객+화물) 수송량과 DRAM 가격에 비해 저평가, (2) 수송량 증가하고, (3) DRAM 가격 상승 가능성
  - 대한항공 주가는 총 수송량(=여객+화물), DRAM 가격과 관련 있는데, 현재의 부정적 업황이 이미 반영되어, 주가는 저평가
  - 2H12 총 수송량(=여객+화물)은 점진적이지만 증가할 가능성
  - 이유는 2H12 국제여객 증가율은, 2011년 일본 원전 사고로 인한 기저효과로, 10% 이상일 전망이고, 화물 수송량 감소율은, DRAM과 LCD panel 가격 상승 등으로, 2~4월 평균인 6.2% 감소보다 낮아질 것으로 예상되어, 여객 수송량 증가 효과가 화물 수송량 감소 영향보다 클 것으로 전망되기 때문
  - 2011년 이후 대한항공 주가 부진 이유 중 하나는, 여객 수송량은 증가했지만, 화물 수송량은 감소하여 총 수송량(=여객+화물)이 감소하고 있기 때문
- 최근 DRAM 가격과, LCD panel 가격이 상승은 대한항공 주가 상승에 긍정적
  - 대한항공 주가가 IT 제품가격과 관련 높은 이유는 대한항공이 peer들인 Singapore Airline과 Cathay Pacific에 비해 상대적으로 화물 비중이 높기 때문
- S-Oil 지분 가치로 인해, 실질 장부가치는 0.5조원 더 많은 것으로 판단
  - 대한항공의 실질 장부가치는, S-Oil 보유지분으로 인해, 재무제표의 장부가치보다 0.5조원(=한진에너지 시가 평가 지분가치 1.7조원 - 대한항공 장부에 반영된 한진에너지 지분가치 1.2조원) 더 많은 것으로 판단
  - 1H12에는, 대한항공 주가 driver로 작용했던 S-Oil 주가는 2월 고점 대비 절반 가까이 하락하여, 대한항공 주가 driver로서의 역할은 약화
  - 그러나, S-Oil 주가 추가 하락은 제한적이며 향후 상승 가능성 있는 것으로 판단
  - 이유는 S-Oil의 현재 주가 기준 2012년 예상 배당 수익률이 5.4%로 일반적인 금융 수익률보다 높은 편이기 때문
  - 대한항공의 Bloomberg 컨센서스 기준 PBR은 해외 peer들보다 높지만, 대한항공 장부가에 포함되지 않은 S-Oil 지분가치가 BPS의 0.19배 (=대한항공 장부가에 포함되지 않은 S-Oil 지분 추가 가치 0.5조원 / 대한항공 1Q12말 장부가치 2.7조원) 이므로, PBR은 오히려 해외 peer보다 낮은 것으로 판단

## BUY(유지)

목표주가(12M, 유지) 51,000원  
현재주가(6/1) 45,750원

| Key Data        | (기준일: 2012. 6. 1) |
|-----------------|-------------------|
| KOSPI(pt)       | 1,834.5           |
| KOSDAQ(pt)      | 472.1             |
| 액면가(원)          | 5,000             |
| 시가총액(십억원)       | 3,292.7           |
| 52주 최고/최저(원)    | 73,000 / 38,050   |
| 52주 일간 Beta     | 1.05              |
| 발행주식수(천주)       | 71,972            |
| 평균거래량(3M, 천주)   | 495               |
| 평균거래대금(3M, 백만원) | 24,304            |
| 외국인 지분율(%)      | 14.1              |
| 주요주주 지분율(%)     |                   |
| 한진외 15인         | 25.6              |
| 국민연금            | 9.6               |
| 대한항공            | 6.1               |

## Company Performance

| 주가지수(%)        | 1M   | 3M    | 6M   | 12M   |
|----------------|------|-------|------|-------|
| 절대수익률          | 2.8  | -13.4 | -3.1 | -27.4 |
| KOSPI 대비 상대수익률 | 10.2 | -3.7  | 1.2  | -13.1 |

## Financial Data (IFRS 연결 기준)

| 결산일(12월)      | 2011     | 2012F    | 2013F    |
|---------------|----------|----------|----------|
| 매출액(십억원)      | 12,269.1 | 12,977.1 | 13,952.8 |
| 영업이익(십억원)     | 460.2    | 197.7    | 620.0    |
| 세전계속사업손익(십억원) | -260.4   | 269.2    | 563.7    |
| 당기순이익(십억원)    | -199.8   | 171.4    | 451.0    |
| EPS(원)        | -2,775   | 2,381    | 6,266    |
| PER(배)        | -15.7    | 19.0     | 7.2      |
| ROE(%)        | -7.2     | 5.9      | 13.4     |
| PBR(배)        | 1.1      | 1.1      | 1.0      |

