

Industry Analysis

해상운송

OVERWEIGHT



뱃머리를 북동향으로 돌릴 시간이다.

운송 Analyst  
강동진 선임연구원  
3787-2228  
dongjin.kang@hmcib.com

가파르게 오르던 컨테이너 해운 운임지표가 숨 고르기를 하고있다. 지난해 Big 4로 재편된 컨테이너 해운 시장의 운임은 지난 해 말 대비 49%나 상승하여 전고점에 다다랐지만, 컨테이너 선사들은 아직까지 운임인상에 대한 의지가 매우 확고하다. 지난해 말부터 운임 상승이 주가를 견인했다면 이제부터는 이익의 개선이 주가의 Catalyst로 작용할 전망이다. 건화물 해운 시장의 누적된 공급 과잉 수준은 컨테이너 해운 시장 대비 상당히 높은 수준인 것으로 파악된다. 향후 시장이 정상화 되기 위해서는 수요의 회복이 전제되어야 할 것이다. 하지만, 수요 회복에 대한 기대감이 낮아 질 수 밖에 없다면, 정상화로 가는 길은 멀고 험난 할 수 밖에 없다.

# Contents

Summary | 01

## I. Valuation 및 투자전략 | 02

1. 컨테이너 시장의 턴어라운드에 투자하자, Top Pick 한진해운 | 02
2. 건화물선 해운 시장은 회복은 더디게 이루어질 전망 | 04
3. 환율과 유가 변동으로 인한 Risk | 07

## II. 컨테이너 해운 : 뭉쳐야 산다 | 09

1. 공급과잉의 그늘 | 09
2. 공조의 재개, 화두는 공급 조절 | 10
3. 수요의 회복은 제한적 | 13
4. 선사들간의 공조를 통한 수요와 공급 Balance 회복 가능할 전망 | 15
5. 2012년 인도 취소 및 연기 비율은 20% | 16
6. 대형화와 고유가로 인해 경제성 낮아진 선박들의 폐선 이어질 전망 | 16
7. Super Slow Steaming! | 18
8. 주요 노선의 공급은 오히려 감소 → Cascading과 선사간 공조 효과 | 20
9. 선사들의 공조체제가 지속된다면 충분히 운임은 상승할 수 있는 여건 | 22
10. 선사들간의 출혈 경쟁은 더 이상 쉽지 않은 여건 | 25
11. 글로벌 경기의 하락 가능성은 가장 중요한 Risk 요인 | 28
12. 결론: 선사들의 강력한 공조를 바탕으로 한 Turnaround 진행될 것 | 28

## III. 건화물선(Bulk): 균형의 회복에는 시간이 걸릴 것 | 30

1. 저시황 지속 | 30
2. 낮은 시황 지속되어 폐선은 높은 수준 유지할 것 | 32
3. 인도지연과 취소 지속 | 34
4. 누적된 선박 과잉 해소에 상당한 시간이 걸릴 전망 | 35
5. 건화물 수요의 회복은 하반기부터 | 36
6. 결론: 근본적으로 수요가 회복되기를 기다릴 수 밖에 없어 | 40

## IV. 관련기업분석 | 41

- 한진해운(117930) | 41  
STX팬오션(028670) | 45



뱃머리를 북동향으로 돌릴 시간이다!

해상운송업종 Overweight으로 분석 재개. Top pick은 한진해운

항공운송업종에 대해 투자의견 Overweight 을 제시하며 커버리지를 재개한다. 한진해운에(117930) 대해 투자의견 Buy, TP 18,500원을 제시하며 대한항공과 함께 업종 Top pick으로 제시한다. 또한 STX팬오션(028670)에 대해서는 투자의견 Hold, TP 5,000원을 제시한다.

Analyst 강동진  
02) 3787-2228  
dongjin.kang@hmcib.com

컨테이너 해운 업황은 턴어라운드 초기. 정상화 과정은 내년까지 지속될 전망

지난해 말 결성된 Mega Alliance로 인해 Big 4 체제로 개편된 컨테이너 해운 시장의 향후 전개 방향은 경쟁 보다는 안정화 쪽에 무게가 실릴 것이다. 특히 선사들이 내년까지 지속적으로 대형 선박을 인도받아야 하기 때문에 지난 5분기 연속 대규모 적자를 시연한 입장에서는 더 이상 출혈 경쟁을 지속하기는 여의치 않다. 당사의 추정에 따르면 선사들의 공조로 2012년 연 평균 4.5%의 선박 개선이 있을 경우 컨테이너 해운 시장의 과잉 선박은 1.3%에 지나지 않는다. 개선을 하지 않더라도 초과 선박량은 6.4%로 그다지 부담스럽지 않다. Macro 환경의 불확실성이 지속되는 상황은 오히려 선사들의 공조 체제를 지속시키는 요인이며, 2014년부터 컨테이너 해운 시장은 정상화 될 가능성이 높다.

건화물 해운 시장의 누적된 공급과잉으로 연간 BDI는 평균 1,154 pt에 머물 전망

건화물 해운 시장의 누적된 공급과잉 수준은 컨테이너 해운 시장대비 심각한 수준이다. Slow Steaming 등의 효과를 고려하더라도 올해 말 기준 초과 공급 선박량은 16.7%인 것으로 추정된다. 특히 Capesize 시장의 지속적인 부진은 BDI 회복에 부담이다. Macro 환경의 불확실성으로 수요 위축이 우려되는 상황에서 시황이 자체적으로 균형점을 찾는 데는 상당한 시간이 걸릴 것이다.

한진해운 중심으로 턴어라운드를 노린 Buy & Hold 전략 주요 할 전망

컨테이너 해운 시장은 선사들간의 공조를 바탕으로 강력한 운임 인상 의지를 피력하고 있다. 향후 운임 인상의 탄력은 상반기 대비 줄어들겠지만, 낮은 유가로 인해 마진개선이 주가를 견인할 전망이다. 이러한 턴어라운드를 노린 Buy & Hold 전략이 주요한 시점이라고 판단한다.

컨테이너 해운과 건화물 해운 시장 지표 추이



자료 : SSE, Bloomberg, HMC투자증권

## Valuation 및 투자전략

### 컨테이너 시장의 턴어라운드 투하자. Top Pick 한진해운

컨테이너 해운업황은  
지난해 말 Mega-Alliance 구축  
이후 운임 급반등에 성공

지난해 극심한 침체기를 겪었던 컨테이너 해운업황은 지난해 말 Mega-Alliance 구축 이후 선사들 간의 공조 체제가 구축되면서 운임 급반등에 성공하였다. 운임의 급반등은 주가의 상승으로 이어졌으나, 그 수준은 운임 반등에 비하면 크지 못하였다. 가장 큰 이유는 유가 급등으로 인해 운임이 전고점 수준으로 인상되었음에도 불구하고, 실적 회복이 제한적이기 때문이다. 하지만 2분기부터는 실적이 회복되면서 주가 상승을 견일할 것으로 전망된다.

향후 주가의 Catalyst는  
영업이익 추이

분명 운임상승 추세는 상반기만큼 탄력적이지 못할 것이다. 하지만, 과거 한진해운의 주가가 영업이익의 방향성과 관계가 깊었다는 것을 감안하면, 향후 주가의 Catalyst는 영업이익 추이에 있을 것이다. 따라서, 운임인상 효과와 유가 하락 효과가 반영되는 2분기부터 마진의 개선 폭은 확대될 것이다.

<그림1> 한진해운 주가와 CCFI 추이



자료 : SSE, Wisefn

<그림2> 한진해운 주가와 SCFI 추이



자료 : SSE, Wisefn

<그림3> 한진해운 주가와 영업이익 추이



자료 : SSE, Wisefn

<그림4> 한진해운 주가와 영업이익률 추이



자료 : SSE, Wisefn

**7월부터  
운임이 현재 조정국면에서  
탈피하여 상승할 것으로 전망**

향후 운임 추이는 1분기 만큼 가파르게 회복되지는 못할 것이다. 하지만 이미 주요 컨테이너 선사들이 7월 운임 인상 계획을 발표하고 있는 것처럼 선사들은 수익성이 어느 정도 회복될 수 있는 운임 수준이 될 때까지 운임인상을 지속할 것으로 전망된다. 따라서 7월부터는 다시 CCFI는 조정국면에서 탈피하여 상승할 수 있을 것이다.

**한진해운 2분기 흑자전환  
3분기 수익성 정상화 전망**

한진해운의 2분기 실적은 지난 1분기 빠르게 이루어졌던 운임 상승에 힘입어 매출액 2조 8,501억원, 영업이익 818억원을 기록하면서 흑자전환 할 수 있을 것으로 판단된다. 또한 3분기 까지 지속될 것으로 전망되는 운임 인상과 최근의 유가 하락으로 인해 3분기에는 매출액 2조 9,640억원과 영업이익 2,517억원을 기록하며 수익성은 정상화 될 수 있을 것으로 전망된다.

〈표1〉 한진해운 실적전망

		1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12F	3Q12F	4Q12F	2011	2012F	2013F
평균환율	(원/달러)	1,120	1,083	1,085	1,139	1,131	1,140	1,110	1,100	1,107	1,120	1,040
평균급유단가	(\$/MT)	674	695	704	722	777	755	677	665	699	719	642
물동량 (Round Trip)	('000TEU)	945	1,080	1,098	1,044	1,015	1,180	1,228	1,200	4,167	4,622	4,871
태평양	('000TEU)	422	441	465	432	417	450	479	445	1,760	1,791	1,862
유럽	('000TEU)	314	376	337	297	302	358	326	306	1,323	1,292	1,327
아시아	('000TEU)	174	222	253	269	265	333	379	404	918	1,381	1,519
대서양	('000TEU)	35	41	44	46	30	39	43	45	165	158	163
매출액	(십억원)	2,275	2,392	2,469	2,387	2,264	2,850	2,964	2,720	9,523	10,798	10,752
영업이익	(십억원)	-18	-170	-135	-169	-218	82	252	219	-493	334	567
영업이익률		-1%	-7%	-5%	-7%	-10%	3%	8%	8%	-5%	3%	5%
세전이익	(십억원)	-139	-271	-82	-323	-322	-20	129	126	-815	-87	190
세전이익률		-6%	-11%	-3%	-14%	-14%	-1%	4%	5%	-9%	-1%	2%
지배주주지분순이익	(십억원)	-141	-274	-86	-323	-338	-15	97	96	-824	-160	145
순이익률		-6%	-11%	-3%	-14%	-15%	-1%	3%	4%	-9%	-1%	1%

자료 : 한진해운, HMC투자증권

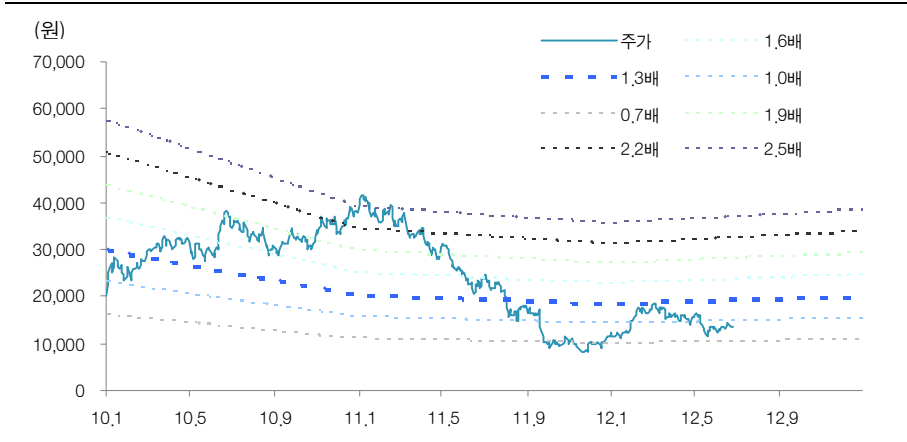
**컨테이너 해운 시장의  
균형을 맞추려는 선사들의  
노력으로 운임은 급락하지  
않을 것으로 판단하여  
현 시점에서 Buy&Hold  
전략 추천**

최근 글로벌 경기 회복이 지연되면서 물동량이 회복되지 못하고, 아시아 - 유럽 노선의 컨테이너 수송량은 시장 전체적으로 역성장 할 가능성도 있을 것으로 판단한다. 하지만, 선사들은 계선 등을 통해 지속적으로 컨테이너 해운 시장의 균형을 맞추면서 운임을 안정적인 수준으로 유지 할 것으로 전망되기 때문에 비수기에도 운임이 급락하지는 않을 것으로 판단하고 있으며 이러한 업황 정상화 과정은 2013년 까지도 지속될 것으로 전망되어 현 시점에서 Buy & Hold 전략을 추천 한다.

**한진해운 투자의견 Buy,  
목표주가 18,500원 제시**

한진해운의 Valuation은 현재 2012 연말 BPS 기준 0.9배 수준에서 거래 되고 있다. 2010년 업황이 턱어라운드 하던 시기에 Valuation은 PBR 1.0배에서 2.5배까지 급등한 경험이 있다. 최근 컨테이너 해운 시장은 정상화로 향하는 초기 단계이기 때문에 업황 회복 초기 단계의 PBR multiple 1.3을 적용하는데 무리가 없을 것으로 판단한다. 이에 따라 한진해운에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 18,500원을 제시하며 대한항공과 함께 운송업종 Top Pick으로 제시한다.

〈그림5〉 한진해운 PBR 밴드차트



자료 : Dataguide, Thomson Datastream, HMC투자증권

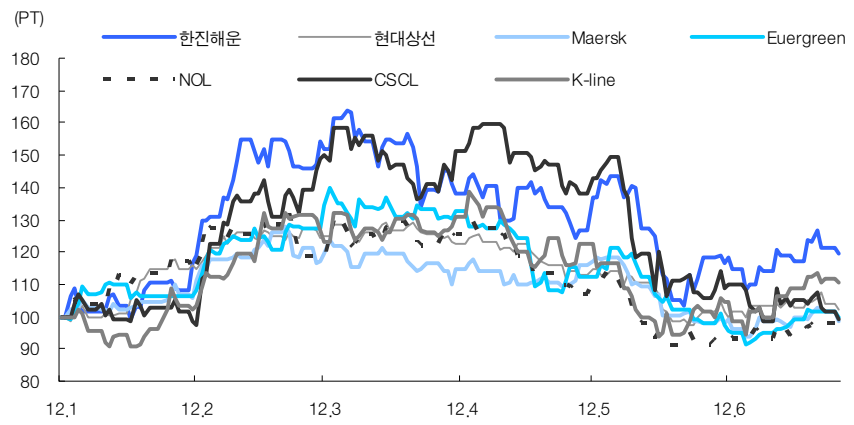
〈표2〉 컨테이너 Peer Valuation

(단위: 백만 USD, 백만 EURO, 백만 JPY, 백만 원)

		Sales (백만)	OP (백만)	EBITDA (백만)	OPM (%)	EBITDA Margin(%)	ROE (%)	EPS (DC)	PBR (배)	PER (배)	
HANJIN SHIPPING CO LTD	2011	9,523,255	-514,046	-122,480	-5.4	-1.3	-37	-8,481.0	0.7	N/A	
	MKT CAP (USD mn)	2012	10,895,795	246,489	633,607	2.3	5.8	-7	-934.0	0.9	N/A
	1,502	2013	11,646,648	439,524	853,294	3.8	7.3	4	680.5	0.9	20
	2014	12,370,805	526,163	989,293	4.3	8.0	11	1,498.8	0.8	9	
HYUNDAI MERCHANT MARINE	2011	7,420,767	-338,438	-80,372	-4.6	-1.1	-24	-3,675.0	2.2	N/A	
	MKT CAP (USD mn)	2012	8,286,224	75,481	337,905	0.9	4.1	-12	-1,323.5	2.4	N/A
	3,096	2013	8,797,067	299,709	569,596	3.4	6.5	5	400.8	2.2	62
	2014	9,554,739	382,345	675,742	4.0	7.1	9	1,099.5	2.2	23	
AP MOELLER-MAERSK A/S-B	2011	322,520	49,617	78,506	15.4	24.3	8	3,479.0	0.9	11	
	MKT CAP (USD mn)	2012	348,492	48,689	79,795	14.0	22.9	10	4,390.0	0.7	8
	26,308	2013	362,842	54,622	82,943	15.1	22.9	10	4,851.7	0.7	8
	2014	378,879	57,356	86,860	15.1	22.9	10	5,562.8	0.6	7	
EVERGREEN MARINE CORP LTD	2011	108,156	-5,118	175	-4.7	0.2	-5	-0.9	0.9	N/A	
	MKT CAP (USD mn)	2012	120,909	1,368	7,787	1.1	6.4	4	0.7	0.8	23
	1,811	2013	129,669	5,369	12,553	4.1	9.7	8	1.7	0.8	9
	2014	139,397	7,387	15,486	5.3	11.1	9	2.0	0.7	8	
NEPTUNE ORIENT LINES LTD	2011	9,211	-394	-99	-4.3	-1.1	-16	-0.2	0.9	N/A	
	MKT CAP (USD mn)	2012	10,037	99	428	1.0	4.3	0	0.0	0.8	N/A
	2,214	2013	10,890	300	691	2.8	6.3	4	0.1	0.8	14
	2014	12,033	555	940	4.6	7.8	10	0.1	0.7	6	
CHINA SHIPPING CONTAINER-H	2011	28,246	-2,509	-1,051	-8.9	-3.7	-10	-0.2	1.1	N/A	
	MKT CAP (USD mn)	2012	33,242	662	2,018	2.0	6.1	1	0.0	0.6	56
	4,091	2013	36,359	1,536	2,988	4.2	8.2	4	0.1	0.6	15
	2014	39,434	2,503	4,315	6.3	10.9	7	0.2	0.6	8	
KAWASAKI KISEN KAISHA LTD	2011	972,310	-40,563	9,481	-4.2	1.0	-15	-54.1	0.6	N/A	
	MKT CAP (USD mn)	2012	1,111,010	17,817	69,713	1.6	6.3	5	16.8	0.5	9
	1,471	2013	1,142,221	28,564	82,708	2.5	7.2	5	20.8	0.4	7
	2014	1,198,545	42,879	98,781	3.6	8.2	8	30.2	0.4	5	
NIPPON YUSEN	2011	1,807,819	-24,124	76,733	-1.3	4.2	-12	-42.9	0.8	N/A	
	MKT CAP (USD mn)	2012	1,973,848	50,902	156,073	2.6	7.9	4	14.3	0.6	15
	4,423	2013	2,058,523	72,281	183,278	3.5	8.9	6	23.5	0.5	9
	2014	2,163,322	89,233	204,644	4.1	9.5	8	31.8	0.5	7	

자료 : Bloomberg, HMC투자증권

〈그림6〉 주요컨테이너선사 주가 추이



자료 : Bloomberg



**건화물선 해운 시장 회복은 더디게 이루어질 전망**

**건화물선 해운 시장 불황의  
근본적 이유는 누적된  
공급과잉**

건화물선 해운 시장에 불황이 지속되고 있다. 근본적인 이유는 누적된 공급과잉이다. 우리는 건화물선 해운 시장의 초과 선박량은 최근 지속되고 있는 Slow Steaming을 고려하더라도 16.7%에 이르는 것으로 추정된다. 건화물선 해운 시장은 컨테이너 시장과 같은 운임 협의체나 얼라이언스가 없으며 시장을 방향성을 정할 만한 대형 사업자가 없다. 따라서, 만연된 공급과잉시장이 균형을 되찾기 위해서는 수요가 빠르게 성장하거나, 내부적으로 폐선 등이 급격하게 발생하여 시장에서 경제성이 낮아진 선박들이 사라져야만 할 것이다.

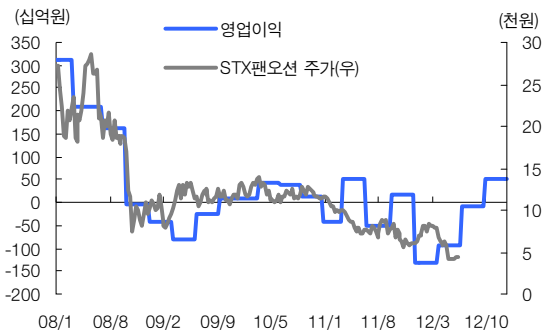
**건화물선 업황이  
완전한 회복세에 접어들기에는  
불확실성이 존재한다고 판단  
회복속도는 더딜 것**

우리는 중국의 철강 시황이 성수기로 접어드는 9월부터 건화물선 업황은 조금씩 회복 될 것으로 전망하나, 완전한 회복세에 접어들기는 여전히 불확실성이 따를 것으로 판단하며 회복 속도는 매우 더딜 것이다. 우리의 추정에 의하면 BDI는 2분기 평균 1,000pt를 기록한 후 3분기 말부터 회복 하기 시작하여 중국의 철강시황이 성수기로 접어드는 4분기에는 평균 1,450을 기록 할 수 있을 것으로 전망되어 여전히 사선의 OPEX를 커버하기 버거운 시황이 전개 될 가능성이 높다고 판단한다.

**STX팬오션  
영업이익 턴어라운드 시점  
4분기로 추정  
Valuation 회복을 위한  
시간 필요**

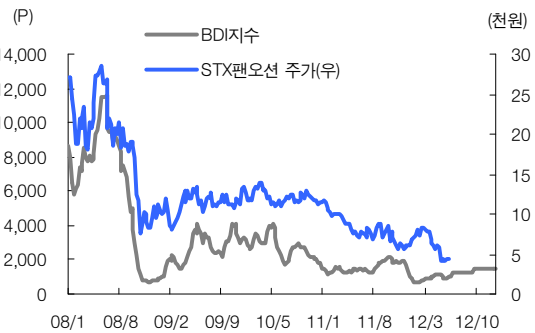
STX 팬오션을 포함한 글로벌 건화물 선사들의 주가 추이는 업황의 불확실성을 반영하여 회복 하는데 시간이 걸릴 것으로 판단한다. STX팬오션의 경우에는 최근 불거진 그룹사의 재무구조 관련 이슈까지 주가에 악재로 작용하여 valuation 회복까지는 시간이 걸릴 것으로 전망된다. 결국 수익성이 개선되기 전까지는 재무구조 관련 이슈에 지속적으로 노출될 수 밖에 없다. 동사의 영업이익이 턴어라운드 하는 시점은 4분기로 추정되고 있어 여전히 Valuation 회복을 위해서는 시간이 필요할 것으로 전망된다.

〈그림7〉 STX팬오션 주가와 영업이익



자료 : WiseIn

〈그림8〉 STX팬오션 주가와 BDI



자료 : WiseIn, Bloomberg



**STX팬오션 투자의견 Hold**  
**목표주가 5,000원 제시**

현재 동사의 주가는 2012년 연말 BPS 기준 PBR 0.4배 수준에서 거래되고 있어 저평가 메리트는 있다고 판단한다. 하지만, 경기의 회복이 지연되는 시점에서 단순히 낮은 Valuation만을 가지고 매수할 수 있는 상황은 아니라고 판단하며, 무엇보다 업황 개선까지는 여전히 불확실성이 지속될 가능성이 높아 보수적인 접근이 필요할 것으로 판단한다. Global Peer 역시 유사한 수준에서 거래되고 있어 상대적인 매력도 낮다. 내년엔 BDI 평균이 1,769pt까지 회복된다고 하더라도 ROE가 1.6%에 그칠 것으로 전망된다. 동사에 대해 투자의견 보유 목표주가는 2012년 말 BPS 10,130원에 Target PBR 0.5배를 적용한 5,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다.