자료: 유진투자증권



## S-Oil 지분 관련 가치

도표 48 대한항공의 한진에너지 지분 가치

|                                 |              | 단위         | 값            |
|---------------------------------|--------------|------------|--------------|
| <b>지분률</b>                      |              |            |              |
| 대한항공 → 한진에너지                    | A            | %          | 97           |
| 한진에너지 → S-Oil                   | B            | %          | 28           |
| 대한항공 → S-Oil                    | C            | %          | 28           |
| <b>한진에너지</b>                    |              |            |              |
| S-oil 시가총액 (5.25 기준)            | D            | 십억원        | 10,403       |
| 자산 (S-Oil 지분 가치)                | E=B*D        | 십억원        | 2,955        |
| 부채 (4Q11말 기준)                   | F            | 십억원        | 1,182        |
| 한진에너지 가치                        | G=E-F        | 십억원        | 1,773        |
| <b>대한항공의 한진에너지 지분 가치</b>        | <b>H=G*A</b> | <b>십억원</b> | <b>1,713</b> |
| 대한항공의 한진에너지 지분 장부가치 (4Q11말 기준)  | J            | 십억원        | 1,193        |
| <b>대한항공의 한진에너지 지분의 추가 장부 가치</b> | <b>=H-J</b>  | <b>십억원</b> | <b>520</b>   |

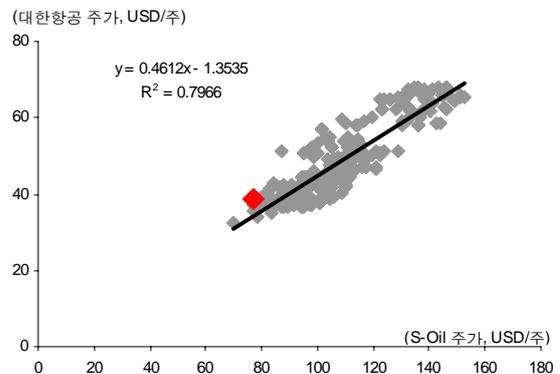
자료: 대한항공, fnguide, 유진투자증권

도표 49 대한항공 주가는 최근 1년간 S-Oil 주가와도 관련 있는데, 최근 S-Oil 주가 하락으로 대한항공 주가 상승 모멘텀 약화되었지만, 대한항공의 실질 장부가치는 S-Oil의 지분가치에 의해 여전히 0.5조원 더 많음



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 50 대한항공 주가 vs. S-Oil 주가 (2011년 6월 이후)



주: 붉은 점은 6.1 기준  
자료: Bloomberg, 유진투자증권



**Compliance Notice**

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다  
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다  
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다  
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다  
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다  
 동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다  
 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다  
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

**투자기간 및 투자등급**

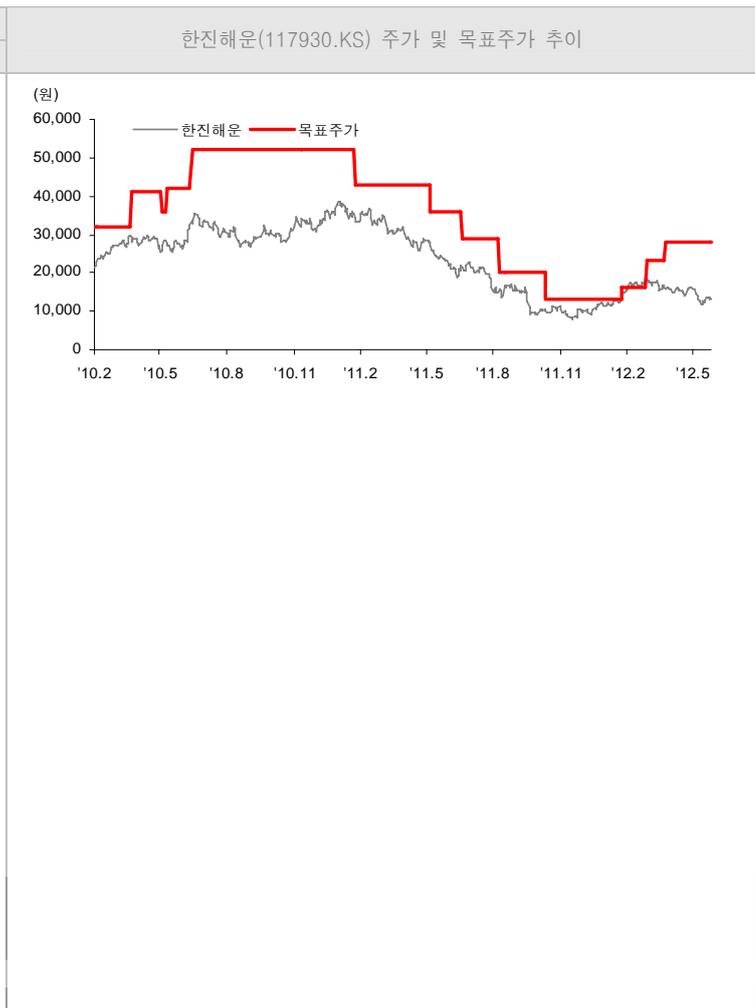
종목추천 및 업종추천 투자기간 : 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)  
 상기 투자등급은 3월 3일부터 변경 적용함

| 변경후                                |
|------------------------------------|
| • STRONG BUY : 추천기준일 종가대비 +50%이상   |
| • BUY : 추천기준일 종가대비 +20%이상 ~ +50%미만 |
| • HOLD : 추천기준일 종가대비 0%이상 ~ +20%미만  |
| • REDUCE : 추천기준일 종가대비 0%미만         |



| 변경전                                |
|------------------------------------|
| • STRONG BUY : 추천기준일 종가대비 +50%이상   |
| • BUY : 추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만 |
| • HOLD : 추천기준일 종가대비 +5%이상 ~ +15%미만 |
| • REDUCE : 추천기준일 종가대비 +5%미만        |

| 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역 |      |        |
|-------------------------|------|--------|
| 추천일자                    | 투자의견 | 목표가(원) |
| 20100208                | BUY  | 32,000 |
| 20100216                | BUY  | 32,000 |
| 20100302                | BUY  | 32,000 |
| 20100330                | BUY  | 41,000 |
| 20100405                | BUY  | 41,000 |
| 20100416                | BUY  | 41,000 |
| 20100419                | BUY  | 41,000 |
| 20100511                | BUY  | 36,000 |
| 20100518                | BUY  | 42,000 |
| 20100524                | BUY  | 42,000 |
| 20100614                | BUY  | 52,000 |
| 20100621                | BUY  | 52,000 |
| 20100729                | BUY  | 52,000 |
| 20100802                | BUY  | 52,000 |
| 20100806                | BUY  | 52,000 |
| 20100813                | BUY  | 52,000 |
| 20101011                | BUY  | 52,000 |
| 20101018                | BUY  | 52,000 |
| 20101105                | BUY  | 52,000 |
| 20101115                | BUY  | 52,000 |
| 20101207                | BUY  | 52,000 |
| 20101210                | BUY  | 52,000 |
| 20110107                | BUY  | 52,000 |
| 20110110                | BUY  | 52,000 |
| 20110117                | BUY  | 52,000 |
| 20110131                | BUY  | 43,000 |
| 20110314                | BUY  | 43,000 |
| 20110418                | BUY  | 43,000 |
| 20110513                | BUY  | 36,000 |
| 20110627                | BUY  | 29,000 |
| 20110816                | BUY  | 20,000 |
| 20111018                | BUY  | 13,000 |