〈표3〉 STX팬오션 실적 추이 및 전망

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12F	3Q12F	4Q12F	2011	2012F	2013F
매출액	1,363	1,520	1,347	1,512	1,232	1,364	1,367	1,462	5,742	5,424	6,066
Bulk	1,140	1,332	1,151	1,360	1,009	1,075	1,090	1,176	4,983	4,351	5,026
Container	188	199	187	190	167	231	239	244	764	881	901
기타	34	-11	9	-38	56	58	37	41	-5	192	138
영업비용	1,386	1,493	1,363	1,488	1,361	1,456	1,374	1,412	5,729	5,603	5,864
용선료	625	657	611	627	548	603	605	589	2,520	2,345	2,722
연료비	382	429	394	424	401	474	404	400	1,628	1,680	1,534
항비&화물비	201	207	188	206	189	186	191	200	801	766	858
기타	177	201	170	231	222	193	174	222	779	812	750
영업이익	-23	28	-16	25	-129	-93	-7	50	13	-178	201
영업이익률	-1.7%	1.8%	-1.2%	1.6%	-10.4%	-6.8%	-0.5%	3.4%	0.2%	-3.3%	3.3%
세전이익	-56	36	-40	-13	-178	-149	-61	13	-72	-376	47
세전이익률	-4%	2%	-3%	-1%	-14%	-11%	-4%	1%	-1%	-7%	1%
지매주주자본지분	-55	24	-39	48	-118	-98	-41	9	-22	-249	33
순이익률	-4%	2%	-3%	3%	-10%	-7%	-3%	1%	0%	-5%	1%

자료 : STX팬오션, HMC투자증권

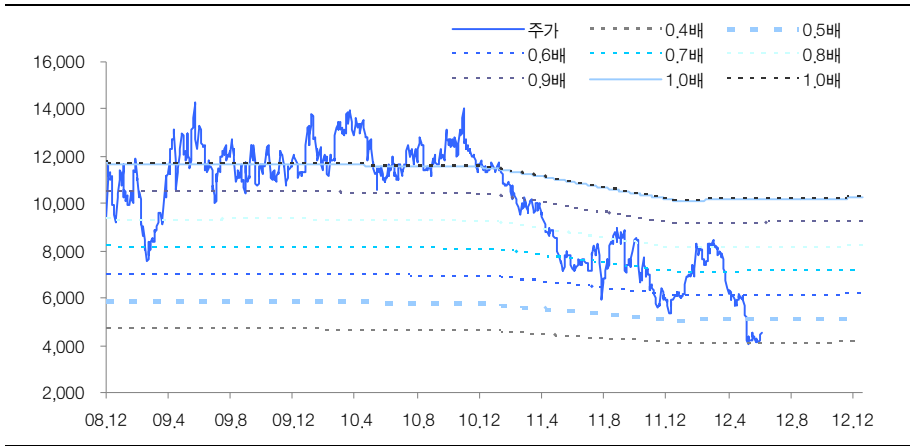
〈표4〉 벌커 Peer Valuation

(단위: 백만 USD, 백만 EURO, 백만 JPY, 백만 원)

		Sales (백만)	OP (백만)	EBITDA (백만)	OPM (%)	EBITDA Margin(%)	ROE (%)	EPS (DC)	PBR (배)	PER (배)
STX PAN OCEAN CO LTD	2011	5,742,168	-123,332	25,163	-2.1	0.4	-1	-111.0	0.5	N/A
MKT CAP (USD mn)	2012	5,750,235	-92,437	73,096	-1.6	1.3	-8	-800.2	0.4	N/A
775	2013	6,621,913	174,791	374,475	2.6	5.7	3	352.2	0.4	12
2014	7,333,773	315,504	470,026	4.3	6.4	7	711.9	0.4	6	
COSCO PACIFIC LTD	2011	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	11	N/A	N/A	N/A
MKT CAP (USD mn)	2012	723	277	438	38.3	60.6	10	0.1	0.9	9
3,453	2013	804	315	489	39.1	60.8	11	0.2	0.8	8
2014	879	274	465	31.2	52.9	11	0.2	0.8	7	
SINOTRANS LIMITED-H	2011	43,747	667	1,108	1.5	2.5	7	0.2	0.5	7
MKT CAP (USD mn)	2012	45,905	980	1,519	2.1	3.3	6	0.1	0.4	7
706	2013	49,322	1,114	1,825	2.3	3.7	7	0.2	0.4	6
2014	53,376	1,501	2,386	2.8	4.5	8	0.2	0.4	5	
PACIFIC BASIN SHIPPING LTD	2011	1,343	86	160	6.4	11.9	2	0.0	0.5	24
MKT CAP (USD mn)	2012	1,199	45	122	3.8	10.2	-1	0.0	0.5	N/A
764	2013	1,309	110	186	8.4	14.2	4	0.1	0.5	7
2014	1,417	149	226	10.5	15.9	7	0.1	0.5	7	

자료 : 한진해운, HMC투자증권

〈그림9〉 STX 팬오션 PBR band Chart



자료 : Dataguide, Thomson Datastream

## 컨테이너 해운 : 뭉쳐야 산다.

### 공급과잉의 그늘

2009년 글로벌 금융위기로  
수요 위축 상태에서  
공급과잉이라는 상황 직면

2009년, 글로벌 금융위기로 인해 수요부문의 충격을 받을 수 밖에 없었던 컨테이너선사들은 2007년~2008년 활황기에 발주한 대규모 선박들이 인도되면서 수요 위축 상태에서의 공급과잉이라는 최악의 상황에 직면하였다. 이에 따라 2008년 초 1,176point로 사상 최고치를 기록하였던 중국발 컨테이너운임지수 CCFI(China Containerized Freight Index)는 2009년 3월 789pt로 32% 급락하였으며, 주요 항로인 유럽, 미주의 운임 지수는 크게 하락하였다. 주요 간선 항로인 유럽 노선의 운임지수는 1,799pt에서 2009년 799pt까지 하락하며 컨테이너 선사들은 최악의 실적을 기록하였다.

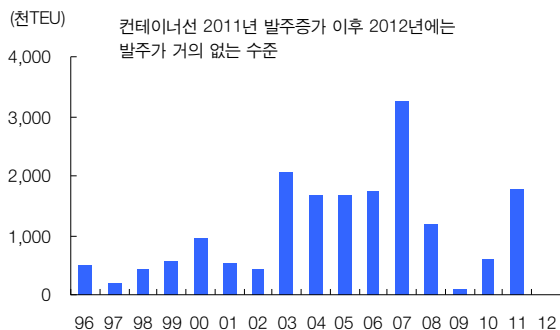
2010년 컨테이너선사들의  
공조 노력이  
10,000TEU 이상 선박의  
투입으로 급격히 해체됨

2010년 컨테이너선사들은 이러한 업황 악화에 대응하여 적극적인 개선 및 Slow Steaming을 실시하였다. 특히, 2009년 12월에는 전체 선복량의 11.7%인 152만 TEU의 선박이 개선에 동참하면서 극적인 업황 반전을 이루었다. 하지만, 2010년 ~ 2011년 본격적으로 이루어지기 시작한 10,000 TEU 이상 Super Post-Panamax급 선박의 투입으로 컨테이너 선사들은 공조는 급격히 해체되기 시작하여 개선율은 1% 미만 까지 하락하였다.

컨테이너 선사들은  
M/S 확보를 위한 경쟁 심화와  
Bunker-C유 가격 급등으로  
금융위기 이후 다시 최악의  
상황을 경험하고 있음

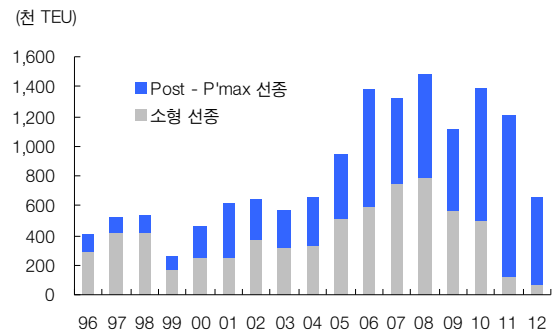
컨테이너 선사들은 늘어난 선복의 L/F를 상승시키기 위해 M/S 확보를 위한 경쟁을 시작하였다. 이러한 경쟁 심화는 Maersk의 "Daily Maersk" 서비스 시행으로 정점에 도달하였다. 반면, 미국의 신용등급 강등과 그리스 등 유럽지역의 금융위기로 전세계가 다시 한번 수요측면에서의 충격을 받게 되면서 경기 회복세는 당초의 기대에 미치지 못하였다. 이러한 수급상의 불균형으로 인해 CCFI는 다시 한번 급격한 하락세를 경험하였다. 앞친데 뒷친격으로 Bunker-C유 가격은 고도화 설비 증설로 인한 수요 증가와 호르무즈 해협 봉쇄 위협 등으로 급등하여 컨테이너 선사들은 금융위기 이후 다시 최악의 상황으로 내몰리게 되었다.

〈그림10〉 컨테이너선 발주 추이



자료 : Clarkson

〈그림11〉 2011년부터 대형 선종 본격적으로 인도



자료 : Clarkson

**공조의 재개. 화두는 공급 조절**

**선사들간의 공조체제 재개  
업황의 반전을 가져옴**

다시 한번 극적인 업황의 반전을 가져온 것은 역시 선사들간의 공조체제 재개였다. 2011년 말, 선대기준 세계 2위와 3위 컨테이너 선사인 MSC와 CMA CGM가 손잡은 것을 비롯하여 한진해운이 포함된 얼라이언스인 CKYH 와 Evergreen이 공동운항 확대를 선포하였다. 또한, 현대상선이 포함된 TNWA와 Grand Alliance의 6개 선사는 G6라는 새로운 대형 얼라이언스 체제를 출범시켜 전세계 컨테이너 선사는 Maersk와 3대 대형 얼라이언스가 Big 4로 재편되었다. 이러한 협력 강화를 통해 컨테이너 선사들이 이루고자 한 것은 1) 컨테이너 해운 시장에서의 M/S 확대 경쟁 지양, 2) 대형화된 선박의 효율성 재고, 3) 화주에 대한 운임 협상력 강화인 것으로 판단한다.

**얼라이언스의 확대 개편 후  
적극적인 계산과  
운임인상 노력으로  
CCFI지수 급등**

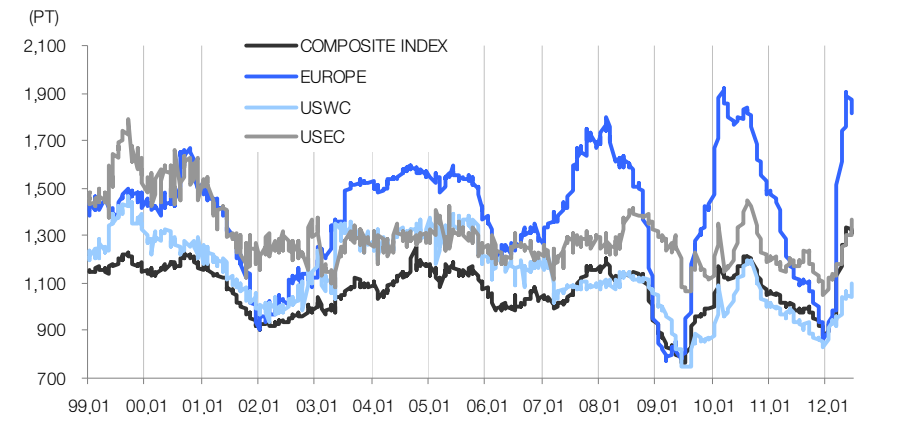
실제로 이들 얼라이언스가 확대 개편된 이후 선사들의 적극적인 계산과 운임인상 노력이 있었다. 그 결과 유럽발 금융위기로 수요 회복이 지연된 가운데에서도 CCFI지수는 지난해 말 881pt에서 2012년 6월 22일 현재 1,315pt로 49.2% 급등하였다. 특히, 주요 항로인 유럽노선의 Spot 운임은 \$701/TEU에서 \$1,549/TEU로 121% 급등하였고, 미주 서안 노선은 \$1,692/FEU에서 \$2,679/FEU로 58% 급등하였다. 특히 미주 지역의 PSS(Peak Season Surcharge)가 부과된 이후에도 Hapag Lloyd 등 일부 선사는 7월부터 아시아 - 유럽 노선의 GRI를 실시하는 등 여전히 선사들의 운임 회복 노력은 지속되고 있어 운임인상은 3분기까지도 지속될 것으로 전망된다.

〈표5〉 주요 컨테이너 선사 M/S 및 보유 선대

Rank	Operator	전체 보유		소유		용선		발주			M/S	
		TEU	Ships	TEU	Ships	TEU	Ships	% Chart.	TEU	Ships		O/E %
1	APM - Maersk	2,649,219	667	1,260,417	230	1,388,802	437	52.40%	452,931	34	17.1%	16.1%
2	MSC	2,226,325	477	1,026,670	193	1,199,655	284	53.90%	321,152	29	14.4%	13.6%
3	CMA CGM	1,328,399	395	499,301	90	829,098	305	62.40%	53,214	6	4.0%	8.1%
4	COSCON	704,349	156	353,261	95	351,088	61	49.80%	183,354	26	26.0%	4.3%
5	Evergreen	650,205	173	323,311	86	326,894	87	50.30%	308,000	35	47.4%	4.0%
6	Hapag - Lloyd	642,291	146	284,752	59	357,539	87	55.70%	132,000	10	20.6%	3.9%
7	APL	611,619	137	207,668	44	403,951	93	66.00%	249,900	24	40.9%	3.7%
8	CSCL	576,369	150	393,942	84	182,427	66	31.70%	113,166	15	19.6%	3.5%
9	Hanjin Shg	541,466	107	253,962	41	287,504	66	53.10%	217,750	28	40.2%	3.3%
10	MOL	484,614	108	228,108	38	256,506	70	52.90%	98,410	9	20.3%	2.9%
11	NYK Line	420,937	105	309,327	58	111,610	47	26.70%	52,832	4	12.6%	2.6%
12	OOCL	418,165	88	282,222	46	135,943	42	32.50%	132,576	12	31.7%	2.5%
13	Hamburg Süd	413,085	103	212,388	43	200,697	60	48.60%	183,328	29	44.4%	2.5%
14	Yang Ming	354,152	85	206,345	47	147,807	38	41.70%	82,450	13	23.3%	2.2%
15	K Line	348,566	75	118,724	22	229,842	53	65.90%	28,776	3	8.3%	2.1%
16	Hyundai M.M.	326,183	62	100,646	17	225,537	45	69.10%	116,799	12	35.8%	2.0%
17	Zim	321,696	88	158,129	34	163,567	54	50.80%	148,168	13	46.1%	2.0%
18	PIL	292,177	144	173,691	96	118,486	48	40.60%	68,230	18	23.4%	1.8%
19	UASC	289,034	49	215,760	29	73,274	20	25.40%				1.8%
20	CSAV	273,936	63	48,178	10	225,758	53	82.40%	34,400	4	12.6%	1.7%
21	Wan Hai	164,382	74	131,893	60	32,489	14	19.80%	26,660	9	16.2%	1.0%
22	HDS Lines	86,320	21	2,288	1	84,032	20	97.30%				0.5%
23	TS Lines	74,313	38	3,156	2	71,157	36	95.80%				0.5%
24	X - Press Feeders	64,720	53			63,589	53	100.00%	4,000	2	6.2%	0.4%
25	SITC	54,226	56	15,176	17	39,050	39	72.00%	13,092	12	24.1%	0.3%

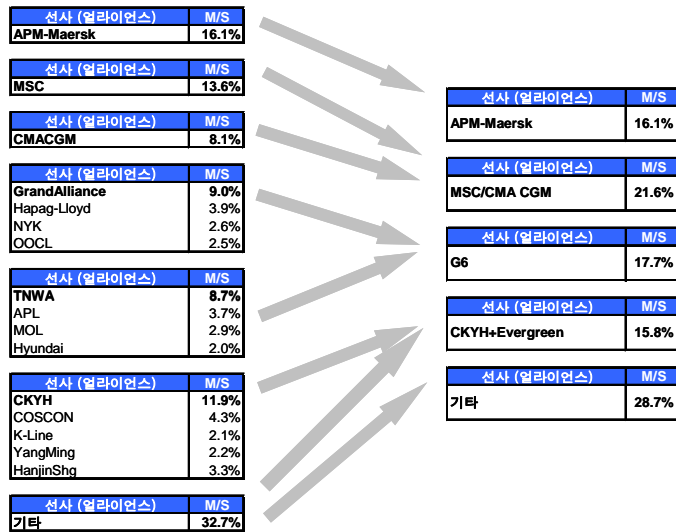
자료 : Alphaliner, HMC투자증권

〈그림12〉 CCFI 최근 급등 후 조정세



자료 : SSE

〈그림13〉 확대 재편된 선사들간의 공조 체제



자료 : Alphaliner, 언론, HMC투자증권

공조 체계가 적어도  
인위적인 개선이 필요한  
2013년까지는  
지속될 것으로 전망

이제 시장의 관심은 이러한 시장 안정화 기초가 언제까지 이어질 것이며 컨테이너선의 공급과 수요의 균형이 언제 이루어 질 수 있는지로 모아지고 있다. 우리는 향후 이러한 공조 체계가 적어도 컨테이너 시장의 수급 균형을 위해 인위적인 개선이 필요한 2013년까지는 지속될 것으로 전망한다. 그 이유는 1) 선사들은 2009년과 2011년 누적된 적자로 인해 경영상의 어려움에 직면해 있으며 2011년에 발주한 대형 선박들의 인도시점이 2014년까지로 여전히 선박 대금을 지불해야 하는 입장이며, 2) 선사들간의 M/S가 어느 정도 균형 상태에 있는 상황에서 선사간의 공조 체제로 서비스간 차별성이 크지 않아 M/S 경쟁을 통해 얻을 수 있는 실익이 적기 때문이다.

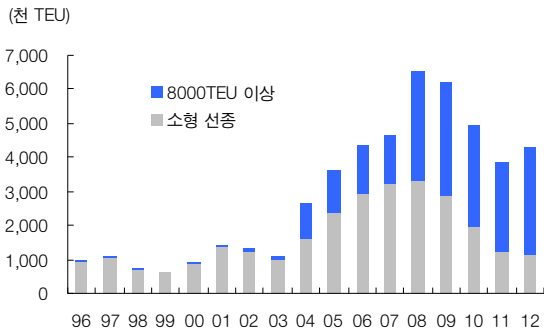
전세계적으로  
부채 감축을 위한  
재성장 국면이 지속될  
가능성이 높아

글로벌 금융위기 이전 발주하였던 선박들이 본격적으로 인도되었으며, 2010년 미니 랠리 동안 발주하였던 선박들은 향후 2014년까지 꾸준히 인도될 것이다. 이렇게 인도될 것으로 예정되는 선박량은 2012년 6월 1일 전체 선박량의 22.6%나 된다. 하지만, 현재 전세계는 유럽발 금융위기로 몸살을 앓고 있으며, 당초 회복할 것으로 기대되었던 각 국가들의 경제성장률은 지속적으로 하

**수요의 급격한 회복기대는 어려운 상황** 향되고 있다. 현재 문제는 단순히 유럽의 일부 국가의 문제를 넘어 전세계의 과도한 부채 수준에 대한 우려이며, 향후 부채 감축을 위한 저성장 국면이 한동안 지속될 가능성이 높기 때문에 수요의 급격한 회복을 기대하기는 어려운 상황이다.

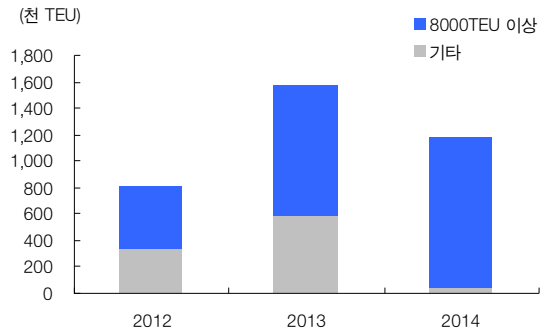
**컨테이너 해운업황의 균형 회복 Key는 선사들간의 공조를 통한 공급조절** 이러한 상황에서는 분명 가격 결정에 있어 협상력은 화주들에게 있을 수 밖에 없다. 하지만, 최근 선사들이 보여주고 있는 공조 체제와 시장에서 나타나고 있는 몇 가지 흐름들을 살펴 볼 때, 우리는 2012년과 2013년 컨테이너 해운 업황은 바닥을 지나 2014년에는 어느 정도 균형을 회복할 수 있을 것으로 전망한다. 그 Key는 선사들간 공조를 통한 공급 조절이다.

〈그림14〉 수주진량 대부분 대형 선종



자료 : Clarkson

〈그림15〉 인도 예정 선박 대부분 대형 선종



자료 : Clarkson

**수요의 회복은 제한적**

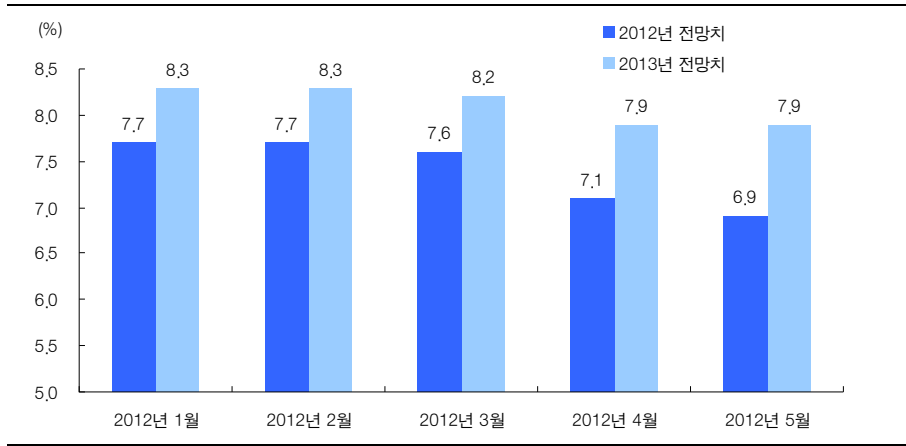
**2012년 컨테이너 물동량  
성장률 연간 5.7%로 전망**

우선 수요 측면을 보면, 2012년 컨테이너 물동량 성장률은 연간 5.7%에 그칠 것으로 전망한다. 과거 컨테이너 물동량 성장률은 전세계 GDP 성장률의 약 2배를 상회하는 수준에서 성장해 왔다. 하지만, 컨테이너 물동량 성장률 탄성치는 글로벌 금융위기를 거치면서 지속 하락하여 2010년에는 2.4배, 2011년에는 2.0배에 그쳤다. 우리는 올해 유럽발 금융위기로 인한 수요 위축으로 탄성치는 1.6배에 그칠 것으로 전망한다.

**Clarkson의 컨테이너 물동량  
전망치는 YoY 6.9%이나,  
하향 가능성 있음**

Clarkson의 전세계 컨테이너 물동량 성장률 전망치는 전년 대비 6.9%이다. 하지만, 성장률 전망치는 연초 7.7%에서 지속 하락하는 추세이며, 지난 1분기 실적발표에서 APM-Maersk의 CEO는 올해 컨테이너 물동량 성장률이 4~6% 수준에 머물 것으로 전망한 것으로 미루어 보아 Clarkson의 전망치는 향후 하향될 여지가 있을 것으로 판단한다.

〈그림16〉 Clarkson 컨테이너 수요 성장률 전망치 하향되는 추세



자료 : Clarkson

**미주 노선의 컨테이너  
수송량이 상대적으로  
견조한 추세를 보임**

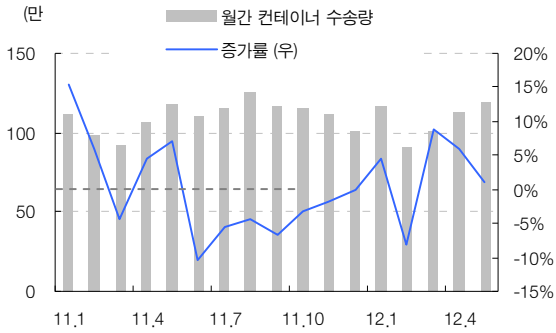
노선별로는 유럽노선 대비 미주 노선의 컨테이너 수송량이 상대적으로 견조한 추세이다. Alphaliner에 의하면 2012년 4월 FE-EU 항로 컨테이너 수송량은 전년 동기 대비 3.1% 감소한 113.6만 TEU를 기록하였으며, 연간 누적으로는 444.9만 TEU를 처리하여 전년 동기 대비 0.9% 감소하였다. 반면 FE-US 항로의 5월 컨테이너 처리량은 118.7만 TEU를 기록하여 전년 동기 대비 0.9% 증가하였으며, 5월까지 누적으로 540.5만 TEU를 기록하여 전년 동기 대비 2.4% 증가하였다.

**경기 둔화로 인한  
컨테이너 처리량 둔화 가능성  
존재**

아시아의 주요 항구 및 미주의 대형 항구의 컨테이너 물동량도 싱가포르를 제외하고는 전반적으로 둔화되는 추세를 보이고 있어 경기 둔화 압력에 자유롭지 못한 모습을 보여주고 있는 것으로 보인다. 따라서 추가적인 경기 둔화로 인한 컨테이너 처리량 둔화 가능성도 염두 해 두어야 할 것으로 판단한다.

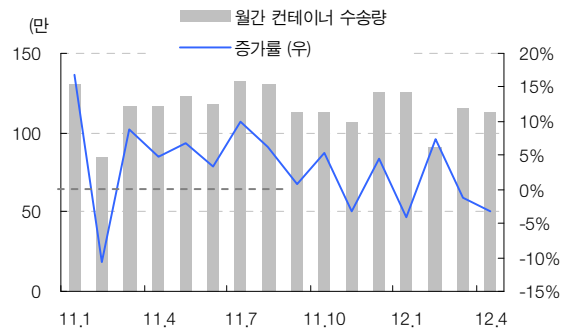


〈그림17〉 FE - US 컨테이너 수송량



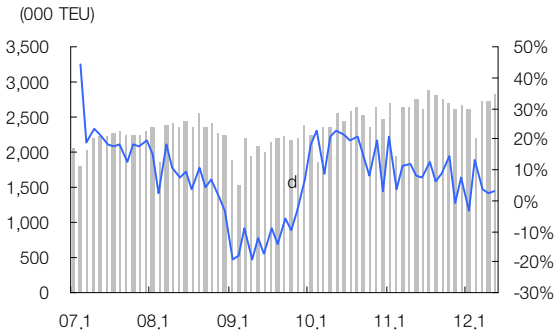
자료 : Alphaliner

〈그림18〉 FE - EU 컨테이너 수송량



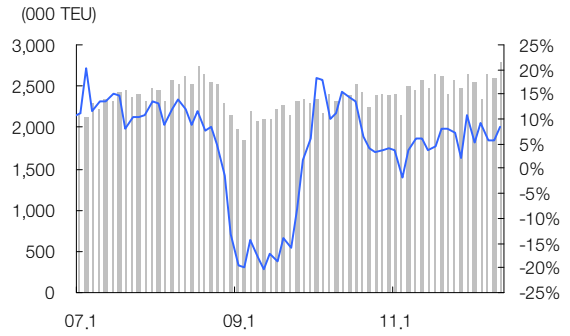
자료 : Alphaliner

〈그림19〉 상하이항 컨테이너 처리량



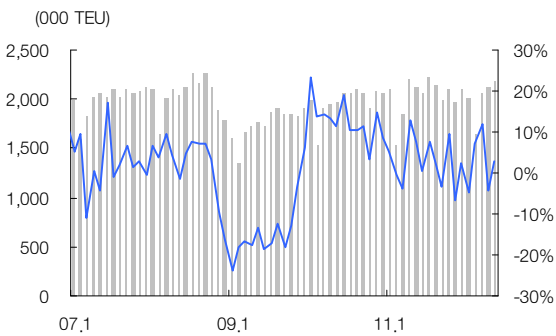
자료 : Bloomberg

〈그림20〉 싱가포르항 컨테이너 처리량



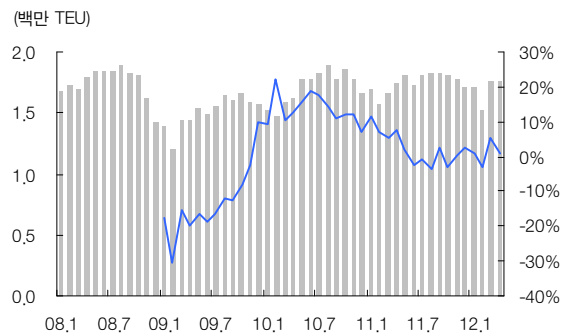
자료 : Bloomberg

〈그림21〉 홍콩항 컨테이너 처리량



자료 : Bloomberg

〈그림22〉 미주 주요항구 컨테이너 처리량



자료 : Bloomberg

**선사들간의 공조를 통한 수요와 공급 Balance 회복 가능할 전망**

2012, 2013년  
컨테이너 선복량 증가율은  
감소하는 추세를  
이어갈 것으로 전망

공급측면에서 우리는 2012년과 2013년 명목적인 컨테이너 선복량 증가율이 각각 6.7%와 6.8%로 전년 8.0%에서 성장률이 감소하는 추세를 이어갈 것으로 전망한다. 이러한 전망치는 전체 선복 대비 1.5%의 폐선과 20.0%의 인도 지연 및 취소 선복량 가정을 포함하고 있다. 하지만, 선사들의 자체적인 노력으로 공급조절이 가능한 계선과 Slow Steaming 효과를 감안할 경우 컨테이너 유효 선복 증가율은 2012년 3.4%, 2013년 7.1%에 머물 것으로 전망한다. 이에 따라, 명목적인 2012년 컨테이너선복 증가율은 수요 성장률을 1.1%p 초과하여 성장할 것으로 전망되지만, 선사들의 공조와 Super Slow Steaming 효과로 인해 실질적으로는 수요 증가율이 공급 증가율을 2.2%p 초과할 것으로 전망되어 운임의 회복을 이룰 것이다. 2013년에는 수요 성장률과 유효 선복의 증가율이 균형을 이룰 수 있을 것으로 전망한다.

우리는 지금부터 이러한 전망을 가능케 하는 몇 가지 조건, 즉 1) 연초 인도 예정 선복량 대비 20%의 인도 취소 및 지연, 2) 연간 23만 TEU의 폐선, 3) 전체 선복량의 4.5%인 74만 TEU의 계선, 4) Super Slow Steaming으로 인한 선복 흡수 75만 TEU에 대한 검증을 실시할 것이다.

〈표6〉 컨테이너 수급 전망

	단위	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
컨테이너 물동량	(mil TEU)	96	107	119	132	137	125	141	151	160	172
	(%, yoy)	13.4%	10.5%	11.3%	11.0%	4.2%	-9.0%	12.8%	7.6%	5.7%	7.3%
Global GDP growth	(%)	4.9%	4.5%	5.2%	5.4%	2.8%	-0.6%	5.3%	3.9%	3.5%	4.1%
컨테이너 물동량 GDP 탄력성	(배)	2.7	2.3	2.1	2.0	1.5	14.7	2.4	2.0	1.6	1.8
컨테이너 명목 선복량	(mil TEU)	7.2	8.2	9.5	10.8	12.2	12.9	14.2	15.3	16.4	17.5
	(%, yoy)	9.8%	12.9%	16.5%	13.6%	12.7%	6.0%	9.6%	8.0%	6.7%	6.8%
연초인도 예정 선복량	(mil TEU)	0.66	0.91	1.31	1.41	1.73	2.04	2.24	1.65	1.58	1.60
취소 및 연기 선복량	(mil TEU)	0.0	0.0	-0.1	0.1	0.3	0.9	0.9	0.5	0.3	0.3
취소 및 연기 비율		0.8%	-2.8%	-5.2%	6.3%	14.5%	45.5%	38.5%	27.4%	20.0%	18.0%
폐선	(mil TEU)	0.01	0.00	0.02	0.02	0.10	0.38	0.13	0.07	0.23	0.20
선복량대비 비중		0.1%	0.0%	0.3%	0.2%	0.9%	3.1%	1.0%	0.5%	1.5%	1.2%
명목 Balance	(%p)	3.6%	-2.4%	-5.3%	-2.6%	-8.5%	-15.0%	3.2%	-0.4%	-1.1%	0.5%
물동량/명목선복량		13.3	13.0	12.4	12.1	11.2	9.6	9.9	9.9	9.8	9.8
컨테이너 유효 선복량	(mil TEU)	7.2	8.2	9.5	10.8	12.2	11.4	12.9	14.4	14.9	15.9
	(%, yoy)	9.8%	12.9%	16.5%	13.6%	12.7%	-6.6%	13.2%	11.3%	3.4%	7.1%
계선 선복	(mil TEU)						1.28	0.68	0.26	0.74	0.79
계선 선복 비중	(%)						9.9%	4.8%	1.7%	4.5%	4.5%
Slow Steaming 효과	(mil TEU)						0.26	0.60	0.69	0.75	0.75
Slow Steaming 효과	(%)						2.0%	4.2%	4.5%	4.6%	4.3%
유효 Balance	(%p)	3.6%	-2.4%	-5.3%	-2.6%	-8.5%	-2.4%	-0.5%	-3.7%	2.2%	0.2%
물동량/유효선복량		13.3	13.0	12.4	12.1	11.2	10.9	10.9	10.5	10.8	10.8

자료 : Clarkson, Alphaliner, HMC투자증권

**2012년 인도 취소 및 연기 비율은 20%**

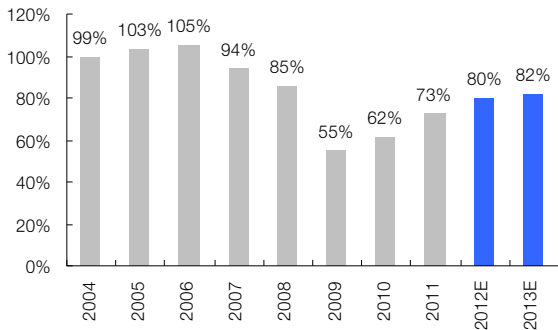
금융위기 이후  
연초 예정 선복 대비  
연말 인도 선복 비율은  
금융위기 이전  
호황기 대비 감소

과거 금융위기 이전 호황기였던 2004년 ~ 2006년에는 연초 계획된 인도 예정 선복의 거의 대부분이 연말까지 인도되었다. 심지어, 2005년 및 2006년에는 연초 예정 선복 대비 연말 인도 선복이 더 많았던 적도 있었다. 하지만, 2007년에는 이 비율이 93.7%로 감소하였으며 금융위기 기간이었던 2009년 및 2010년에는 연초 계획된 인도 예정 선복 대비 연말 실제 인도 선복량은 54.5%와 61.5%에 머물렀다. 이는 금융위기로 인해 일부 중소형 조선소들이 파산하였거나, 일부 선사들이 재무상 어려움이 발생하면서 발주하였던 선박 인도를 지연하였기 때문이다. 금융위기로 인한 컨테이너 물동량의 급감 역시도 선박 인도 지연의 요인이었을 것이다.

도산하는 조선소 감소와  
Unit Cost 감축을 위한  
대형 선박 발주로 인해  
20% 이상의  
선박 인도 지연 및 발주 취소  
가능성은 낮아

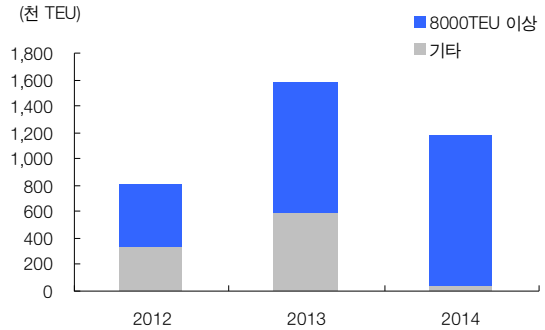
2012년과 2013년에는 연초 계획되었던 인도 예정 선복량 대비 각각 80%와 82%의 선복이 연말까지 인도될 것으로 전망한다. 과거에 비해 도산하는 조선소가 감소하고 있고, 최근 인도 예정 물량의 대부분이 Unit Cost 감축을 위해 발주한 Super Post-Panamax급 선박임을 고려할 하였을 때 과거와 같은 20%가 넘는 수준의 선박 인도 지연 및 발주 취소가 일어날 확률은 낮다고 판단한다. 하지만, 지난 5월 이스라엘 컨테이너 선사인 ZIM이 삼성중공업에 발주한 12,600 TEU급 9척에 대한 납기 연기 요청이 있었던 것처럼 일부 선사의 경우 유동성 확보가 어려워짐에 따라 납기 연기를 요청하는 사례는 여전히 발생하고 있다.

〈그림23〉 정시 인도율은 과거 대비 높아질 것



자료 : Clarkson, HMC투자증권

〈그림24〉 Clarkson 인도 예정 선복 Breakdown



자료 : Clarkson

**대형화와 고유가로 인해 경제성 낮아진 선박들의 폐선 이어질 전망**

Bunker-C유의 가격 급등이  
선박 채산성을 악화해 나타나  
컨테이너선의 폐선 급증

최근 컨테이너선의 폐선이 급증 하고 있다. 사상 최대 수준의 폐선이 있었던 2009년 대비 37.4%가 이미 올 상반기 폐선되었다. 이러한 폐선 추세는 컨테이너 명목 운임이 사상 최고 수준에 이르렀음에도 불구하고 Bunker-C유 가격이 급등하면서 선박의 채산성이 악화되고 있기 때문이다.

Super Post-Panamax급  
선박의 본격적 배치 또한  
폐선을 자극하는 요인 중 하나

또한, Super Post-Panamax급 선박들이 본격적으로 배치됨에 따라 Cascading 현상이 두드러지게 나타나고 있는 것 역시 폐선을 자극하는 요인인 것으로 판단한다. 특히 3,000 TEU 미만급 선박의 경우 선박 대형화에 따라 수요가 감소하고 있는 것으로 알려지고 있어 향후 동 사이즈 선박에 대한 폐선이 지속될 것이다.

**1,000-3,000 TEU 사이의 선복량은 감소 추세에 있음**

Alphaliner에 의하면, 2011년 6월 1일 기준 전 항로에서 배치된 1,000 ~ 2,999 TEU급 컨테이너 선복량은 365만 TEU였으나, 2012년 6월에는 359만 TEU로 감소하였다. 특히 3,000~3,999 TEU급 선박 역시 111만 TEU에서 107만 TEU로 감소하고 있는 추세인 나타났다. 이미 3,000 TEU급 선박의 경우 이미 유럽-아시아 노선에서는 더 이상 사용되지 않고 있다. 또한, 소형 선박들의 계선이 크게 늘어, 전체 선복량의 7%가 계선되어 있는 상태이다. 전체 평균 계선율이 3% 수준인 것을 감안하면 3,000 TEU 미만 선형의 계선율은 매우 높은 편이다. 계선되어있는 선박 중 선령이 높은 선박의 경우에는 곧 폐선의 수순을 밟을 것으로 판단된다.

**2012년 전체 선박의 1.5%인 23만 TEU 선박 폐선 전망**

우리는 올해 전체 선박의 1.5%인 23만 TEU, 2013년에는 0.8%인 13만 TEU의 선박이 폐선 될 것으로 전망하고 있다. 2012년 5월 기준 전체 선대 중 선령 25년 이상의 컨테이너의 선복량은 34만 TEU이며 최근 평균 폐선 선령이 26년까지 하락하였고, 폐선 선박 Size도 증가하고 있는 것을 감안하면 이는 충분히 가능한 가정이라고 판단한다.

〈표7〉 2011년 6월 항로별 투입선박

Trade	100 -999	1,000 -1,999	2,000 -2,999	3,000 -3,999	4,000 -5,099	5,100 -7,499	7,500 -9,999	10,000 -15,500	Total Cellular TEU	Non - cellular	Total Liner TEU	%
Eur-N, Am	0	16,403	102,902	82,824	294,608	69,575	24,157	0	590,469	14,540	605,009	4%
FE-N, Am	0	13,480	73,144	107,131	903,115	777,779	726,715	20,000	2,621,364	8,192	2,629,556	17%
Eur-FE	0	0	30,858	40,011	202,067	971,444	1,523,637	1,152,340	3,920,357	0	3,920,357	26%
ME/ISC related	32,163	170,344	272,392	310,877	470,339	434,695	40,853	0	1,731,663	17,147	1,748,810	12%
Africa related	31,463	328,241	430,712	123,133	118,106	43,730	16,147	0	1,091,532	23,676	1,115,208	7%
Lat Am related	60,095	251,582	367,767	217,665	699,047	415,239	58,755	0	2,070,150	19,366	2,089,516	14%
Oceania related	15,986	33,470	163,487	100,400	238,793	0	0	0	552,136	11,397	563,533	4%
Intra-FE	296,000	670,879	239,336	57,582	132,780	0	0	0	1,396,577	79,291	1,475,868	10%
Intra-Europe	190,079	266,862	97,915	49,886	40,987	0	0	0	645,729	37,316	683,045	5%
Other/Unassigned	26,679	29,130	26,668	0	9,451	5576	16600	0	114,104	21,684	135,788	1%
Idle	24,654	45,680	20,749	16,608	9,341	0	0	11,356	128,388	1,771	130,159	1%
(%, Total)	3.6%	2.5%	1.1%	1.5%	0.3%	0.0%	0.0%	1.0%	0.9%	0.8%	0.9%	
Total	677,119	1,826,071	1,825,930	1,106,117	3,118,634	2,718,038	2,406,864	1,183,696	14,862,469	234,380	15,096,849	100%

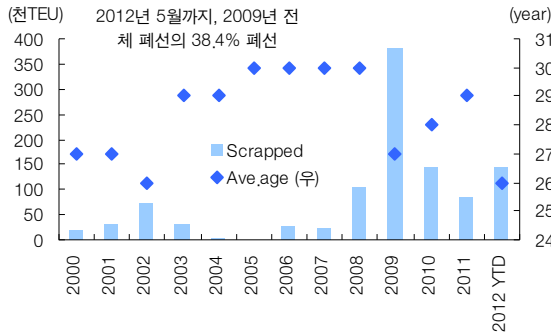
자료 : Alphaliner, HMC투자증권

〈표8〉 2012년 6월 항로별 투입선박 과거대비 대형화 추세, 소형 선종의 계선 급증

Trade	100 -999	1,000 -1,999	2,000 -2,999	3,000 -3,999	4,000 -5,099	5,100 -7,499	7,500 -9,999	10,000 -15,500	Total Cellular TEU	Non - cellular	Total Liner TEU	%
Eur-N, Am	0	10,569	82,274	91,032	325,137	96,907	0	0	605,919	14,540	620,459	4%
FE-N, Am	0	18,375	35,924	75,772	856,324	740,203	841,618	48,072	2,616,288	8,192	2,624,480	16%
Eur-FE	0	0	0	20,574	42,605	654,620	1,441,679	1,737,890	3,897,368	0	3,897,368	24%
ME/ISC related	24,291	179,004	173,212	241,961	502,479	579,355	69,165	79,026	1,848,493	17,682	1,866,175	12%
Africa related	27,146	262,599	478,655	152,609	140,886	118,546	67,891	0	1,248,332	27,028	1,275,360	8%
Lat Am related	55,099	208,081	303,533	184,757	628,363	602,021	199,473	0	2,181,327	19,710	2,201,037	14%
Oceania related	16,416	44,563	114,468	99,245	304,071	5,905	0	0	584,668	15,788	600,456	4%
Intra-FE	280,201	690,235	292,758	67,448	217,242	0	0	0	1,547,884	81,936	1,629,820	10%
Intra-Europe	184,589	299,870	73,947	33,002	134,100	0	0	0	725,508	32,413	757,921	5%
Other/Unassigned	19,284	20,802	49,855	16,942	12,926	20,900	8,200	0	148,909	10,497	159,406	1%
Idle	52,588	91,772	156,245	84,261	89,785	59,364	8,411	0	542,426	7,188	549,614	3%
(%, Total)	8.0%	5.0%	8.9%	7.9%	2.8%	2.1%	0.3%	0.0%	3.4%	3.1%	3.4%	
Total	659,614	1,825,870	1,760,871	1,067,603	3,253,918	2,877,821	2,636,437	1,864,988	15,947,122	234,974	16,182,096	100%

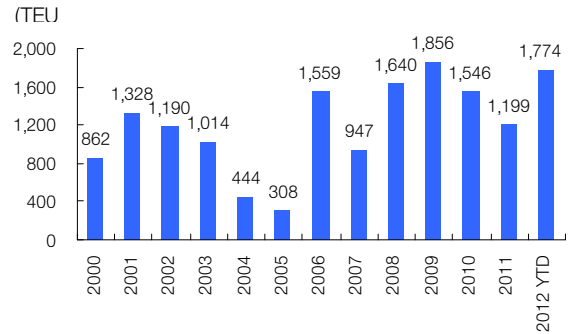
자료 : Alphaliner, HMC투자증권

<그림25> 폐선 빠르게 증가, 폐선 선령 하락



자료 : Alphaliner, HMC투자증권

<그림26> 폐선 선박 점차 대형화



자료 : Alphaliner, HMC투자증권

<표9> 2012년 5월 기준 컨테이너 선대 선령 구성

Fleet	Age Profile(years)						TOTAL	25+ (%)	20~24 (%)	20+ (%)
	25+	20~24	15~19	10~14	5~9	0~4				
100~999 teu	101	36	138	139	175	141	731	13.8%	4.9%	18.7%
1,000~1,999 teu	91	92	365	411	311	536	1,806	5.0%	5.1%	10.1%
2,000~2,999 teu	76	104	167	431	579	403	1,760	4.3%	5.9%	10.2%
3,000~5,000 teu	76	192	484	541	1,121	1,548	3,962	1.9%	4.8%	6.8%
Post-p'max (5000~7999)		26	256	842	1,007	1,144	3,275	0.0%	0.8%	0.8%
Post-p'max 8000&+				139	1,139	2,924	4,203	0.0%	0.0%	0.0%
TOTAL	344	450	1,411	2,503	4,333	6,696	15,736	2.2%	2.9%	5.0%

자료 : Clarkson, HMC투자증권

**Super Slow Steaming!**

**Super Slow Steaming으로 에너지 효율성 증가**

금융위기 이후 일반화된 선사들의 Slow Steaming은 이제 Extra Slow Steaming보다 강화된 Super Slow Steaming에 이르고 있다. Bloomberg에 따르면 2012년 5,000 TEU이상 대형 선박의 속도는 2011년 대비 한 단계 더 하락하였다. 이러한 Super Slow Steaming의 유인은 다양하지만 무엇보다 에너지 효율성 증가이다. 현재 13,100 TEU급 한진 수호 호의 경우로 예를 들면, 최대 속도 24 knot로 운항시 1일 Bunker-C유 소비량은 240톤 수준이지만, 17knot로 운항시 1일 Bunker-C유 소비량은 약 130톤으로 약 54% 감소하는 것으로 알려져 있다. 이러한 Slow Steaming 효과로 주간 유럽 1항차에 걸리는 시간이 과거 8주에서 11주로 길어졌다. 그렇다고 하더라도 1항차에 소비되는 Bunker-C유는 13,440에서 10,000톤 가량으로 약 34% 이상 감소한 것으로 추정된다.

**Slow Steaming의 일반화로 선박 흡수 효과 발생**

또한 이러한 Slow Steaming으로 인해 아시아 - 유럽 서비스에 투입되는 선박 수는 최근 대부분 11대로 증가한 것으로 알려져 있다. 이처럼 Slow Steaming이 일반화 됨에 따라 선박 흡수효과가 발생하고 있는 것이다. Alphaliner에 따르면 장거리 노선에서 일반화된 Slow Steaming으로 인해 흡수되고 있는 선박량은 2011년 동안 약 65만~73만 TEU인 것으로 추정된다.

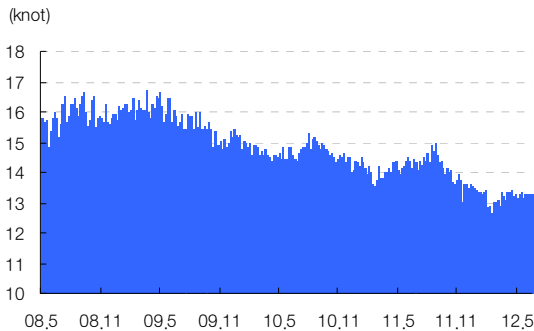
2012년 Super Slow Steaming으로 인한 선복 흡수 효과 약 75만 TEU로 전망

2012년 들어 이러한 Slow Steaming은 Super Slow Steaming으로 더욱 강화되고 있는 추세이다. 성수기를 맞아 속도가 소폭 상승하고 있지만, 성수기 이후 속도는 다시 감소할 것으로 전망된다. 우리는 이러한 Slow Steaming 효과로 인해 지난해 약 70만 TEU의 선복 흡수 효과가 있었고 올해에는 Super Slow Steaming 으로 인해 약 75만 TEU의 선복 흡수 효과가 있을 것으로 전망한다.