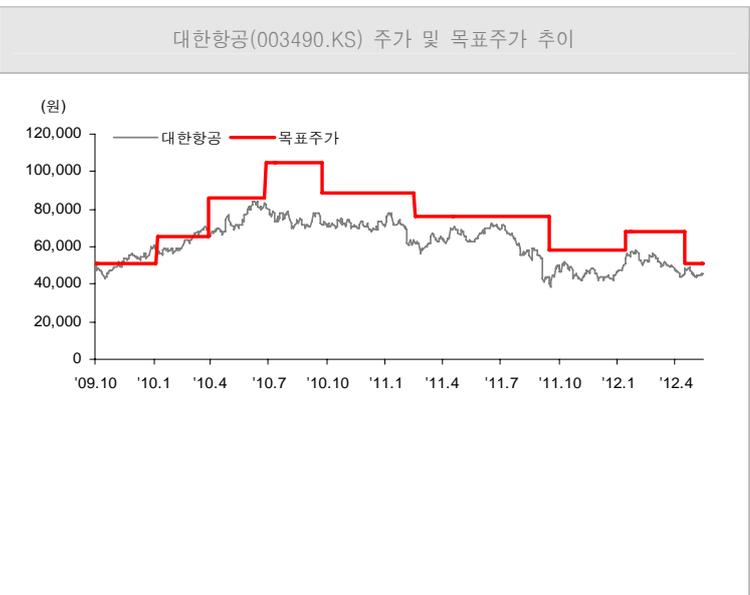


|          |     |        |
|----------|-----|--------|
| 20111107 | BUY | 13,000 |
| 20111121 | BUY | 13,000 |
| 20120109 | BUY | 13,000 |
| 20120131 | BUY | 16,000 |
| 20120206 | BUY | 16,000 |
| 20120305 | BUY | 23,000 |
| 20120312 | BUY | 23,000 |
| 20120316 | BUY | 23,000 |
| 20120319 | BUY | 23,000 |
| 20120326 | BUY | 23,000 |
| 20120402 | BUY | 28,000 |
| 20120409 | BUY | 28,000 |
| 20120416 | BUY | 28,000 |
| 20120418 | BUY | 28,000 |
| 20120426 | BUY | 28,000 |
| 20120502 | BUY | 28,000 |
| 20120508 | BUY | 28,000 |
| 20120514 | BUY | 28,000 |
| 20120604 | BUY | 28,000 |

| 과거 2년간 투자이견 및 목표주가 변동내역 |      |        |
|-------------------------|------|--------|
| 추천일자                    | 투자이견 | 목표가(원) |
| 20091006                | HOLD | 30,000 |
| 20101116                | HOLD | 30,000 |
| 20120207                | HOLD | 30,000 |
| 20120305                | BUY  | 39,000 |
| 20120312                | BUY  | 39,000 |
| 20120316                | BUY  | 39,000 |
| 20120319                | BUY  | 39,000 |
| 20120326                | BUY  | 39,000 |
| 20120402                | BUY  | 43,000 |
| 20120409                | BUY  | 43,000 |
| 20120416                | BUY  | 43,000 |
| 20120418                | BUY  | 43,000 |
| 20120426                | BUY  | 43,000 |
| 20120502                | BUY  | 43,000 |
| 20120508                | BUY  | 43,000 |
| 20120604                | BUY  | 43,000 |



| 과거 2년간 투자이견 및 목표주가 변동내역 |      |         |
|-------------------------|------|---------|
| 추천일자                    | 투자이견 | 목표가(원)  |
| 20100125                | HOLD | 65,000  |
| 20100415                | BUY  | 86,000  |
| 20100506                | BUY  | 86,000  |
| 20100531                | BUY  | 86,000  |
| 20100714                | BUY  | 105,000 |
| 20100729                | BUY  | 105,000 |
| 20100816                | BUY  | 105,000 |
| 20100906                | BUY  | 105,000 |
| 20101012                | BUY  | 89,000  |
| 20101028                | BUY  | 89,000  |
| 20101104                | BUY  | 89,000  |
| 20101115                | BUY  | 89,000  |
| 20101206                | BUY  | 89,000  |
| 20110105                | BUY  | 89,000  |
| 20110106                | BUY  | 89,000  |
| 20110128                | BUY  | 89,000  |
| 20110208                | BUY  | 89,000  |





|          |     |        |
|----------|-----|--------|
| 20110307 | BUY | 76,000 |
| 20110324 | BUY | 76,000 |
| 20110426 | BUY | 76,000 |
| 20110504 | BUY | 76,000 |
| 20110729 | BUY | 76,000 |
| 20110808 | BUY | 76,000 |
| 20110908 | BUY | 76,000 |
| 20111003 | BUY | 58,000 |
| 20111010 | BUY | 58,000 |
| 20111020 | BUY | 58,000 |
| 20111108 | BUY | 58,000 |
| 20111121 | BUY | 58,000 |
| 20111128 | BUY | 58,000 |
| 20111208 | BUY | 58,000 |
| 20120109 | BUY | 58,000 |
| 20120113 | BUY | 58,000 |
| 20120201 | BUY | 68,000 |
| 20120207 | BUY | 68,000 |
| 20120308 | BUY | 68,000 |
| 20120319 | BUY | 68,000 |
| 20120327 | BUY | 68,000 |
| 20120408 | BUY | 68,000 |
| 20120504 | BUY | 51,000 |
| 20120508 | BUY | 51,000 |
| 20120604 | BUY | 51,000 |