최근 장기선 화물시장의 트렌드가 빠른 배송보다는 정시 배송을 중요시 하여 Slow Steaming은 향후에도 지속될 것으로 전망

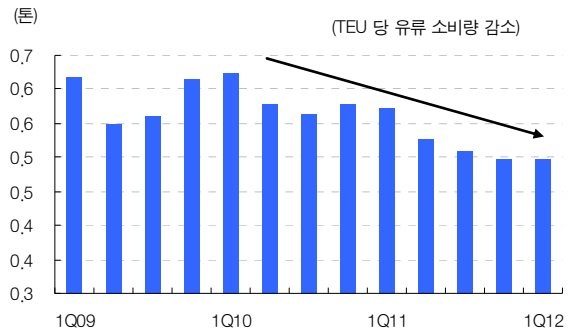
선사들의 유류 소비 절감, 환경 규제 강화, 그리고 선복 흡수 효과 등으로 인해 이러한 Super Slow Steaming은 향후에도 지속 될 전망이다. 최근 장기선 화물 시장의 트렌드가 빠른 배송 보다는 정시 배송을 중요시 하고 있고, 화주들 역시 시간 보다는 Supply Chain 안정화를 위한 정시성을 더욱 중요시 하고 있는 트렌드인 것으로 파악되어 Slow Steaming으로 인한 화주와의 갈등은 그리 크지 않을 것으로 판단한다.

<그림27> 5,000 TEU 이상 컨테이너선 운항 속도



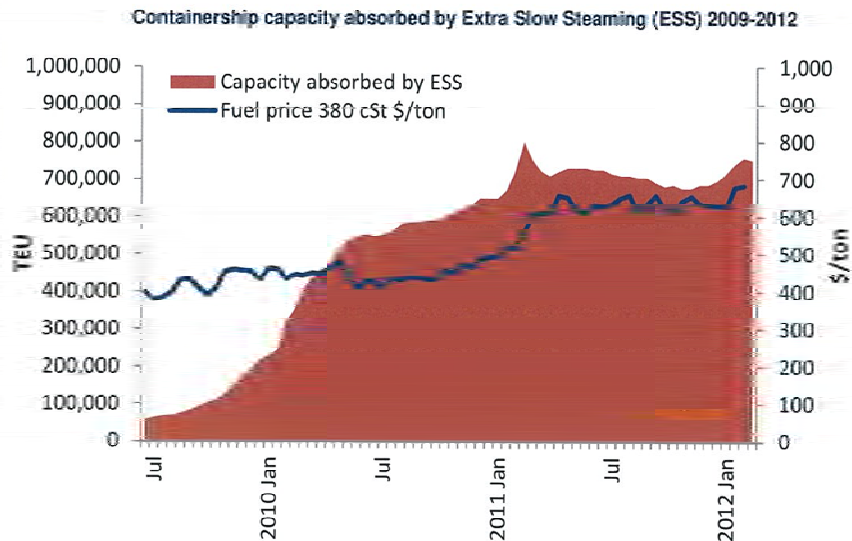
자료 : Alphaliner, HMC투자증권

<그림28> 한진해운 TEU당 유류 소비량 감소추세



자료 : 한진해운, HMC투자증권

<그림29> Slow Steaming에 따른 선복 흡수량



자료 : Alphaliner, HMC투자증권

**주요 노선의 공급은 오히려 감소 -> Cascading과 선사간 공조 효과**

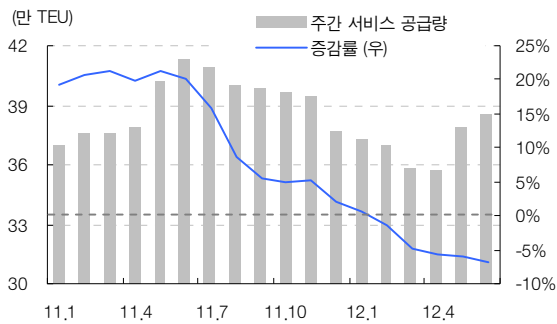
2011년 말을 기점으로  
강화된 선사들의 공조체제로  
2012년으로 들어오며  
서비스 규모는 전년 동기 대비  
본격적으로 감소함

Alphaliner에 따르면, 2012년 6월 1일 기준 아시아-유럽 노선의 주간 서비스 선복량은 38.5만 TEU이다. 이는 지난해 6월 41.4만 TEU 대비 6.7% 감소한 수치이다. 또 다른 주요 노선인 아시아-미주 노선의 주간 서비스 선복량 역시 37.2만 TEU로 전년 동기 대비 4.2% 감소하였다. 전체적으로 보았을 때 지난해 상반기까지 지속적으로 서비스 규모가 확대 되었으나, 하반기로 들어가면서 서비스 확대 규모는 축소 되었다. 무엇보다 미국 신용등급 강등과 그리스 문제의 부각 등으로 인해 수요 불확실성이 제기되었기 때문인 것으로 판단된다. 이후 2012년으로 들어오면서 본격적으로 서비스 규모는 전년 동기 대비 감소하기 시작하였다. 선사들의 공조체제가 지난해 말을 기점으로 강화되었던 것을 고려하면 이때부터 서비스 선복량이 안정화 된 것은 이해가 되는 부분이다.

선사들의 개선과 공조로  
주요 노선 선복량이 전년 대비  
증가하지 않아  
운임에 긍정적으로 작용할 것

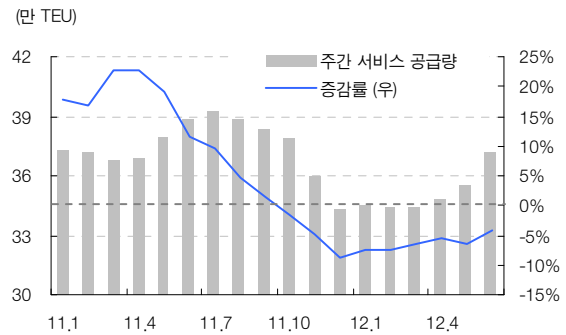
계절적으로 보았을 때 성수기인 8월까지는 지난해 말부터 중단되었던 서비스들이 재가동 되면서 주요 노선 선복량은 월간으로 증가할 것이다. 하지만, 선사들의 개선과 공조로 전년 동기 대비 증가추세로 전환하지는 않을 것으로 판단한다. 현재 전체 컨테이너 해운 선복량이 전년 동기 대비 증가 추세임에도 불구하고 주요 기간 노선의 서비스 선복량 감소가 이루어지고 있다는 점은 선사들간의 출혈 경쟁이 제한되고 있는 점을 반영하고 있는 것으로 판단되어 향후 운임 추이에 긍정적 인 요인으로 작용할 것이다.

<그림30> FE-Eur 항로 주간 선복 공급량 감소



자료 : Alphaliner, HMC투자증권

<그림31> FE-N, Am 항로 주간 선복 공급량 감소



자료 : Alphaliner, HMC투자증권

개선 고려 시  
전체 선복량 증가율은  
YoY기준 4.4%에 그치고 있음

현재까지 증가된 대부분의 대형 선박들은 주로 유럽과 일부 미주 노선으로 배치된 것으로 파악된다. 하지만, 기존의 Panamax급 선박들이 Cascade되어 아시아 역내, 유럽 역내, 그리고 아프리카 및 중동/인동양 등 서비스로 재배치 됨에 따라 주요 노선의 선복량은 감소하였다. 개선을 고려할 경우 전체 선복량 증가율은 전년 동기 대비 4.4%에 그치고 있다. 일부 노선은 Cascade 효과로 인해 선복량이 크게 증가한 것으로 파악된다. 하지만, 이 노선의 경우 주요 선사들에게 있어 노출도가 낮은데다 기존의 기간 항로 대비 수요의 성장률이 높은 곳이기 때문에 경쟁은 제한적이며 컨테이너 선사들에게 미치는 영향은 크지 않을 것이다. 일부 컨테이너 선사들의 경우에는 빠르게 성장하고 있는 동 지역에서의 영업을 강화하기 위해 전략적으로 CAPA를 확충한 것으로 판단한다. 한진해운의 경우에도 지속적으로 아시아 지역의 CAPA를 확충하고 있는 것으로 파악되고 있는데, 2010년부터 전략적으로 아시아 역내에 물동량 처리 비중이 높아지고 있는 추세이다.



〈표10〉 주요항로 월간 정기선 선복량 공급은 계선 고려시 전년동기 대비 4.4% 증가

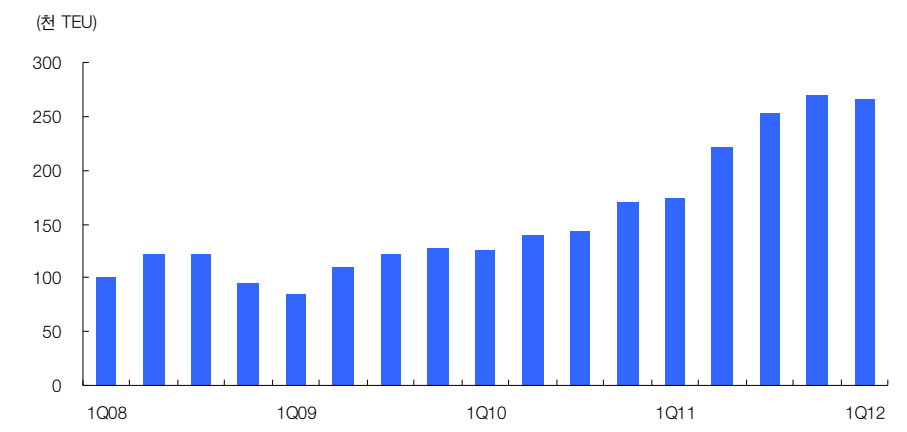
Trade	12.01	12.02	12.03	12.04	12.05	12.06
Eur-N, Am	588,061	577,172	574,462	618,144	631,474	620,459
FE-N, Am	2,450,756	2,451,985	2,460,115	2,458,812	2,523,804	2,624,480
Eur-FE	3,733,914	3,696,033	3,660,170	3,739,840	3,849,314	3,897,368
ME/ISC related	1,857,759	1,811,003	1,780,666	1,816,316	1,833,418	1,866,175
Africa related	1,222,765	1,247,557	1,213,430	1,181,508	1,206,210	1,275,360
Lat Am related	2,180,306	2,173,406	2,177,680	2,186,304	2,200,586	2,201,037
Oceania related	607,188	625,097	602,587	604,889	616,109	600,456
Intra-FE	1,544,800	1,517,731	1,543,672	1,552,522	1,589,685	1,629,820
Intra-Europe	707,188	710,057	715,302	725,970	775,391	757,921
Other/Unassigned	126,576	121,477	204,102	162,870	181,745	159,406
Idle	632,140	766,997	854,936	885,680	648,288	549,614
(%, Total)	4.0%	4.9%	5.4%	5.6%	4.0%	3.4%
Total	15,651,453	15,698,515	15,787,122	15,932,855	16,056,024	16,182,096
Idling 제외	15,019,313	14,931,518	14,932,186	15,047,175	15,407,736	15,632,482

(yoy, %)

Eur-N, Am	-	-	-1.4%	5.2%	6.6%	2.6%
FE-N, Am	-	-	-3.8%	-4.4%	-4.2%	-0.2%
Eur-FE	-	-	0.4%	1.4%	-0.5%	-0.6%
ME/ISC related	-	-	4.4%	5.3%	5.8%	6.7%
Africa related	-	-	10.0%	6.4%	5.8%	14.4%
Lat Am related	-	-	10.8%	11.8%	8.8%	5.3%
Oceania related	-	-	10.4%	8.8%	12.1%	6.6%
Intra-FE	-	-	6.7%	4.9%	8.2%	10.4%
Intra-Europe	-	-	5.5%	7.0%	13.4%	11.0%
Other/Unassigned	-	-	64.1%	-8.1%	51.9%	17.4%
Idle	-	-	192.6%	316.7%	307.6%	322.3%
(%, Total)	-	-	171.4%	285.6%	280.2%	293.9%
Total	-	-	7.8%	8.1%	7.2%	7.2%
Idling 제외	-	-	4.0%	3.6%	4.0%	4.4%

자료 : Alphaliner, HMC투자증권

〈그림32〉 한진해운 아시아 역내 물동량 처리량 빠르게 증가



자료 : 한진해운, HMC투자증권

**선사들의 공조체제가 지속된다면 충분히 운임은 상승할 수 있는 여건**

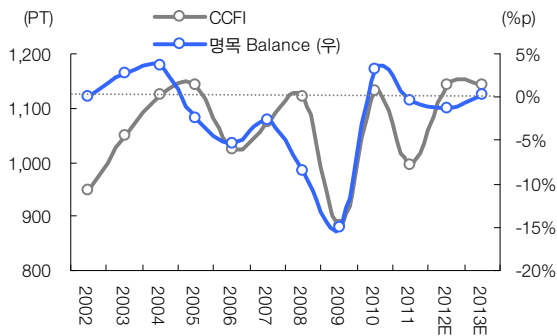
2012년 컨테이너 선복 명목 증가율은 YoY 기준 6.7%로 전망

위와 같은 가정들을 근거로 살펴보면, 폐선과 선박 인도 지연/취소만을 감안한 2012년 컨테이너 선복 명목 증가율은 전년 대비 6.7% 증가 할 것으로 전망된다. 이에 따라, 컨테이너 선복 공급량은 컨테이너 수요 증가율을 1.1%p 초과하여 성장하게 된다. 과거 컨테이너 수요 증가율에서 명목 선복 증가율 뺀 Balance가 전년대비 악화될 경우 대부분의 경우에서 CCFI 지수는 하락되는 경향을 보였다.

하지만 Slow Steaming, 계선 효과를 감안한 2012년 선복 증가율은 3.7%에 그칠 전망

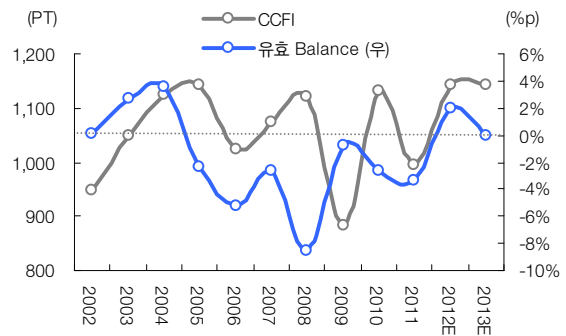
하지만, 명목 증가율에 Slow Steaming 효과와 계선 효과를 감안한 유효 선복 증가율은 2012년 3.7%에 그칠 전망이다. 이에 따라 수요 증가율은 유효 선복 증가율을 1.9%p 초과하여 성장하게 될 것으로 전망된다. 과거 2008년~2010년의 연평균 CCFI 추이와 유효 Balance 추이는 서로 반대 방향으로 움직여 왔다. 하지만, 2009년의 경우 하반기부터 선사들의 계선이 본격화 되면서 CCFI는 회복 추세로 전환하였다. 즉 유효 Balance가 회복되면서 운임이 상승추세로 전환한 것이었다. 2010년의 경우에는 연평균 CCFI는 상승하였지만, 2010년 하반기부터 선사들의 계선이 감소하면서 유효 Balance는 하락하였고, CCFI도 하락추세로 전환하였다. 따라서 전반적인 유효 Balance 추이는 컨테이너 운임 추세에 동행성이 있는 것으로 판단할 수 있으며, 우리는 선사들간의 공조체제가 지속되어 경쟁이 제한된 가운데 선사들의 계선이 지속되면 올해와 내년 전반적인 운임의 회복세가 지속 가능할 것으로 전망한다.

〈그림33〉 명목 Balance와 CCFI 추이



자료 : SSE, HMC투자증권

〈그림34〉 실질 Balance와 CCFI 추이



자료 : SSE, HMC투자증권

수요와 공급의 성장률 관계를 알아보기 위해 계선율 10%, 운임의 급반등이 일어났던 시기를 주목

수요와 공급의 성장률의 관계를 알아보는 것은 Flow 관점에서 큰 의미를 갖는다. 하지만, 만성적인 컨테이너 해운 시장의 근본적인 회복을 위해서는 공급과잉의 수준이 과연 얼마나 되면 향후 이 공급과잉이 언제쯤 해결 될 수 있을 것인가, 즉 Stock 관점에서의 분석이 필요하다. 이를 추정하는 것은 쉽지 않은 일이다, 무엇보다 수요와 공급이 균형인 상태의 선복량과 물동량이 어느 정도 수준인지 알기 어렵기 때문이다. 우리는 우선 2009년 계선율이 10% 수준을 기록하며 운임의 급반등을 이끌어냈던 2009년 하반기 ~ 2010년 1분의 상황에 주목한다. 당시 계선율이 10% 수준인 상황에서 운임의 회복의 회복이 있었고, 이로 인해 2010년 하반기에는 계선율이 2%를 하회하는 수준으로 하락하면서 선사들의 경쟁이 재점화 되었다.

2009-2010년의 공급 수준이  
균형 상태라 가정

2009년과 2010년의 컨테이너 물동량을 개선과 Slow Steaming 효과를 모두 감안한 유효 선복량으로 나눈 값은 10.9였는데, 우리는 이 수준이 선사들이 어느 정도 정상화 될 수 있는 균형상 태라는 가정하에서 전체 선대의 공급 초과율을 파악해 보았다.

균형 상태의 시기와  
비교하였을 때, 2014년 이후  
계선율이 3%대로 낮아진다  
하더라도 수요와 공급의 균형  
이루질 전망

아래 표에서 볼 수 있는 것처럼 2010년에는 10.9배수를 감안한 명목 선복량을 기준으로 보았을 때 우리가 기준으로 삼았던 2009년과 2010년에는 수요와 공급이 균형을 이루었지만, 개선이 없었다면 사실상 10.9%와 5.4%의 선복량이 초과 공급된 상태였던 것으로 추정된다. 2012년 역시 대규모 선박의 투입이 계획되어 있기 때문에 Super Slow Steaming이 지속되고 있음에도 6.4%의 선박 공급 과잉 상태인 것으로 판단된다. 이는 2009년에 비해 크게 개선된 수치로 현재 상태에서 대규모 발주가 나오지 않는다면 2014년 이후에는 개선율이 3%대로 낮아진다고 하더라도 어느 정도 수요와 공급간의 균형이 맞을 수 있는 시장 상황이 될 수 있을 전망이다.

〈표11〉 실질적인 선복량의 초과 공급 올해 1.3%에 그칠 전망 (단위: 백만 TEU, %)

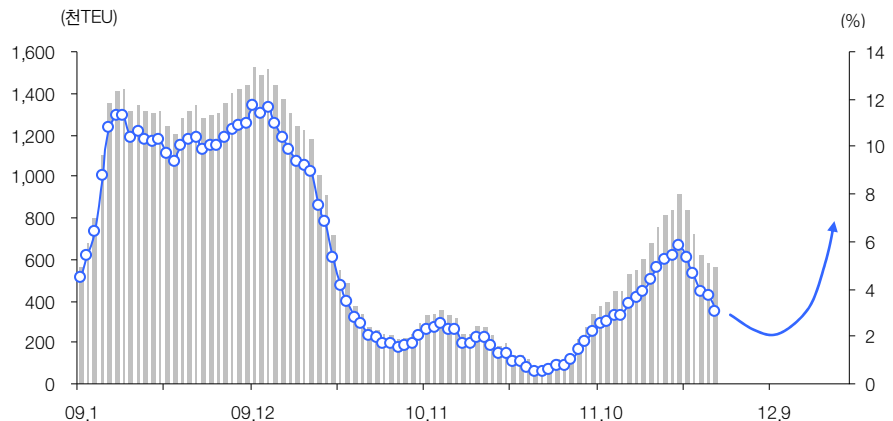
	비교	2009	2010	2011	2012E	2013E
(1) 물동량		124.7	140.7	151.4	159.9	171.7
(2) 명목선복량		12.9	14.2	15.3	16.4	17.5
(3) Slow Steaming 효과		0.3	0.6	0.7	0.8	0.8
(4) 투입선복량	(2)-(3)	12.7	13.6	14.6	15.6	16.7
(5) 적정선복량	(1)/10.9	11.4	12.9	13.9	14.7	15.7
(6) 공급초과율	(4)/(5)-1	10.9%	5.4%	5.4%	6.4%	6.2%
(7) 개선선복량		1.3	0.7	0.3	0.7	0.8
(8) 개선율		9.9%	4.8%	1.7%	4.5%	4.5%
(9) 개선감안 공급 초과율	((4)-(7))/(5)	-0.3%	0.1%	3.5%	1.3%	1.2%

자료 : Alphaliner, Clarkson, HMC투자증권

최근 개선 선복량 비율 감소는  
성수기를 맞은  
서비스 재가동 측면으로  
해석 가능

최근 개선 선복량 비율이 3월 5.8%를 기록한 이후 지속 하락하고 있다. 하지만, 이는 경쟁의 재점화라고 하기 보다는 성수기를 맞은 서비스 재가동 측면에서 볼 수 있을 것으로 판단한다. 오히려 개선 비율이 5.8%로 지난 2010년의 고점이었던 11.7% 보다 낮은 수준에서 운임 인상이 받아들여지고 있다는 점은 컨테이너 해운업의 공급 과잉 정도가 생각만큼 심각한 수준은 아니라고 판단할 수도 있다.

〈그림35〉 개선은 비수기 진입시 다시 회복될 전망



자료 : Alphaliner, HMC투자증권

높은 L/F는 선사들이  
운임을 인상시킬 수 있는  
중요한 필요조건

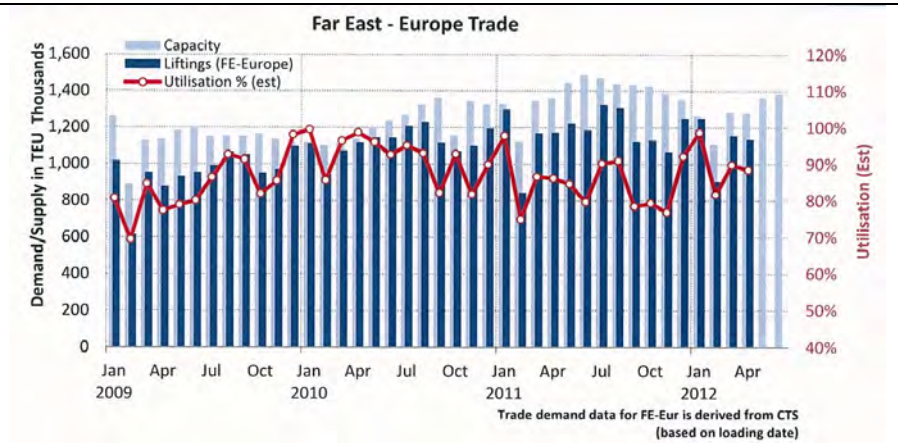
이러한 공조로 인해 주요 간선 항로의 L/F는 상당히 높은 수준을 유지하고 있다. 유럽의 경우에는 경기 침체로 인해 최근 L/F가 90%를 소폭 하회하고 있으나, 미주 노선의 경우 L/F는 거의 100% 수준까지 상승하였다. 결국 운임의 방향성을 결정하는 것은 수요와 공급의 불균형이 어느 편에 있는가 하는 것이다. 이와 같은 높은 L/F는 선사들이 운임을 인상시킬 수 있는 중요한 필요 조건이라고 할 수 있다.

<그림36> 미주 물동량 L/F 거의 100%에 달하는 높은 수준



자료 : Alphaliner, HMC투자증권

<그림37> 유럽 물동량 L/F



자료 : Alphaliner, HMC투자증권

### 선사들간의 출혈 경쟁은 더 이상 쉽지 않은 여건

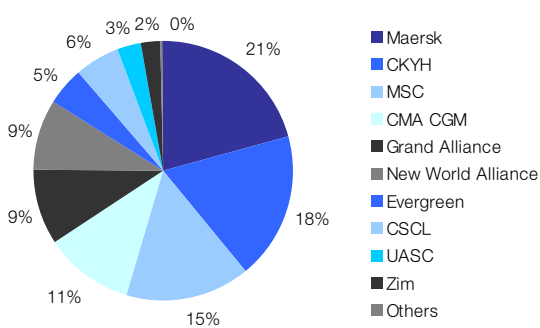
#### 선사들간의 얼라이언스 확대로 시장의 경쟁강도 낮아짐

선사들간의 얼라이언스 체제가 확대 재편되면서, 컨테이너 해운 시장 M/S 확보를 위한 선사간 경쟁은 한동안 심화될 가능성이 높지 않을 것으로 전망한다. 주요 항로인 아시아-유럽과 아시아-북미에서의 얼라이언스 체제 출범으로 시장은 과점 체제를 갖추게 되었다. 이로 인해 경쟁 강도는 과거 대비 낮아졌다. 시장의 경쟁강도를 측정하는 대표적인 지수인 HHI(Herfindahl-Hirschman Index)로 측정해 본 결과, 아시아-유럽 노선의 경우 얼라이언스 확대 전 기준으로 HHI가 1,367을 기록하여 완전경쟁 시장인 것으로 추정되나 얼라이언스 확대로 인해 HHI가 2,041로 낮아져 과점체제로 들어선 것으로 추정된다. 또한, 아시아-북미 노선의 경우는 HHI지수가 1,452에서 2,419로 높아져 아시아-유럽 항로 대비 시장의 경쟁 강도는 더 낮은 것으로 추정되었다.

#### 타선사와 공동으로 서비스를 운영하는 사례 증가

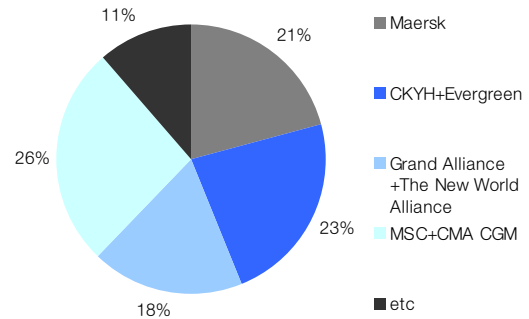
뿐만 아니라, 명시적인 얼라이언스 체제 확대 이외에도 각 선사들간에 서비스를 운영함에 있어 타 선사와 공동으로 서비스를 운영하는 예가 점차 늘고 있는 것으로 파악되고 있다. 이는 대형 선박 인수에 따른 운용 효율성 확보와 Daily Maersk 서비스에 따라 이에 준하는 서비스를 제공하기 위한 것으로 파악된다. 따라서, 향후에도 서비스의 경쟁력 유지와 소식을 유지를 위해 선사간의 공동운항을 포함한 공조 체제는 지속될 가능성이 높다.

〈그림38〉 아시아 - 유럽 항로 점유율 (재편 이전)



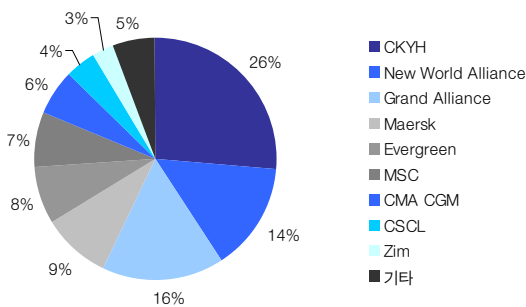
자료 : Alphaliner, HMC투자증권

〈그림39〉 아시아 - 유럽 항로 점유율 (재편 이후)



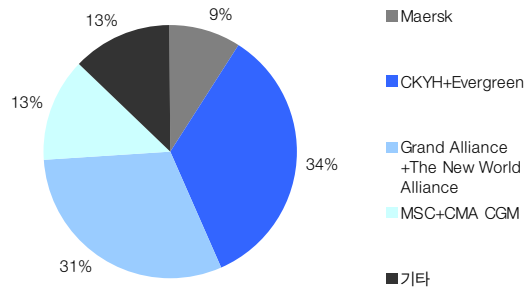
자료 : Alphaliner, HMC투자증권

〈그림40〉 아시아 - 북미 항로 점유율 (재편 이전)



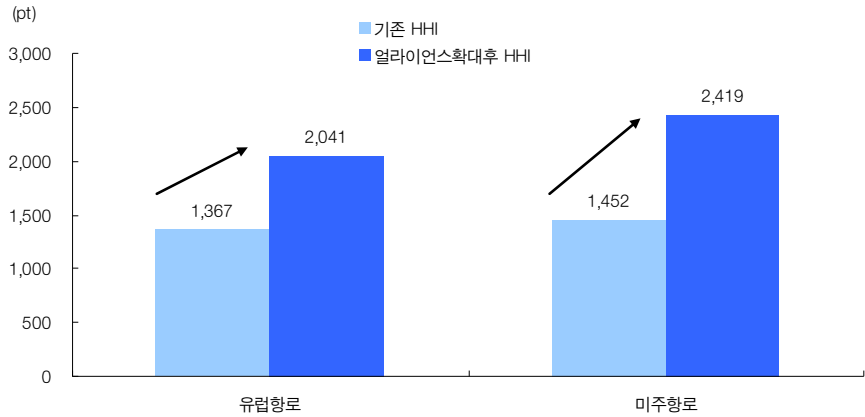
자료 : Alphaliner, HMC투자증권

〈그림41〉 아시아 - 북미 항로 점유율 (재편 이후)



자료 : Alphaliner, HMC투자증권

〈그림42〉 얼라이언스확대 후 주요 노선은 과점화



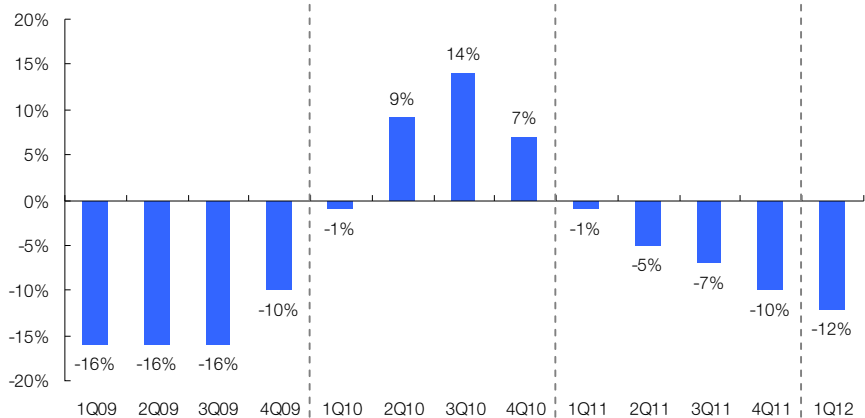
자료 : Alphaliner, HMC투자증권

주: HHI (Herfindahl-Hirschman Index):  $\sum(M/S)^2$  하여 구한 수치. 경쟁 강도를 측정하는데 사용. 낮을수록 경쟁 강도 높음  
 100 < HHI < 1,000 : 완전경쟁시장  
 1,000 < HHI < 1,800 : 경쟁적시장  
 1,800 < HHI < 4,000 : 과점적시장  
 4,000 < HHI : 독점적시장

컨테이너 선사들의  
 Cash 확보가 절실한 환경  
 선박 취득시 필요자금이  
 선박 인도시점에 다가갈수록  
 커지는 트렌드 등을 고려할 때  
 MS 확보를 위한 경쟁 심화  
 가능성 낮음

물론 이러한 과점시장에서도 M/S 확보를 위한 경쟁이 심화될 가능성은 존재한다. 하지만, 일반적으로 어느 한 기업이 다른 기업들을 압도할 만한 M/S를 가지고 있지 않는 이상 과점 시장에서 M/S 확보를 위한 경쟁에는 많은 비용이 발생한다. 지난 2011년부터 2012년 1분기까지 지속적으로 대규모 손실을 기록한 컨테이너 선사들은 M/S 확보를 위해 대규모 비용을 지출할 만한 여력이 크지 않다. 더욱이 선사들이 이자비용과 차환을 위해 2012년 20억 달러에 달하는 비용이 필요한 것으로 추정되고 있어 선사들의 Cash 확보가 어느 때보다 절실해진 시점이다. 또한 2012~2014년까지 선사들은 2010~2011 발주한 선박들의 인도가 도래하는 시점에서 재무적인 부담이 더욱 커질 수밖에 없다. 특히, 최근에는 선박 취득 시 필요 자금이 선박 인도 시점에 다가갈수록 커지는 트렌드(Heavy Tail)이다. CSCL이 지난해 발주한 1만 TEU급 컨테이너선의 건조 자금 지급 방법을 보면, 인도시 지불해야 하는 비용이 전체 비용의 60%에 이르는 것으로 알려져 있다. 따라서 선사들의 자금 압박은 인도 예정 선박량이 급감하는 2014년까지 지속적으로 증가할 가능성이 높다.

〈그림43〉 주요 정기선사 최근 3년간 최악의 영업이익 기록



자료 : Alphaliner, HMC투자증권

〈표12〉 CSCL 10,000 TEU 급 컨테이너 소요

	단가(달러)
8척 선가	7,542,540,000
읍선 4척 선가	3,771,200,000
계	11,313,740,000
대당 선가	942,811,667

자료 : 쉬핑데일리

〈표13〉 CSCL 건조자금 지급 방법

단계	자금 소요 비율
계약	20%
용골거치	10%
진수	10%
인도	60%
계	100%

자료 : 쉬핑데일리

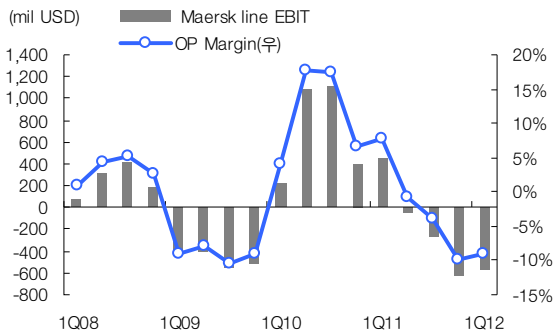
**컨테이너 해운 시장의 M/S 경쟁을 야기한 Maersk의 선복량 조정 의지 또한 M/S 경쟁 심화 가능성을 줄여줌**

또한, Maersk의 입장 변화 역시 경쟁 완화를 예상하는 요인이다. 그간 컨테이너 해운 시장의 M/S 경쟁을 야기한 대표적인 대형선사는 Maersk였다. 하지만, 지난 1Q12 실적발표에서 Maersk는 더 이상의 M/S 경쟁을 지양하겠다는 발표를 하였다. Maersk는 타 선사들로 빼앗겼던 일부 M/S를 회복하였으며 향후 시장 안정을 바란다는 메시지를 발표하였다. 또한, 그간 계선 등 선복량 조정에 소극적이었던 태도에서, 시장 상황이 어려워지면 계선 등을 통해 선복량 조정에 나서겠다는 의지를 밝혔다. 그리고 이러한 움직임에 다른 선사들도 동참해 줄 것을 요구하였다. 사실 Maersk는 M/S를 회복하기는 하였지만 이로 인해 수익성이 매우 크게 하락한데 따른 부담이 큰 상황이었다. 지난 해 말 단행된 CEO 교체는 이러한 시장 경쟁 심화와 수익성 하락이 이유로 작용했던 것으로 추정된다.

**Daily Maersk 서비스에 준하는 공조 체제를 통한 서비스 제공 또한 M/S 확대 경쟁 가능성을 줄여줌**

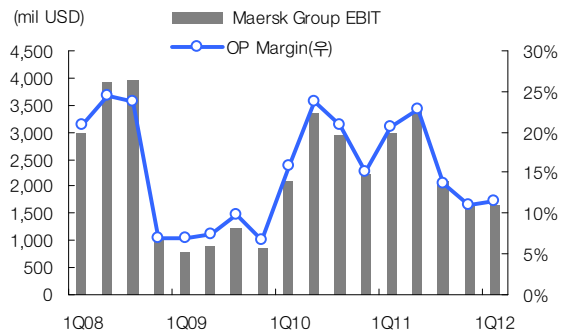
게다가 최근 선사들간의 얼라이언스 체제 확대 등 공조 체제 강화로 Daily Maersk 서비스에 준하는 서비스들이 제공되기 시작해 서비스 차별화로 인한 M/S 확대 자체도 쉽지 않은 상황이다. 이러한 상황은 여타 선사들에게도 마찬가지로 적용된다. 공조 체제를 깨고 독자적으로 서비스를 시행하였을 경우 Daily Maersk와 같은 서비스를 제공하기도 쉽지 않을뿐더러, 대형 선박의 소석을 유지가 쉽지 않을 것으로 판단되기 때문에 선사들간의 공조 체제는 오히려 수요 회복이 제한적인 상황에서 향후 상당기간 지속될 가능성이 높을 것으로 판단된다.

〈그림44〉 머스크 컨테이너 부문 최악의 실적



자료 : Maersk, HMC투자증권

〈그림45〉 컨테이너 부문으로 인해 전체 실적 악화



자료 : Maersk, HMC투자증권



컨테이너시장의  
공급 과잉은 조절 가능한  
수준인 것으로 판단하며  
선사들의 공조체제 지속에  
따른 Turnaround 관점에서  
컨테이너시황을  
바라볼 필요가 있음

**글로벌 경기의 둔화 가능성은 가장 중요한 Risk 요인**

우리는 컨테이너 시장의 명목적인 공급과잉 정도가 2012년 6.4%, 2013년 6.2% 수준인 것으로 추정하고 있어 어느 정도 조절 가능한 수준인 것으로 판단하고 있다. 올 해 당사가 컨테이너 물동량 증가율을 5.7%로 가정하고 있는 것은 상당히 보수적인 수준의 추정치이다. 이미 어느 정도 글로벌 경기의 추가적인 둔화 가능성을 감안하여 추정한 결과이기 때문이다. 하지만, 최근 유럽의 상황이 스페인 은행에 대한 자금 지원 등에도 불구하고 여전히 불확실성이 커지고 있고 미국 역시 최근에는 고용 개선 추세가 주춤하는 모습을 보이고 있는 가운데 경기 회복에 대한 기대감이 낮아지고 있는 추세이다. 이러한 경기 회복 지연은 컨테이너 해운 시황의 회복에 가장 큰 Downside Risk로 작용할 가능성이 높다. 하지만, 우리는 어려운 경제 상황으로 인해 선사들간의 공조 체제가 더욱 강하게 유지될 수 있다고 판단한다. 따라서, 경기의 하락 가능성 보다는 선사들의 공조체제 지속에 따른 Turnaround 관점에서 컨테이너 시황을 바라볼 필요가 있다고 판단한다.

올해와 내년 컨테이너  
해운시장의 압축은  
공조 체제를 바탕으로 한  
수익성 개선으로  
회복세에 진입할 것으로 전망

**결론: 선사들의 강력한 공조를 바탕으로 한 Turnaround 진행될 것**

우리는 컨테이너 해운 시장의 압축이 올해와 내년 컨테이너 선사들의 강력한 공조체제를 바탕으로 회복세에 진입할 수 있을 것으로 전망하며, 이에 따라 컨테이너 선사들의 수익성은 개선될 수 있을 것으로 전망한다. 특히, 최근 Bunker-C유 가격이 하락하면서, 운임 수준이 급등하는 추세는 어느 정도 지났음에도 불구하고 컨테이너 선사들의 수익성이 추가적으로 개선될 여지는 충분하다고 판단한다. 또한, 최근 대형 컨테이너 선사들이 7월부터 또다시 GRI(General Rate Increase)를 시행할 것을 발표하면서 3분기까지는 Spot 운임의 등락은 있겠으나 운임 추이도 건조하게 유지될 전망이다. 특히, Alphaliner에 의하면 아시아 - 북미, 아시아 - 유럽 기간 항로의 L/F가 건조한 수준으로 유지 되고 있는 것으로 파악되고 있는 것은 운임 인상에 긍정적인 요인으로 작용할 것이다. 이후 비수기에 진입하면 선사들이 계선을 재개함에 따라 비수기 운임 하락 폭도 제한적일 것으로 판단한다.

〈표14〉 향후 운임 인상 계획

선사	일자	출발지역	도착 지역	종류	금액	
한진해운	7.1	Asia	Europe	GRI	\$400/TEU	
	7.1	Canada	East Asia, Indian Subcontinent, Middle East	GRI	\$80/TEU, \$100/FEU	
	7.1	South America East Coast	East Asia	GRI	\$200/TEU, \$400/FEU	
	7.1	East Asia	North Europe, Mediterranean	GRI	\$500/TEU	
	7.1	Caribbean	East Asia	GRI	\$200/TEU, \$400/FEU	
	Hapag-loyd	7.1	Southbound	New Zealand	GRI	\$300/TEU
		7.1	East Asia	Japan	GRI	\$100/TEU
		7.1	North East Asia	Australia	GRI	\$300/TEU
		7.9	Pakistan	North Europe, Mediterranean	GRI	\$125/TEU
		7.15	East Asia	East Coast of South America	GRI	\$500/TEU
	7.15	East Asia	Caribbean, Panama	GRI	\$560/TEU, \$800/FEU	
	7.15	East Asia	Mexico, Central America, West Coast of South America	GRI	\$400/TEU	
	MSC	7.1	Korea, China, Japan, ect	North Continent(including UK), Scandinavia, Baltic, West Med, Adriatic, East Med, Black sea, North Africa	GRI	\$500/TEU
7.15		Korea	Venezuela, Trinidad	GRI	\$840/TEU, \$1,200/FEU	
7.15		Asian port	South Africa, Mozambique, East Africa	GRI	\$300/TEU	
7.1		Turkey	West Africa	GRI	\$50/TEU	
7.1		North West Continent, Scandinavia/baltic	Middle east	GRI	\$100/TEU, \$200/FEU	
7.1		India, Pakistan, Sri lanka	North Europe, Mediterranean	GRI	\$200/TEU, \$300/FEU	
7.15		Far East Asia	Caribbean, Panama, Central America East Coast, Cartagena	GRI	\$560/TEU, \$800/FEU	
8.15		Scandinavia, North West Continent, U.K, West Mediterranean	South America West Coast	GRI	€400/TEU	
Maersk-line	7.2	Brazil	Canada, Coata Rica, Dominican Republic, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Haiti, Honduras, Jamaica, Mexico, Nicaragua, Panama, Peru, Trinidad and Tobago, Venezuela, Cuba	GRI	\$300/TEU, \$600/FEU	
	7.4	Brazil	Colombia, Puerto Rico, USA (via U.S. Gulf Coast; New Orleans and Houston)	GRI	\$300/TEU, \$600/FEU	
APL	7.1	India	Australia, Brunei, Cambodia, Indonesia, Malaysia, Myanmar, Philippines, Singapore, Thailand, Vietnam, Bahrain, Iraq, Kuwait, Oman, Qatar, Saudi Arabia, UAE, China, Hong Kong, Japan, Korea, Taiwan	GRI	\$100/FEU	
CMA-CGM	7.1	Asia	Sri Lanka, Pakistan, West India	GRI	\$200/FEU	
	7.1	North Europe	US East Coast, Canada	GRI	\$300/TEU, \$400/FEU	
	7.1	Mediterranean	US East Coast	GRI	\$250/TEU, \$350/FEU	
	7.1	India & Pakistan	North Europe, the Mediterranean	GRI	\$300/TEU	
	7.1	Mediterranean	East Coast South America	GRI	\$200/TEU	
	7.1	Asia	Fiji	GRI	\$300/TEU	
	7.1	Asia	New Caledonia	GRI	\$300/TEU	
	7.1	North Europe	East Coast South America	PSS	€150/TEU	

자료 : 각 사 및 각종 언론, HMC투자증권

## 건화물선(Bulk): 균형의 회복에는 시간이 걸릴 것

### 저시황 지속

건화물선시장 역시  
공급과잉으로 인한  
운임 하락 지속 중

2007년 평균 BDI가 7,096pt를 기록하였을 때에는 현재와 같이 BDI 수준이 1,000pt를 넘지 못하는 시장이 향후에 존재할 수 있을 것이라고는 어느 누구도 생각지 못했을 수 있다. 하지만 더 큰 문제는 현재 시황의 회복 시점을 가늠하기 쉽지 않다는 것이다. 현재 건화물선 시장 역시 컨테이너 시장과 같이 공급과잉으로 인한 운임 하락으로 장기간 저시황이 지속되고 있다.

지난해 건화물선 선복량은  
증가하고  
BDI 지수는 하락

Clarkson에 의하면 2011년 말 기준 전체 건화물선의 선복량은 615백만 DWT이다. 지난해에는 건화물 수요 증가율이 5.5%에 그친 3,713백만 톤에 머물러 성장률 측면에서 글로벌한 Restocking 수요가 존재하였던 2010년의 12.6% 대비해서 7.1%p 하락하였다. 하지만, 건화물선 선복량은 2010년 대비 14.7% 증가하여 수요 성장률 대비 9.2%p 초과 성장하면서 BDI 지수는 평균 1,552pt로 43.8% 하락하였다. 그리고 2012년 1분기 BDI는 647pt까지 하락하였다. 향후 2분기 BDI의 점진적인 회복을 기대하였으나, 그 폭은 예상에 미치지 못하였고 다시 BDI는 1,000pt를 하회하고 있다.

〈그림46〉 BDI 추이



자료 : Bloomberg, HMC투자증권

**건화물선 저시황 지속의  
근본적인 원인은  
누적된 공급과잉**

이러한 저시황 지속의 근본적인 원인은 누적된 공급과잉이다. 중국의 폭발적인 원자재 수요 증가에 힘입어 건화물선에 대한 발주는 2,000년대 꾸준히 높은 수준을 기록하였다. 당시 빠르게 CAPA를 확장하였던 중국의 조선사들은 상대적으로 건조가 용이한 건화물선을 대량으로 수주하여 건조하였고, 당시 금융시장의 호황은 이러한 발주를 뒷받침하였다. 특히, 발주가 가장 크게 증가하였던 시기는 2008년 금융위기 이전 시점이었다. 그 결과, 대규모 선박들이 금융위기 이후 차례로 인도되기 시작하여 2009년 전체 선박량이 9.8% 증가하였던 것을 시작으로 2010년 이후 선박량은 금융위기 이전보다 높은 수준인 두자릿수 성장률을 이어왔다.

**올해에도 12.4%의  
선박량 증가 전망되어  
선박 과잉 수준은 심화될 것**

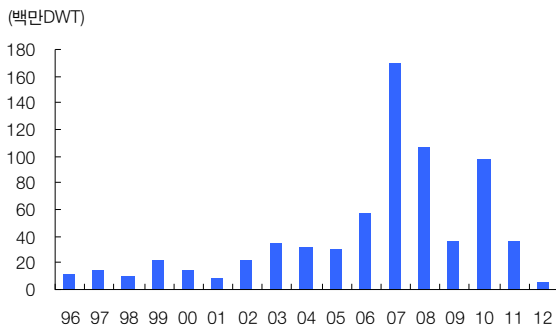
올 해에도 전체 선박량의 4.5%인 28백만 DWT의 폐선과 전체 인도 예정 선박의 25%인 35백만 DWT의 인도 지연 및 발주 취소를 가정하더라도 12.4%의 선박량 증가가 이루어질 것으로 추정되어 건화물선 수요 증가를 대비 8.7%p 높은 수준의 공급 증가가 이루어질 것으로 판단 되기 때문에 선박 과잉 수준은 더욱 심화 될 전망이다.

〈표15〉 건화물선 해운 시장 수급 전망

	단위	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
Global GDP growth	(%)	3.7%	4.9%	4.5%	5.2%	5.4%	2.8%	-0.6%	5.3%	3.9%	3.5%	4.1%
벌크 물동량	(mil ton)	2,385	2,576	2,722	2,903	3,111	3,209	3,125	3,518	3,713	3,851	4,023
	(yoy, %)	5.6%	8.0%	5.7%	6.6%	7.2%	3.2%	-2.6%	12.6%	5.5%	3.7%	4.5%
GDP 탄성치		1.53	1.64	1.25	1.27	1.33	1.14	4.28	2.39	1.44	1.05	1.10
벌크선 선박량	(mil DWT)	302.0	322.3	344.7	367.9	391.8	417.5	458.3	536.2	615.1	691.6	700.9
	(yoy, %)	2.4%	6.7%	7.0%	6.7%	6.5%	6.5%	9.8%	17.0%	14.7%	12.4%	1.3%
연초인도 예정 선박량	(mil. DWT)	12.7	17.8	22.1	25.9	27.0	29.5	67.8	125.6	137.4	138.9	50.5
취소 및 연기 선박량	(mil. DWT)	1.3	-2.9	-1.3	1.0	2.5	-1.6	16.4	41.3	35.4	34.7	10.1
취소 및 연기 비율		10.4%	-16.2%	-5.8%	4.0%	9.1%	-5.6%	24.1%	32.9%	25.8%	25.0%	20.0%
폐선	(mil. DWT)	4.2	0.4	1.0	1.7	0.6	5.5	10.7	6.4	23.0	27.7	31.1
선박량대비 비중		1.4%	0.1%	0.3%	0.5%	0.2%	1.4%	2.6%	1.4%	4.3%	4.5%	4.5%
물동량/선박량	(배)	7.9	8.0	7.9	7.9	7.9	7.7	6.8	6.6	6.0	5.6	5.7
Balance	(%p)	3.2	1.3	-1.3	-0.1	0.6	-3.4	-12.4	-4.4	-9.2	-8.7	3.1
BDI 평균	(pt)	2,630	4,509	3,383	3,188	7,096	6,347	2,622	2,763	1,552	1,154	1,769
	(yoy, %)	130.8%	71.5%	-25.0%	-5.8%	122.6%	-10.6%	-58.7%	5.4%	-43.8%	-26%	53%

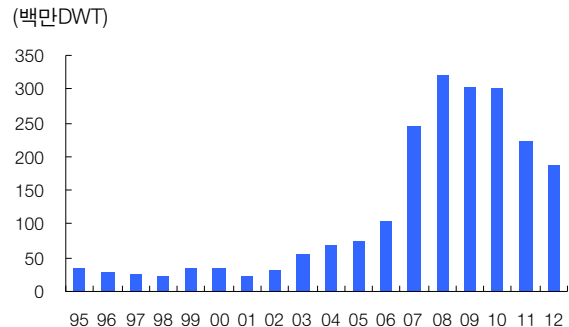
자료 : clarkson, HMC투자증권

〈그림47〉 건화물선 연간 발주량 추이



자료 : Clarkson

〈그림48〉 건화물선 수주잔량 추이



자료 : Clarkson

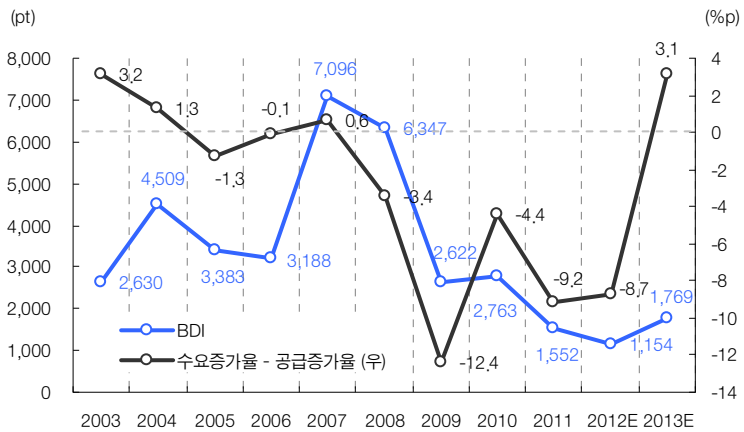
올해 평균 BDI 수준은  
작년에 이어  
하락할 것으로 전망

이에 따라, 올해 평균 BDI 수준은 1,154pt로 전년 대비 26% 하락하여 2년 연속 하락세가 지속될 것으로 전망된다. 현재 상반기 중 BDI 평균이 1,000을 넘지 않는 수준이며, 곧 비수기가 시작되기 때문에 BDI가 현 수준에서 급격하게 반등할 가능성은 낮아 보인다. 다시 BDI가 상승할 수 있는 시기는 3분기 말 철강 성수기가 도래하는 시점이 될 것이다.

3분기말~4분기 사이  
BDI 1,500pt 수준 상회  
가능성이 시황 반전의  
가장 중요한 Point

결국은 건화물 시장의 성수기인 3분기 말 ~ 4분기에 BDI가 사선의 OPEX 수준을 커버 할 수 있는 것으로 알려져 있는 1,500pt 수준을 넘을 수 있는지가 시황 반전의 가장 중요한 Point로 작용할 것이다. 하지만, 현재의 건화물 시장의 수급 상황을 고려할 경우 4분기 평균 1,500pt의 BDI 도달 여부도 불분명한 상황인 것으로 판단하고 있다.

<그림49> BDI 전망치와 수요 공급 balance



자료 : Bloomberg, HMC투자증권

**낮은 시황 지속되어 폐선은 높은 수준 유지할 것**

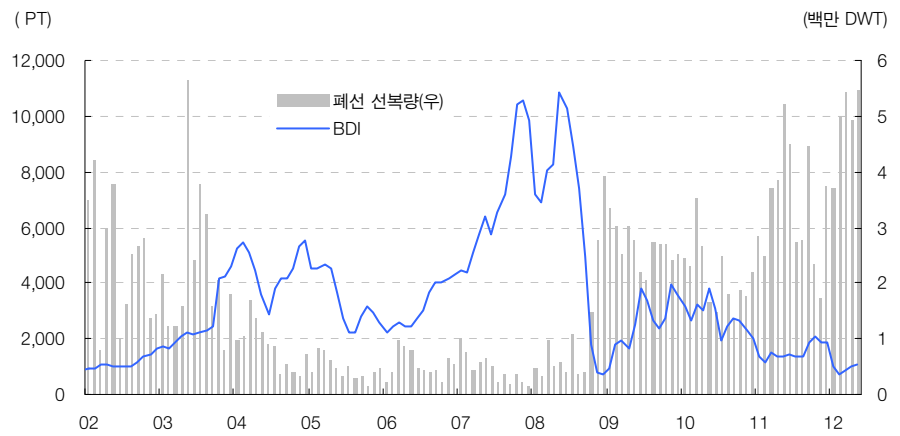
시황 약화로  
지난해에 이어 올해에도  
건화물선의 폐선 급증

지난해에 이어 올해에도 건화물선의 폐선이 급증하고 있다. 이는 BDI 지수가 선사들의 OPEX 수준을 넘어설 수 있는 수준으로 알려져 있는 1,500pt를 넘지 못하는 기간이 장기화 되고 있으며, 향후 시장 전망도 불투명하기 때문인 것으로 추정된다. 2012년 4월까지 전체 폐선 선복량은 11 백만 DWT를 기록하여 우리의 추정치인 28백만 DWT 대비 약 40%의 폐선량을 기록하여, 상황에 따라 당사의 전망치를 넘는 폐선이 이루어질 가능성도 있을 것으로 전망된다.

건화물선은 컨테이너선 대비  
노후 선박의 비중이 높아  
노후 선박에 대한 폐선이 향후  
가속화될 가능성 높음

특히, 컨테이너선 대비 선박의 평균적인 연령이 높아 에너지 효율성이 떨어지는 노후 선박에 대한 폐선은 향후 가속화 될 가능성이 높을 것으로 전망된다. Clarkson에 따르면 2012년 4월 기준 전체 건화물 선복 중 선령이 20년이 넘는 선박의 비중은 14.4%에 이르고 있는 것으로 전망된다. 컨테이너선 선대 중 선령이 20년이 넘는 선복 비중이 5%인 점을 감안하면 상당히 높은 수준이기 때문에 향후 이러한 대규모 폐선 추세는 한동안 이어질 가능성이 높다고 판단한다. 하지만 연간 폐선 선복이 2011년 대비 높은 수준으로 증가하기는 쉽지 않다는 판단이다. 선박의 폐선은 주로 방글라데시, 인도, 파키스탄 등지에서 약 80%가 처리되고 있는 것으로 알려지고 있는데 폐선을 위한 CAPA 확대가 쉽지 않기 때문에 폐선 선복이 무작정 증가할 수는 없는 것이다.

〈그림50〉 낮은 BDI수준 지속되면서 폐선 급증



자료 : Clarkson, Bloomberg

〈표16〉 건화물 선대 중 선령 20년 이상 선복량 14.4%

	Age profile, End of month					TOTAL	20년이상 %
	20+	15-19	10-14	5-9	0-4		
Total (10,000)							
Total Handysize (10,000~39,999)	30	7.3	8.5	8.1	30.6	<b>84.5</b>	<b>35.50%</b>
Total Handymax (40,000~59,999)	16	12.2	16.1	22.2	64.7	<b>131.2</b>	<b>12.20%</b>
Total Panamax (60,000~99,999)	21.5	16.4	28.8	28.1	68	<b>162.8</b>	<b>13.21%</b>
Total Capesize (100,000~320,000 &+)	24.5	41.2	21.9	36.9	137.6	<b>262.1</b>	<b>9.35%</b>
<b>TOTAL &gt; 10,000</b>	<b>92</b>	<b>77.1</b>	<b>75.3</b>	<b>95.3</b>	<b>300.9</b>	<b>640.6</b>	<b>14.36%</b>

자료 : Clarkson, HMC투자증권

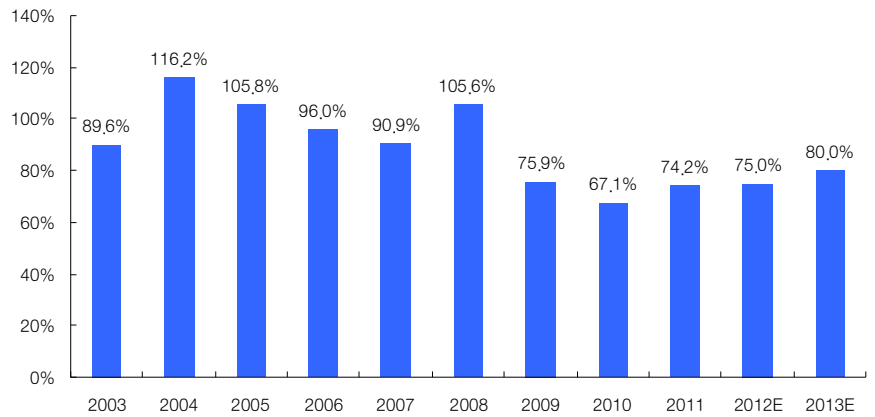
**인도지연과 취소 지속**

2012년  
건화물선 인도 연기/취소 비율  
지난해와 비슷한 25%  
수준을 기록할 것으로 전망

역사적으로 건화물선의 인도 지연/취소 비율은 컨테이너선 대비 낮은 수치를 기록하였다. 즉, 대부분의 선박들이 예정된 시간에 인도되었던 것이다. 2009년 건화물선의 정시 인도율은 67.1%를 기록하였던 것으로 추정되지만, 이 수치는 2011년 74.2%로 증가하였다. 우리는 2012년 인도 연기/취소 비율이 지난해와 비슷한 25% 수준을 기록할 것으로 전망한다. 금융위기 직후에는 소형 조선소들의 부도 등으로 인해 많은 선박이 정시에 인도되지 않았던 데 반해 현재는 당시에 비해 조선소들의 구조조정이 어느 정도 진행된 상황이다.

또한, 컨테이너 해운 시장에 비해 건화물 해운 시장은 거의 완전 경쟁 시장에 가까운 시장이기 때문에 조선소에 대한 선사들의 협상력이 낮은 수준이다. 따라서, 조선소와의 협상이 필요한 선박의 인도 지연 등에 있어 선사가 불리한 위치에 있기 때문에 과거와 같이 인도 예정 선박의 30%가 넘는 수준이 인도 지연되거나 취소될 가능성은 높지 않다고 판단된다.

〈그림51〉 건화물선 정시 인도율



자료 : Clarkson, HMC투자증권



**누적된 선복 과잉 해소에 상당한 시간이 걸릴 전망**

2012, 2013년  
유효 선복량 공급 초과율은  
부담스러운 수준에  
머무를 것으로 전망

건화물선의 시장의 구조적인 공급과잉은 컨테이너 시장대비 매우 높은 수준인 것으로 판단된다. 2008년 급락했던 BDI가 회복세로 접어든 2009년 하반기 ~ 2010년 상반기의 시장 상황을 균형 시장인 것으로 가정한다면 당시 건화물 물동량 / 선복량 비율의 평균인 6.7배 수준을 균형 수준의 배수로 사용할 수 있을 것이다. 이를 통해 알아본 결과 2011년 연말 기준 명목 선복량의 초과공급 수준은 11.0%이고, 2012년에는 20.3%에 이를 것으로 전망된다. 내년에는 선복 증가율이 1.3%에 그칠 것으로 전망되지만, 여전히 누적적인 공급 과잉으로 인해 선복량의 초과 공급량은 여전히 16.7%로 매우 높은 수준을 유지할 것으로 판단된다. 여기에, 최근 건화물선 시장에도 확산되고 있는 Slow Steaming으로 인한 선복 흡수효과가 전체 선복량의 3%라고 가정한다고 하더라도, 2012년과 2013년의 유효 선복량 공급 초과율은 각각 16.7%와 13.2%로 여전히 부담스러운 수준에 머물 것으로 판단한다.

〈표17〉 건화물선 공급 초과율 16.7%에 이를 전망

(백만 DWT, %)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	
(1) 물동량	3,125	3,518	3,713	3,851	4,023	
(2) 명목선복량	458	536	615	692	701	
(3) 적정선복량	(2)/6.7	466	525	575	600	
(4) 명목 공급초과율	(2)/(3)-1	-1.8%	2.1%	11.0%	20.3%	16.7%
(5) Slow Steaming			3%	3%	3%	
(6) 선복 흡수량		16	18	21	21	
(7) 유효 공급초과율	((2)-(6))/(3)	-1.8%	-1.0%	7.7%	16.7%	13.2%

자료 : Clarkson, HMC투자증권

건화물선 중에서도  
Capesize 시황 회복에는  
상당한 시간이 필요할 것으로  
전망되며,  
이는 BDI 상승을 제한하는  
요인으로 작용할 것임

건화물선 수주잔량의 특징은 전 사이즈에 걸쳐 선복량의 대규모 증가가 예정되어 있다는 것이다. 특히, 극심한 시황 침체가 지속되고 있는 Capesize 선종의 경우에도 전체 선복량 대비 25.5%의 수주잔량이 존재하고 있다. 반면, 컨테이너 선의 수주잔량은 대부분이 Post - Panamax 급 대형선박이다. 컨테이너 해운업의 현재 트렌드에서 볼 때 대형 선박이 인도되는 시점에서 선박의 Cascading 등으로 대형선 인도로 인한 공급 과잉에 대해 적절히 대응할 수 있다. 하지만, 건화물선 중 대형 선박인 Capesize 선박의 경우에는 철광석 수송이라는 특수한 역할 이외에는 활용도가 떨어지기 때문에 Capesize 시황 회복에는 상당한 시간이 필요할 것으로 판단되며, 이것은 결국 지속적으로 BDI의 상승을 제한하는 요인으로 작용할 것으로 판단한다.

〈표18〉 건화물선 Size별 인도 예정 선복량

	선복량	인도예정 선복량	비중
<b>Total</b>	<b>648.1</b>	<b>176.4</b>	<b>27.2%</b>
Cape	265.6	67.8	25.5%
Panamax	164.4	60.3	36.7%
Handymax	132.8	31.5	23.7%
Handysize	85.3	16.8	19.7%

자료 : Clarkson

〈표19〉 컨테이너선 수주잔량 추이

	선복량	인도예정 선복량	비중
<b>Total</b>	<b>15,858</b>	<b>3,587</b>	<b>22.6%</b>
100-999 teu	729	14.4	2.0%
1,000-1,999 teu	1,806	109.8	6.1%
2,000-2,999 teu	1,752	72.7	4.1%
3 & teu (P'max)	3,960	164.3	4.1%
3-7,999 (Post -P'max)	3,311	609.5	18.4%
8 & teu (Post -P'max)	4,300	2,616.5	60.8%

자료 : Clarkson

**건화물 수요의 회복은 하반기부터**

건화물 물동량의 28%를 차지하는 철광석 수요 개선이 예상되어 4분기부터 건화물 수요 소폭 회복 가능성 존재

당사는 건화물 수요가 4분기부터는 소폭 회복세를 보일 가능성이 높을 것으로 전망되며, 본격적인 수요 회복은 2013년이 될 것으로 판단한다. 무엇보다 하반기에는 전체 건화물 물동량의 28%를 차지하는 철광석 수요가 어느 정도 개선될 가능성이 높다고 판단하기 때문이다. 그 이유는 1) 중국의 인프라 투자, 자동차/가전 보조금 정책 시행으로 하반기 중국의 철강수요가 소폭 개선될 것으로 전망되고, 2) 6월 금리 인하로 시차를 두고 2013년 초에는 중국 철강수요가 개선될 가능성이 높아졌으며, 3) 중국 지도부 교체로 11월 이후 적극적인 경기부양책 가능성이 높아졌기 때문이다.

〈표20〉 주요 건화물 물동량 추이

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
벌크 물동량	2,385	2,576	2,722	2,903	3,111	3,209	3,125	3,518	3,713
5대 Bulk 물동량	1,479	1,603	1,711	1,819	1,959	2,068	2,086	2,349	2,473
철광석	517	594	664	716	779	841	898	992	1,052
Coal	601	641	672	703	752	776	777	899	944
Steam Coal	435	470	492	527	558	577	589	663	721
Coking Coal	166	171	180	176	194	199	188	236	223
Grain	272	272	274	292	304	323	317	342	343
Bauxite/Alumina	60	65	70	78	93	97	74	93	109
Phosphate Rock	29	31	31	30	31	31	20	23	25
Minor Bulk	906	973	1,011	1,084	1,152	1,141	1,039	1,169	1,240

(%, Total)

5대 Bulk 물동량	62%	62%	63%	63%	63%	64%	67%	67%	67%
철광석	22%	23%	24%	25%	25%	26%	29%	28%	28%
Coal	25%	25%	25%	24%	24%	24%	25%	26%	25%
Steam Coal	18%	18%	18%	18%	18%	18%	19%	19%	19%
Coking Coal	7%	7%	7%	6%	6%	6%	6%	7%	6%
Grain	11%	11%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	9%
Bauxite/Alumina	3%	3%	3%	3%	3%	3%	2%	3%	3%
Phosphate Rock	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Minor Bulk	38%	38%	37%	37%	37%	36%	33%	33%	33%

(yoy, %)

전체 벌크 물동량	5.6%	8.0%	5.7%	6.6%	7.2%	3.2%	-2.6%	12.6%	5.5%
5대 Bulk 물동량	5.9%	8.4%	6.7%	6.3%	7.7%	5.6%	0.9%	12.6%	5.3%
철광석	7.0%	14.9%	11.8%	7.8%	8.8%	8.0%	6.8%	10.5%	6.0%
Coal	7.5%	6.7%	4.8%	4.6%	7.0%	3.2%	0.1%	15.7%	5.0%
Steam Coal	10.4%	8.0%	4.7%	7.1%	5.9%	3.4%	2.1%	12.6%	8.7%
Coking Coal	0.6%	3.0%	5.3%	-2.2%	10.2%	2.6%	-5.5%	25.5%	-5.5%
Grain	1.1%	0.0%	0.7%	6.6%	4.1%	6.3%	-1.9%	7.9%	0.3%
Bauxite/Alumina	7.1%	8.3%	7.7%	11.4%	19.2%	4.3%	-23.7%	25.7%	17.2%
Phosphate Rock	-3.3%	6.9%	0.0%	-3.2%	3.3%	0.0%	-35.5%	15.0%	8.7%
Minor Bulk	5.2%	7.4%	3.9%	7.2%	6.3%	-1.0%	-8.9%	12.5%	6.1%

자료 : Clarkson

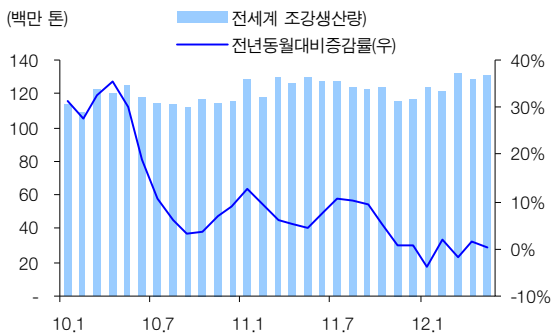
**경기 둔화의 영향으로  
전세계 조강생산량은  
소폭 증가**

전세계 조강생산량은 5월 1.3억 톤을 기록하여 전년동월 대비 0.5% 증가하는데 그쳤다. 전세계 조강생산량의 절반을 차지하는 중국의 5월 조강생산량은 6,123만 톤을 기록하여 전년동기 대비 1.6% 성장하는데 그쳐 전반적으로 전세계적인 경기 둔화의 영향에서 벗어나지 못하고 있는 모습을 보여주고 있다. 이에 따라 중국의 철광석 수입량 증가율 역시 2010년 이후 하향 안정화된 모습을 보여 주고 있다. 또한 중국의 철광석 재고량이 역대 최고치를 기록하고 있는 것은 철광석 수입량 증가세에 부담이 되는 요인이다.

**중국의 철광석 수입량 증가와  
재고량 증가율의 감소 추세로  
하반기 수요 회복 전망**

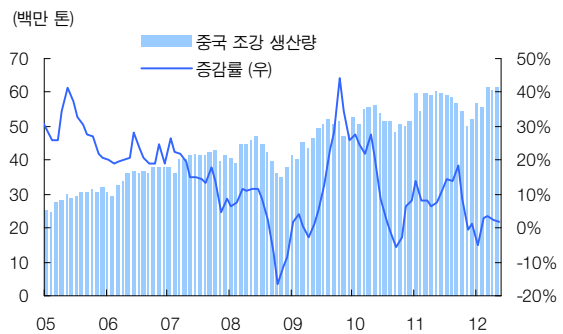
하지만, 중국의 철광석 수입량 증가율은 5월 19.8% 성장한 63.8백만 톤을 기록하였으며, 호주 의 중국향 철광석 수출 물동량은 지난 4월 29.1백만 톤을 기록하여 전년동기 대비 27.9% 증가하였다. 그리고 중국의 철광석 재고량은 11주 연속 전년 동기 대비 감소하는 추세를 보여주고 있어 전체적인 중국의 철광석 수요는 바닥을 지나고 있는 것으로 판단하고 있어 하반기에는 어느 정도 회복하는 모습을 보여줄 수 있을 것으로 전망된다.

〈그림52〉 전세계 철강 수요 및 생산 증감률



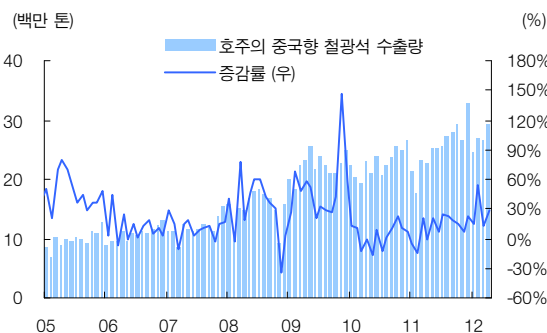
자료 : Bloomberg

〈그림53〉 중국 조강 생산량 바닥을 지나고 있어



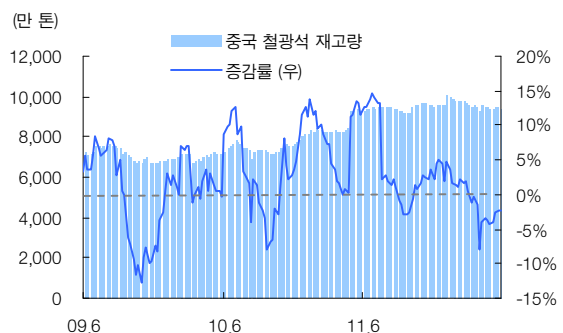
자료 : Bloomberg

〈그림54〉 호주 철광석 수출량 증가율 상승세



자료 : Bloomberg

〈그림55〉 중국 철광석 재고량 감소 추세



자료 : Bloomberg

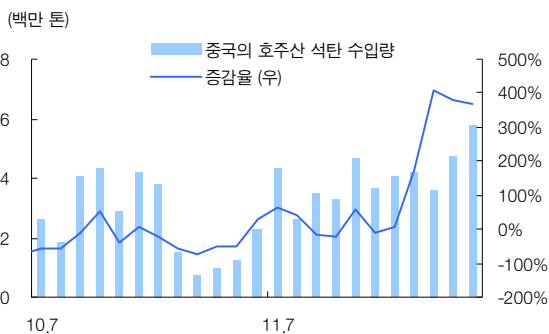
**건화물 물동량의 19%를 차지하는 발전용 석탄의 수요는 2009년 이후 빠르게 증가하는 추세**

철광석 다음으로 중요한 건화물은 석탄이다. 특히, 전체 건화물 물동량의 19%를 차지하는 발전용 석탄의 수요가 중요한데, 발전용 석탄의 물동량 증가율은 중국이 석탄 순수입국으로 전환된 2009년 이후부터 빠르게 성장하고 있는 추세이다. 석탄 매장량이 전세계 1위인 중국이 석탄 순수입국으로 전환된 이유는 1) 글로벌 금융위기 이후 국내 생산기업 대상으로 구조조정이 진행되면서 국내생산이 수요에 미치지 못하고, 2) 수요가 점차 늘고 있는 고품질 석탄 수급 불일치가 심화된 데다, 3) 중국산 석탄의 가격경쟁력이 수입산에 비해 약화되고 있기 때문이다.

**인도네시아 정부가 올해 5월부터 자원세를 부과함에 따라, 중국의 인도네시아산 석탄 수입량 증가세 둔화**

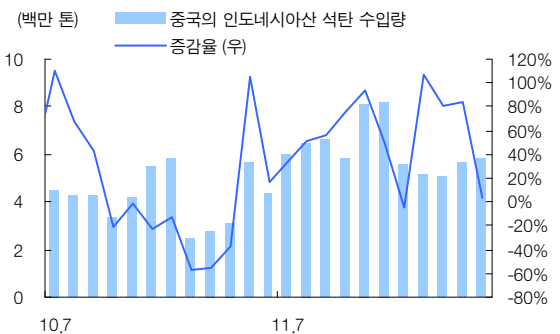
최근에도 중국의 석탄 수입량은 빠른 증가세를 이어가고 있다. 중국의 석탄 수입량은 2012년 5월까지 90.9백만 톤을 기록하여 전년 동기 대비 59.4%로 증가하였다. 특히, 지난해 하반기부터 인도네시아를 중심으로 한 석탄 거래량 증가가 눈에 띄게 증가하였다. 이는 인도네시아 정부의 자원세 부과에 대비한 수요가 일시적으로 크게 증가하였기 때문인 것으로 판단된다. 올해 5월부터 인도네시아 정부가 자원세를 부과하기 시작하면서 중국의 인도네시아산 석탄 수입량 증가율은 4월 83.7%에서 5월 3.5%로 급락하였다. 반면, 지난해 연초 폭우로 인해 석탄 물동량 선적에 차질을 빚었던 호주산 석탄 수입량이 가파르게 상승하기 시작하였다. 향후 이러한 중국의 석탄 수급상의 변화는 톤마일 효과를 상승시켜 특히 Panamax 등 중소형선 시황 회복에 긍정적인 영향을 미칠 전망이다.

<그림56> 중국의 호주산 석탄 수입량 급증



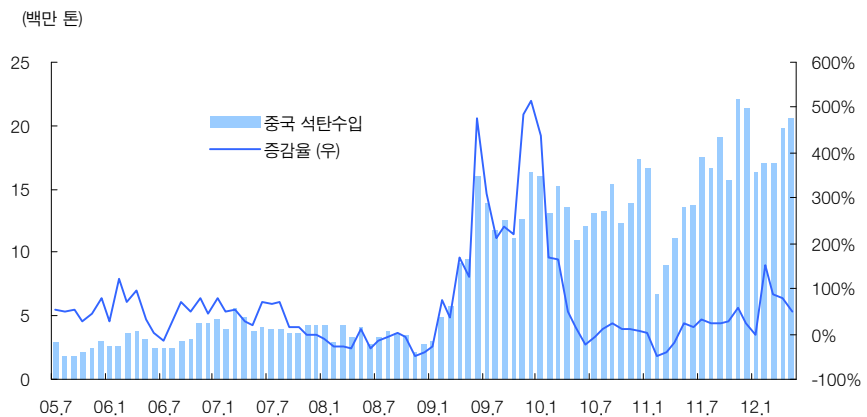
자료 : Bloomberg

<그림57> 중국의 인도네시아산 석탄 수입량 증가세 둔화



자료 : Bloomberg

<그림58> 중국의 석탄수입 증가를 낮아지는 추세



자료 : Bloomberg

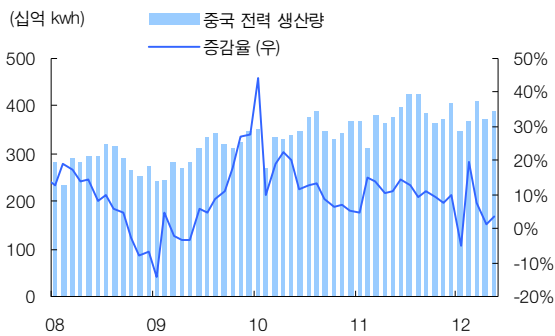
**중국의 경기 둔화로 인한  
전력 생산량 증가율 둔화는  
석탄 수요 성장을 제한하는  
요인으로 작용**

하지만, 전체적인 중국의 경기 둔화로 인한 전력 생산량 증가율 둔화는 역시 중국 석탄 수요 성장을 제한하는 요소로 작용할 것으로 판단한다. 중국의 전기에너지 생산량은 2012년 5월 3,900억kwh를 기록하여 전년동기대비 3.3% 증가하는데 그쳤다. 5월까지 누적으로는 1조8,913kwh를 생산하여 전년동기 대비 4.8% 증가하는데 그쳐 중국의 경기 둔화 영향에서 벗어나지 못하고 있는 모습이다.

**최근 충분한 강수로  
수력 발전량이 증가하는  
트렌드 역시  
석탄 수요 증가를 제한하는  
요인으로 작용**

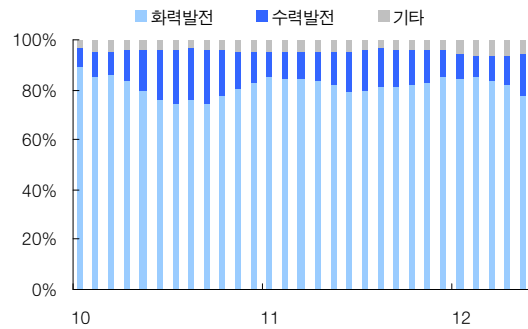
세부적으로 보면, 지난해 말부터 계속된 중국의 극심한 가뭄으로 수력 발전 비중이 감소하면서 화력 발전 비중이 늘어나 석탄 수요 증가세가 강해졌으나, 최근 중국 북동부에 충분한 강수가 이루어지면서 수력 발전량은 5월 전년동기 대비 30.1% 급증한 665억kwh 기록하였다. 반면, 화력 발전량은 전년동기 대비 2.3% 감소한 3,015kwh를 기록하여 전체 전력 생산에서 차지하는 비중이 지난 2011년 7월 이후 처음으로 80%를 하회한 77.3%를 기록하였다. 이러한 트렌드 역시 한 동안 석탄 수요의 증가를 제한할 수 있는 요인 중 하나로 판단한다.

〈그림59〉 중국 전력 생산량 증가율 둔화



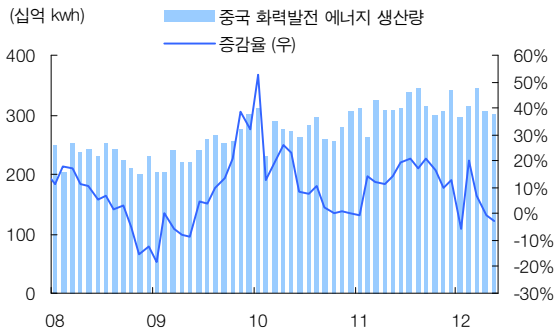
자료 : Bloomberg

〈그림60〉 중국 수력발전 비중 증가하는 추세



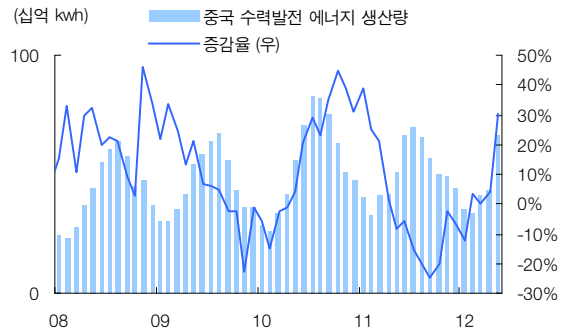
자료 : Bloomberg

〈그림61〉 중국 화력발전 에너지 생산량 증가율 둔화



자료 : Bloomberg

〈그림62〉 중국 수력발전 에너지 생산량 빠른 증가세



자료 : Bloomberg

**결론: 근본적으로 수요가 회복되기를 기다릴 수 밖에 없어**

건화물 해운시장은  
완전경쟁에 가까운 시장으로  
컨테이너 해운 시장과 같이  
얼라이언스나 선사들의  
공조를 통한 공급량 조절 한계

건화물 해운 시장은 현재 상당한 수준의 공급과잉 상태를 겪고 있다. 하지만, 컨테이너 해운 시장과 같이 얼라이언스나 선사간의 공조를 통해 공급량을 조절할 수 있는 시장이 아닌 거의 완전경쟁에 가까운 시장이다. 최근 지속되고 있는 저시황으로 인해 건화물선 선박량 기준 세계 최대인 MOL이 Capesize 선박 10~20척을 해체 또는 콜드레이업 한다고 발표하는 등 일부 공급 조절의 시그널이 감지되고 있다. 하지만, 이러한 노력이 여타의 선사들의 공조를 이끌어 낼 수 있을지 아직 미지수이다. 하지만, 분명 선사들의 공급조절 움직임이 나타나고 있는 것은 시황 개선을 앞당길 수 있는 요인이다.

건화물선시장은  
컨테이너선 시장과 같은  
공급 조절 효과 달성 어려움

하지만, 이미 낮은 속도로 운항하도록 설계되어 있는 건화물선의 특성상 Slow Steaming 효과가 제한적일 수 밖에 없고, 선사들간의 공조를 통한 개선 등의 조치를 기대하기 쉽지 않아 공급 조절 효과는 제한적일 전망이다. 또한, 역사적으로 보았을 때 컨테이너선 대비 높은 수준의 정시 인도율을 기록하고 있는 건화물선의 공급조절 능력은 상대적으로 상당히 약할 수 밖에 없다.

건화물선시황 회복시점은  
수요 측면의 회복에 따라  
결정될 것이라 판단

따라서, 우리는 수요 측면에서의 회복이 어느 정도 이루어지는 시기가 결국 건화물선 시황의 회복 시점이 될 수 있을 것으로 판단한다. 물론, 단기 용선 비즈니스의 경우는 수익성이 시황의 레벨 보다는 방향성에 의해 결정된다는 점에서 중국의 철강시황이 점차 회복될 것으로 전망되는 하반기로 갈수록 수익성은 개선될 전망이다. 또한, 내년에는 중국의 지도부 교체로 이후 경기 부양 정책 등을 기대 할 수 있어 방향성이 개선 될 수 있기 때문에 내년으로 갈수록 시황 개선의 여지는 충분하다는 판단이다. 하지만, 높은 수준의 공급과잉으로 업황은 수요 충격에 매우 민감하게 반응할 수 밖에 없다. 글로벌 Macro 환경의 Downside Risk가 커지는 상황에서는 시황의 변동성이 매우 커질 가능성이 높아 보수적인 관점을 유지해야 한다고 판단한다.

ढ뜻을 올리고 출항의 뵁고동을 올려라!

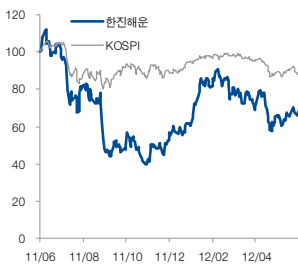
Analyst 강동진

02) 3787-2228  
dongjin.kang@hmcib.com

현재주가 (6/27)	13,900원		
상승여력	33.1%		
시가총액	1,738십억원		
발행주식수	125,000천주		
자본금/액면가	625십억원/5,000원		
52주 최고가/최저가	22,919원/8,070원		
일평균 거래대금 (60일)	22십억원		
외국인지분율	20.23%		
주요주주	한진해운홀딩스 외 4 인 36.33%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	3.7	-15.8	29.9
상대주가(%p)	4.1	-5.5	31.6
당사추정 EPS	-1,291원		
컨센서스 EPS	-991원		
컨센서스 목표주가	20,225원		

\* K-IFRS 연결 기준

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

2분기 영업이익 822억원 기록하면서 턴어라운드 시작할 전망

올 초부터 지속된 운임 인상분이 2분기부터 본격적으로 반영되면서 동사의 실적 턴어라운드는 시작될 것이다. 향후 운임이 1분기처럼 탄력적으로 상승하기는 쉽지 않겠지만, 역사적으로 동사의 주가는 영업이익이나 영업이익률의 방향성과 일치해 왔다. 때문에 유가 하락으로 OP margin의 개선이 크게 이루어질 것으로 전망되는 3분기부터는 추가적인 주가 상승을 기대할 수 있을 전망이다.

미주 및 아시아 비중 높아 물동량의 감소가 예상되는 유럽 영향 낮아

2012년 컨테이너 수송량 기준으로 동사의 미주 비중은 38.7%, 아시아 역내 비중은 30%에 이를 것으로 전망된다. 동사는 지난해부터 안정적인 물동량 증가세가 시현되고 있는 아시아 역내 컨테이너 처리량을 높여 왔다. 또한, 동사는 전통적으로 아시아-미주 노선에 강점이 있는 선사이다. 따라서 최근 물동량이 감소할 것으로 전망되는 유럽 비중이 낮은 것은 동사의 실적 안정화에 기여할 것으로 전망한다.

운임 상승은 한동안 지속된다

지난 6월의 태평양 항로의 PSS가 부과된 이후에도 여전히 선사들은 7월 이후 지속적인 운임 인상을 발표하고 있다. 동사 역시 7월 1일부터 아시아 - 유럽 노선에 GRI를 단행하여 \$400/TEU 인상을 발표해 놓은 상태이다. 물론, 화주들 역시도 급작스러운 대규모 운임 인상을 받아들이기 쉽지는 않을 것이다. 하지만, 2013년까지 대규모 선박 인도가 예정되어 있으면서 지난 5분기 연속 영업적자를 기록한 선사들의 입장도 분명 쉽지 않은 상황이므로 선사들은 수익성이 확보될 때까지 지속적으로 운임 인상을 발표할 것이다.

투자 의견 Buy, 목표주가 18,500원. 대한항공과 함께 운송업종내 Top pick으로 제시

동사에 대해 투자 의견 Buy와 목표주가 18,500원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 그리고 동사를 대한항공과 함께 업종내 Top-pick으로 제시한다. 경기 회복이 지연되는 추세가 이어지고 있으나, 컨테이너 선사들간의 공조를 통해 향후 운임은 추가적으로 상승할 것이며, 비수기 하락폭은 제한적일 것이다. 2분기부터 시작되는 턴어라운드로 인해 주가 상승폭은 하반기로 갈수록 높아질 전망이다.

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2010	9,896	648	302	272	1,072	3,134	흑전	11.4	1.5	6.0	12.3
2011	9,523	-493	-815	-835	-101	-8,703	적전	N/A	0.7	N/A	-37.2
2012F	10,798	334	-87	-161	766	-1,291	적지	N/A	0.9	8.1	-8.5
2013F	10,752	567	190	145	1,025	1,162	흑전	11.6	0.9	6.3	7.7
2014F	11,077	631	374	286	1,095	2,286	96.7	5.9	0.8	5.6	13.7

\* 2010은 K-GAAP 기준, 2011~2014F는 K-IFRS 연결 기준



## 턴어라운드 스토리의 시작

### 2분기 영업이익 822억으로 흑자전환 가능할 것

운임 인상분이 반영되는  
2분기부터  
턴어라운드 가능할 전망

동사는 Big 4 체제 구축 이후 빠르게 운임을 정상화 시켜왔다. 물론 1분기 실적은 금융위기 이후 최악을 기록하였지만, 이는 운임 인상분이 반영되지 않았기 때문이다. 운임 인상분이 반영되는 2분기부터 동사는 영업이익 822억을 기록하면서 턴어라운드가 가능할 전망이다. 2분기 전체적인 TEU당 단가는 전년동기 대비 10.1% 상승할 것으로 전망되며, 7월 이후에도 운임 인상을 발표하고 있어 3분기에는 매출액 2조9,640억원과 영업이익 2,522억원을 기록할 수 있을 것으로 전망된다.

〈표1〉 분기별 실적추정

(단위: 십억원)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12F	3Q12F	4Q12F
매출액	2,275	2,392	2,469	2,387	2,264	2,850	2,964	2,720
컨테이너	1,830	1,903	1,979	1,904	1,801	2,321	2,417	2,165
운임수익	1,378	1,437	1,443	1,341	1,307	1,813	1,888	1,692
대선 및 기타	452	466	536	562	494	508	529	474
벌크	444	350	389	371	380	419	433	450
기타	1	140	101	112	83	110	114	105
영업이익	-18	-170	-135	-169	-218	82	252	219
영업이익률	-0.8%	-7.1%	-5.5%	-7.1%	-9.6%	2.9%	8.5%	8.0%
세전이익	-139	-271	-82	-323	-322	-20	129	126
세전이익률	-6.1%	-11.3%	-3.3%	-13.5%	-14.2%	-0.7%	4.3%	4.6%
지배주주지분순이익	-142	-277	-90	-326	-341	-15	98	97
순이익률	-6.2%	-11.6%	-3.7%	-13.6%	-15.1%	-0.5%	3.3%	3.5%

자료 : 한진해운, HMC투자증권

### 운임은 7월부터 다시 오른다.

주요 선사들이 7월 1일부로  
GRI를 계획하고 있어  
7월 이후 운임은  
다시 상승할 것

연초부터 가파르게 오르기 시작한 운임이 최근 일부 조정을 받기 시작하면서 향후 운임 전망에 대한 우려가 제기되고 있다. 이는 단기간 빠르게 오른 운임에 대한 피로감으로 인한 것이라고 판단한다. 2분기에는 6/15일부터 PSS(Peak Season Surcharge) 부과가 있었으며, 이에 따라 6월 15일 기준 SCFI(Shanghai Container Freight Index)는 전주 대비 2.5% 증가한 1,450pt를 기록하였으며, 성수기 할증료가 부과된 미주서안 운임은 \$81/FEU오른 \$2,739/FEU, 미주동안 운임은 \$57/FEU 오른 \$3,831/FEU를 기록하였다. 또한 남미노선은 \$315/TEU 급상승하여 \$1,958/TEU를 기록하는 등 다시 상승세에 진입했다.

향후 Spot 운임의 등락은 있을 것이다. 그만큼 운임은 많이 올랐다. 하지만, 급상승한 Bunker-C유 가격을 고려하면 아직까지 전고점에 이른 운임지수만큼 선사들이 느끼는 압박 개선의 크기는 크지 않다. 이미 주요 선사들이 7/1부로 GRI를 계획하고 있다. 7/1이후 운임은 다시 상승할 수 있을 것으로 전망한다.

### 주가는 결국 이익을 반영

**영업이익이 개선되는  
3분기에 주가의 상승폭  
더욱 커질 것으로 전망**

운임은 7월부터 다시 상승할 전망이다. 하지만, 그 탄력은 분명 운임 상승 초기에 비해 둔화 될 수 밖에 없다. 하지만 그렇다고 하더라도, 회복되는 이익으로 인해 주가는 다시 탄력을 받을 것으로 판단한다. 과거 주가 추이와 운임간의 상관관계는 매우 높았다. 하지만 이 상관관계는 올해 초부터 약해지기 시작했는데, 그 이유는 유가 상승으로 인해 운임이 상승한 만큼 이익이 개선되지 않았기 때문이다. 과거 영업이익의 추이와 주가의 추이가 대부분 일치한 것으로 보아 향후 영업이익이 급격히 개선되는 3분기에는 주가의 상승폭도 더욱 커질 전망이다. 특히 유가가 하락하면서 비용부담이 감소한 것은 분명 호재로 작용 할 전망이다.

〈그림1〉 주가는 운임 상승분을 반영하지 못해



자료 : WiseIn, SSE, HMC투자증권

〈그림2〉 향후 마진 개선되면서 주가 상승 할 전망



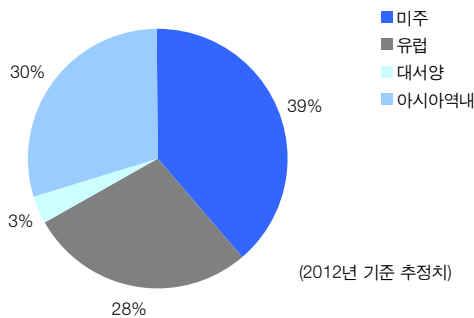
자료 : WiseIn, SSE, HMC투자증권

### 미주와 아시아 비중 높아 상대적으로 유럽 리스크에서 안정적

**물동량 추이가  
상대적으로 견조한  
아시아 비중이 높다는 점이  
강점**

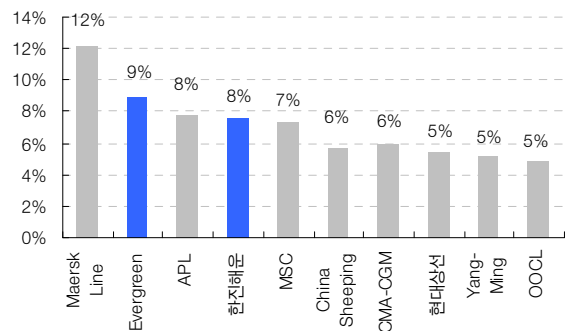
2012년 컨테이너 수송량 기준으로 동사의 미주 비중은 38.7%, 아시아 역내 비중은 30%를 기록할 것으로 전망된다. 동사는 지난해부터 전략적으로 아시아 역내 비중을 증가시켜왔다. 아시아의 컨테이너 물동량 추이가 상대적으로 견조한 것을 고려하면 경기의 하강 압력이 커지고 있는 상황에서 동사 실적의 안정적인 바탕이 될 전망이다. 또한, 경기의 하강 압력이 지속되고 있는 가운데 견조한 물동량 추이를 보여주고 있는 태평양 노선에서 동사 및 동사와 공동 운항하는 Evergreen의 경쟁력이 높다는 것 역시 상대적 강점이 될 전망이다.

〈그림3〉 컨테이너 물동량 기준 미주 비중 39%



자료 : 한진해운

〈그림4〉 아시아-미주노선에서 물동량 기준 4위



자료 : 한진해운

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2010	2011	2012F	2013F	2014F
<b>매출액</b>	9,896	9,523	10,798	10,752	11,077
증가율 (%)	558.8	-3.8	13.4	-0.4	3.0
<b>매출원가</b>	8,824	9,560	9,946	9,675	9,923
매출원가율 (%)	89.2	100.4	92.1	90.0	89.6
<b>매출총이익</b>	1,072	-37	853	1,078	1,154
매출이익률 (%)	10.8	-0.4	7.9	10.0	10.4
증가율 (%)	흑전	적전	흑전	26.4	7.1
판매관리비	424	477	518	509	522
<b>조정영업이익 (GP-SG&amp;A)</b>	648	-514	335	569	632
조정영업이익률 (%)	6.5	-5.4	3.1	5.3	5.7
증가율 (%)	흑전	적전	흑전	69.7	11.1
기타영업손익	0	21	-1	-1	0
<b>EBITDA</b>	1,072	-101	766	1,025	1,085
EBITDA 이익률 (%)	10.8	-1.1	7.1	9.5	9.9
증가율 (%)	흑전	적전	흑전	33.9	6.8
<b>영업이익</b>	648	-493	334	567	631
영업이익률 (%)	6.5	-5.2	3.1	5.3	5.7
증가율 (%)	흑전	적전	흑전	70.0	11.3
금융손익	-301	-272	-414	-396	-296
기타영업외손익	-50	2	0	19	39
중속/관계기업관련손익	5	-53	-7	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	302	-815	-87	190	374
세전계속사업이익률 (%)	3.1	-8.6	-0.8	1.8	3.4
증가율 (%)	흑전	적전	적지	흑전	96.7
법인세비용	33	9	73	46	91
계속사업이익	269	-824	-160	144	284
<b>당기순이익</b>	269	-824	-160	144	284
당기순이익률 (%)	2.7	-8.7	-1.5	1.3	2.6
증가율 (%)	흑전	적전	적지	흑전	96.7
지배주주지분 순이익	272	-835	-161	145	286
비지배주주지분 순이익	-3	12	1	-1	-2
기타포괄이익	0	-146	-21	0	0
총포괄이익	0	-970	-182	144	284

(단위:십억원)

현금흐름표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	444	-130	1,040	925	1,095
<b>당기순이익</b>	269	-824	-160	144	284
유형자산 상각비	398	390	431	456	462
무형자산 상각비	26	2	2	1	1
외환손익	37	-49	146	93	-24
운전자본의 감소(증가)	-288	2	326	-55	90
기타	3	350	295	286	282
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	-1,021	-992	-914	-897	-349
투자자산의 감소(증가)	-32	143	-34	5	-8
유형자산의 감소	89	309	26	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,196	-1,387	-857	-880	-432
기타	118	-57	-50	-22	91
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	908	743	325	-196	-391
차입금의 증가(감소)	-482	757	19	102	291
사채의 증가(감소)	-100	132	315	308	234
자본의 증가	395	353	-46	0	0
배당금	-4	-45	0	0	0
기타	1,098	-454	37	-606	-916
<b>기타현금흐름</b>	-1	19	-1	0	0
<b>현금의증가(감소)</b>	330	-360	449	-168	355
기초현금	723	1,044	684	1,133	966
기말현금	1,053	684	1,133	966	1,320

(단위:십억원)

재무상태표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
<b>유동자산</b>	2,592	2,144	2,797	2,599	3,004
현금성자산	1,053	684	1,133	966	1,320
단기투자자산	211	167	190	186	192
매출채권	726	598	682	669	690
재고자산	276	369	420	412	425
기타유동자산	326	327	372	366	377
<b>비유동자산</b>	7,366	9,053	9,307	9,725	9,702
유형자산	6,530	7,920	8,222	8,646	8,616
무형자산	387	31	29	28	26
투자자산	385	242	276	271	279
기타비유동자산	64	859	780	780	780
<b>기타금융업자산</b>	0	0	0	0	0
<b>자산총계</b>	9,958	11,197	12,104	12,324	12,706
<b>유동부채</b>	2,695	2,401	2,724	2,454	1,921
단기차입금	2	35	169	169	169
매입채무	839	696	793	778	802
유동성장기부채	1,743	1,516	1,586	1,333	771
기타유동부채	112	155	176	173	178
<b>비유동부채</b>	4,936	6,771	7,537	7,883	8,514
사채	1,517	1,650	1,964	2,272	2,506
장기차입금	950	1,513	1,333	1,435	1,726
장기금융부채 (리스포함)	315	510	709	709	709
기타비유동부채	2,154	3,099	3,532	3,468	3,574
<b>기타금융업부채</b>	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	7,631	9,172	10,261	10,336	10,435
<b>지배주주지분</b>	2,500	1,988	1,804	1,949	2,235
자본금	425	625	625	625	625
자본잉여금	1,327	1,480	1,434	1,434	1,434
자본조정 등	-1	-1	-1	-1	-1
기타포괄이익누계액	580	513	489	489	489
이익잉여금	168	-629	-743	-598	-312
<b>비지배주주지분</b>	-173	37	39	38	36
<b>자본총계</b>	2,327	2,025	1,843	1,987	2,271

(단위: 원,%)

주요투자지표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
EPS(당기순이익 기준)	3,104	-8,583	-1,282	1,154	2,269
EPS(지배순이익 기준)	3,134	-8,703	-1,291	1,162	2,286
BPS(자본총계 기준)	21,165	15,954	14,514	15,678	17,958
BPS(지배자본 기준)	23,049	15,657	14,202	15,375	17,672
DPS	500	0	0	0	0
PER(당기순이익 기준)	11.5	N/A	N/A	11.7	5.9
PER(지배순이익 기준)	11.4	N/A	N/A	11.6	5.9
PBR(자본총계 기준)	1.7	0.7	0.9	0.9	0.7
PBR(지배자본 기준)	1.5	0.7	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA(Reported)	6.0	N/A	8.1	6.3	5.6
배당수익률	1.4	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>성장성 (%)</b>					
EPS(당기순이익 기준)	흑전	적전	적지	흑전	96.7
EPS(지배순이익 기준)	흑전	적전	적지	흑전	96.7
<b>수익성 (%)</b>					
ROE(당기순이익 기준)	13.3	-37.9	-8.3	7.5	13.3
ROE(지배순이익 기준)	12.3	-37.2	-8.5	7.7	13.7
ROA	2.9	-7.8	-1.4	1.2	2.3
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	328.0	452.9	556.7	520.1	459.5
순차입금비율	140.9	216.5	241.6	240.6	193.0
이자보상배율	2.1	-1.6	1.0	1.6	1.8

\* 2010은 K-GAAP 기준, 2011~2014F은 K-IFRS 연결 기준

업황 회복에는 시간이 필요할 전망

Analyst 강동진

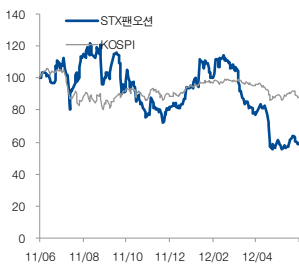
02) 3787-2228

dongjin.kang@hmcib.com

현재주가 (6/27)	4,355원		
상승여력	14.8%		
시가총액	897십억원		
발행주식수	205,858천주		
자본금/액면가	206십억원/1,000원		
52주 최고가/최저가	8,980원/4,080원		
일평균 거래대금 (60일)	8십억원		
외국인지분율	6.32%		
주요주주	STX 외 9 인 35.18%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	3.4	-45.6	-26.2
상대주가(%p)	3.8	-39.0	-25.2
당사추정 EPS	-1,210원		
컨센서스 EPS	-793원		
컨센서스 목표주가	8,136원		

\* K-IFRS 연결 기준

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

시황 개선은 4분기부터 더디게 진행될 것

건화물선 해운 시장의 선복 공급과잉은 올해 말 기준으로 적정 선복량 대비 16.7%까지 증가할 것으로 전망된다. 건화물선 해운 시장은 얼라이언스와 같은 선사간의 공조체제를 이끌어낼 만한 협의체가 없는 완전경쟁에 가까운 시장이다. 따라서, 시장 자체적으로 공급과잉이 해소되기 위한 시간이 필요한데, 가장 확실한 방법은 결국 수요의 회복일 수밖에 없다. 인도 예정된 선박이 많고, 폐선이 지속된다고 하더라도, Capesize와 같은 대형 선박의 공급 과잉은 쉽게 해결될 가능성이 낮기 때문에 공급단에서의 조절은 제한적이다. 따라서 우리는 중국의 철강 수요가 조금씩 회복되는 하반기부터 제한적인 업황의 턴어라운드를 예상하고 있으며 동사는 4분기에 소폭 흑자 전환이 가능할 전망이다.

상대적으로 중소형선 비중이 높아 시황에 비해 선방할 수 있을 전망

STX 팬오션은 시황의 침체가 심각한 Capesize와 같은 대형 선박 보다는 상대적으로 시황이 나은 중소형 선박 위주로 선대가 구성되어 있어 수익성 회복에는 긍정적이다. 특히 Spot 시장에 노출되어 있는 선형들은 대부분 Handy, Handymax급 중소형 선박이다.

그룹사 재무위험 관련 이슈는 업황 회복 전까지 지속적으로 제기될 전망

STX그룹은 현재 산업은행과 재무구조개선약정을 체결하고 자회사 매각 및 상장 등을 통한 재무구조 개선에 착수하였다. 전체적인 재무구조개선에서 가장 중요한 것은 현재 진행중인 STX OSV의 매각이다. 하지만, 매각이 완료된다고 하여도 동사의 실적 회복이 전제되지 않는다면 재무 위험에 관한 이슈는 지속적으로 제기될 가능성이 높다.

투자의견 Hold, 목표주가 5,000원으로 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 Hold, 목표주가 5,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 5,000원은 동사의 2012년말 BPS에 Target PBR 0.5배를 적용한 수치이다. 전반적인 시황 회복이 지연됨에 따라 올해 1,780억원의 영업적자를 기록할 것으로 전망되며, 누적된 선복의 과잉 공급으로 수요 충격으로부터 업황은 민감하게 반응할 가능성이 높아 턴어라운드 과정에서도 불확실성은 상존하기 때문에 보수적인 관점에서 접근할 필요가 있다고 판단한다.

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2010	6,469	103	86	78	228	381	흑전	30.1	1.0	18.5	3.2
2011	5,742	-23	-64	-23	126	-111	적전	N/A	0.5	34.0	-0.9
2012F	5,425	-183	-332	-249	4	-1,210	적지	N/A	0.4	1,294.5	-11.0
2013F	6,066	208	45	33	427	162	흑전	26.9	0.4	13.3	1.6
2014F	6,591	252	104	78	486	379	134.0	11.5	0.4	11.9	3.6

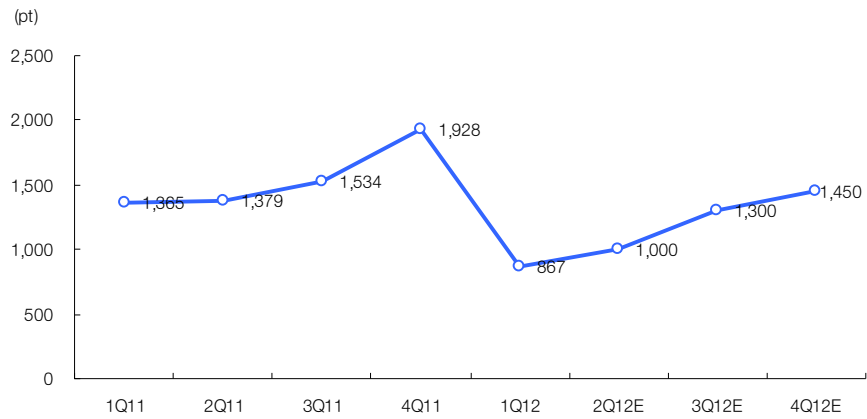
\* 2010은 K-GAAP 기준, 2011~2014F은 K-IFRS 연결 기준

## 업황의 바닥은 생각보다 깊고 길다.

### BDI 회복은 시간이 걸릴 듯

**경기 회복에 대한 낮은 기대감과 건화물선 시장의 높은 공급과잉 수준으로 BDI 회복에는 시간이 걸릴 것** 건화물선 시장의 침체는 생각보다 깊었다. 2분기 BDI는 평균 1,000pt를 기록할 것으로 전망되는 가운데 시황은 비수기로 접어들고 있어, 철강시황이 성수기로 접어드는 9월까지 BDI 회복은 제한적일 가능성이 높을 것으로 판단한다. 이로 인해 사선의 OPEX를 커버 할 수 있는 수준으로 알려져 있는 BDI는 1,500수준은 4분기에나 도달할 수 있을 전망이다. 하지만, 이 역시도 현재 낮아지고 있는 경기 회복에 대한 기대감과 건화물선 시장의 높은 공급과잉 수준을 감안하면 불확실성이 높다.

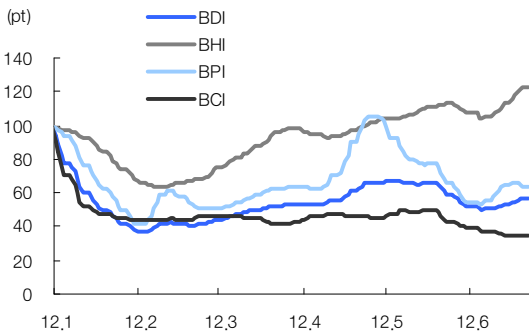
〈그림1〉 BDI 추이 및 전망



자료 : Bloomberg, HMC투자증권

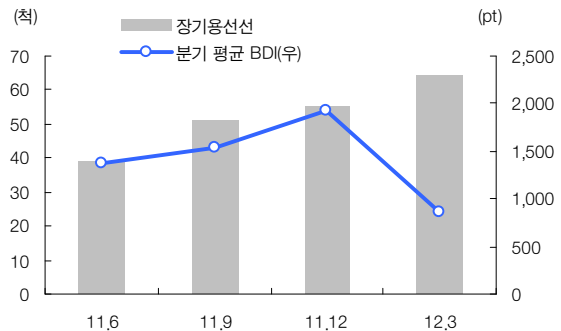
**저시황에도 불구하고 중소형 선박 운용과 장기화물계약의 방법을 통해 실적면에서 상대적으로 선방** 동사는 상대적으로 공급과잉 수준이 낮은 중소형 선박인 Handy, Handymax, Panamax 선대를 주로 Spot시장에서 운용하고 있다. 또한 시황 변동성이 큰 대형선 중심으로 장기화물계약을 통해 Risk를 헤지하는 등의 노력을 통하여 저시황에도 불구하고 실적면에서는 상대적으로 선방하고 있는 것으로 판단한다.

〈그림2〉 상대적으로 건조한 중소형선 시황



자료 : Bloomberg, HMC투자증권

〈그림3〉 저시황에서 장기용선선 확보



자료 : STX팬오션, HMC투자증권

**흑자 전환은 4분기부터. 업황 회복까지는 그룹 재무 Risk로부터 자유롭지 못할 것**

**STX 그룹의 재무구조 관련 이슈들이 불가피 때마다 주가가 단기 등락할 가능성이 높은 것으로 판단**

하반기부터는 중국의 철강시황이 제한적으로 회복세에 접어들 것으로 전망됨에 따라 동사의 실적도 흑자로 전환할 수 있을 것으로 판단한다. 하지만, 여전히 2분기에는 930억의 영업적자가 불가피할 것으로 판단된다. 이러한 업황의 어려움이 지속되면서 STX그룹의 재무구조 관련 이슈들이 불가피할 때마다 동사의 주가는 단기 등락할 가능성이 높을 것으로 판단된다. 현재 STX 그룹은 산업은행과 재무구조개선 약정을 맺고, 자회사 매각과 상장 등을 통한 자금 확보를 통해 재무정상화 노력을 지속하고 있다. 무엇보다 STX OSV 매각이 일련의 과정에서 가장 중요한 이슈일 것으로 판단된다.

〈표1〉 분기별 실적추정

(단위: 십억원)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12F	3Q12F	4Q12F
매출액	1,363	1,520	1,347	1,512	1,232	1,364	1,367	1,462
Bulk	1,140	1,332	1,151	1,360	1,009	1,075	1,090	1,176
Container	188	199	187	190	167	231	239	244
기타	34	-11	9	-38	56	58	37	41
영업비용	1,386	1,493	1,363	1,488	1,361	1,456	1,374	1,412
용선료	625	657	611	627	548	603	605	589
연료비	382	429	394	424	401	474	404	400
항비&화물비	201	207	188	206	189	186	191	200
기타	177	201	170	231	222	193	174	222
영업이익	-23	28	-16	25	-129	-93	-7	50
영업이익률	-1.7%	1.8%	-1.2%	1.6%	-10.4%	-6.8%	-0.5%	3.4%
세전이익	-56	36	-40	-13	-178	-149	-61	13
세전이익률	-4%	2%	-3%	-1%	-14%	-11%	-4%	1%
지매주주자본지분	-55	24	-39	48	-118	-98	-41	9
순이익률	-4%	2%	-3%	3%	-10%	-7%	-3%	1%

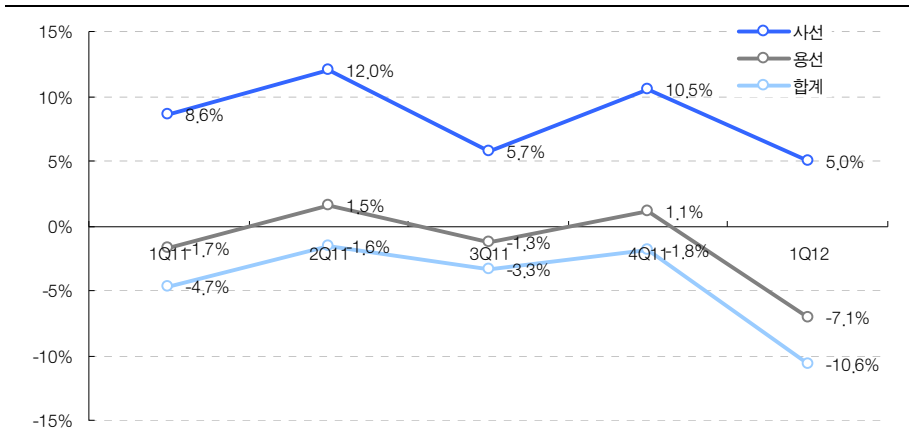
자료 : STX팬오션, HMC투자증권

〈표2〉 중소형선 위주 단기 용선. 대형선은 장기계약 비중 높아

	잔여 계약기간 1년 이내			잔여 계약기간 1년 이상		
	척	평균용선기간	잔여용선기간	척	평균용선기간	잔여용선기간
Cape	10	4.5개월	2.4개월	13	8.0년	6.9년
P'max	38	5.0개월	1.9개월	13	6.4년	7.8년
Handymax	97	4.9개월	2.7개월	30	6.3년	4.8년
Handy	45	4.6개월	2.4개월	8	8.4년	4.9년
계	190	4.8개월	2.4개월	64	7.2년	5.6년

자료 : STX팬오션, HMC투자증권

〈그림4〉 매출총이익 추이: 사선부분에서는 지속적으로 이익을 내고 있어



자료 : STX팬오션, HMC투자증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2010	2011	2012F	2013F	2014F
<b>매출액</b>	6,469	5,742	5,425	6,066	6,591
증가율 (%)	40.1	-11.2	-5.5	11.8	8.7
<b>매출원가</b>	6,255	5,745	5,470	5,741	6,221
매출원가율 (%)	96.7	100.0	100.8	94.7	94.4
<b>매출총이익</b>	215	-2	-46	324	370
매출이익률 (%)	3.3	0.0	-0.8	5.3	5.6
증가율 (%)	흑전	적전	적지	흑전	14.0
판매관리비	120	121	132	123	132
<b>조정영업이익 (GP-SG&amp;A)</b>	94	-123	-178	201	237
조정영업이익률 (%)	1.5	-2.1	-3.3	3.3	3.6
증가율 (%)	흑전	적전	적지	흑전	17.9
기타영업손익	9	100	-5	7	15
<b>EBITDA</b>	228	126	4	427	486
EBITDA 이익률 (%)	3.5	2.2	0.1	7.0	7.4
증가율 (%)	흑전	-45.0	-96.9	10,841.0	13.8
<b>영업이익</b>	103	-23	-183	208	252
영업이익률 (%)	1.6	-0.4	-3.4	3.4	3.8
증가율 (%)	흑전	적전	적지	흑전	21.0
금융손익	-17	-37	-101	-118	-138
기타영업외손익	0	0	-43	-42	-6
증속/관계기업관련손익	-1	-4	-5	-4	-4
<b>세전계속사업이익</b>	86	-64	-332	45	104
세전계속사업이익률 (%)	1.3	-1.1	-6.1	0.7	1.6
증가율 (%)	흑전	적전	적지	흑전	134.2
법인세비용	7	-42	-83	11	26
계속사업이익	79	-22	-249	33	78
<b>당기순이익</b>	79	-22	-249	33	78
당기순이익률 (%)	1.2	-0.4	-4.6	0.5	1.2
증가율 (%)	흑전	적전	적지	흑전	133.9
지배주주지분 순이익	78	-23	-249	33	78
비지배주주지분 순이익	1	1	0	0	0
기타포괄이익	-60	36	-34	0	0
총포괄이익	19	14	-283	33	78

(단위:십억원)

현금흐름표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	25	-179	-74	255	265
<b>당기순이익</b>	79	-22	-249	33	78
유형자산 상각비	120	143	181	213	229
무형자산 상각비	5	5	6	5	4
외환손익	8	-17	43	35	-9
운전자본의 감소(증가)	-111	-101	-45	-32	-37
기타	-76	-188	-10	0	0
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	-196	-6	-836	-861	-382
투자자산의 감소(증가)	-36	-1	4	-11	-13
유형자산의 감소	57	200	75	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-375	-557	-791	-800	-360
기타	159	353	-125	-50	-8
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	99	49	671	1,023	352
차입금의 증가(감소)	488	450	445	1,109	120
사채의 증가(감소)	197	156	171	-97	277
자본의 증가	0	0	-12	0	0
배당금	-21	-21	0	-16	-16
기타	-565	-537	67	28	-28
<b>기타현금흐름</b>	-12	6	-7	0	0
<b>현금의증가(감소)</b>	-83	-130	-246	417	236
기초현금	714	631	501	255	672
기말현금	631	501	255	672	908

(단위:십억원)

재무상태표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
<b>유동자산</b>	1,990	1,702	1,416	1,943	2,307
현금성자산	631	501	255	672	908
단기투자자산	444	164	158	173	190
매출채권	282	419	405	443	488
재고자산	47	73	71	78	86
기타유동자산	586	545	527	577	635
<b>비유동자산</b>	4,015	5,139	5,995	6,588	6,728
유형자산	3,849	4,904	5,687	6,274	6,405
무형자산	27	46	40	35	31
투자자산	123	125	120	132	145
기타비유동자산	15	64	147	147	147
<b>기타금융업자산</b>	0	176	165	165	165
<b>자산총계</b>	6,005	7,016	7,575	8,696	9,200
<b>유동부채</b>	1,148	1,329	1,573	1,661	1,703
단기차입금	138	227	249	249	249
매입채무	160	263	254	278	306
유동성장기부채	397	445	690	718	690
기타유동부채	454	393	380	416	458
<b>비유동부채</b>	2,422	3,038	3,653	4,668	5,069
사채	811	967	1,138	1,040	1,317
장기차입금	257	308	306	318	305
장기금융부채 (리스포함)	1,325	1,724	2,172	3,269	3,401
기타비유동부채	29	39	37	41	45
<b>기타금융업부채</b>	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	3,570	4,588	5,442	6,545	6,988
<b>지배주주지분</b>	2,428	2,421	2,125	2,142	2,204
자본금	206	206	206	206	206
자본잉여금	689	689	677	677	677
자본조정 등	-24	-24	-24	-24	-24
기타포괄이익누계액	258	294	276	276	276
이익잉여금	1,299	1,256	990	1,007	1,069
<b>비지배주주지분</b>	7	8	8	8	8
<b>자본총계</b>	2,435	2,429	2,134	2,150	2,212

(단위: 원,%)

주요투자지표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
EPS(당기순이익 기준)	384	-107	-1,208	162	378
EPS(지배순이익 기준)	381	-111	-1,210	162	379
BPS(지배순이익 기준)	11,698	11,573	10,170	10,276	10,596
BPS(비지배순이익 기준)	11,663	11,534	10,130	10,237	10,557
DPS	100	80	80	80	80
PER(당기순이익 기준)	29.8	N/A	N/A	26.9	11.5
PER(지배순이익 기준)	30.1	N/A	N/A	26.9	11.5
PBR(지배순이익 기준)	1.0	0.5	0.4	0.4	0.4
PBR(비지배순이익 기준)	1.0	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(Reported)	18.5	34.0	1,294.5	13.3	11.9
배당수익률	0.9	1.3	1.8	1.8	1.8
<b>성장성 (%)</b>					
EPS(당기순이익 기준)	흑전	적전	적지	흑전	134.0
EPS(지배순이익 기준)	흑전	적전	적지	흑전	134.0
<b>수익성 (%)</b>					
ROE(당기순이익 기준)	3.2	-0.9	-10.9	1.6	3.6
ROE(지배순이익 기준)	3.2	-0.9	-11.0	1.6	3.6
ROA	1.4	-0.3	-3.4	0.4	0.9
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	146.6	188.9	255.1	304.4	315.9
순차입금비율	76.1	123.9	194.1	220.9	220.0
이자보상배율	1.6	-0.3	-2.3	1.8	1.8

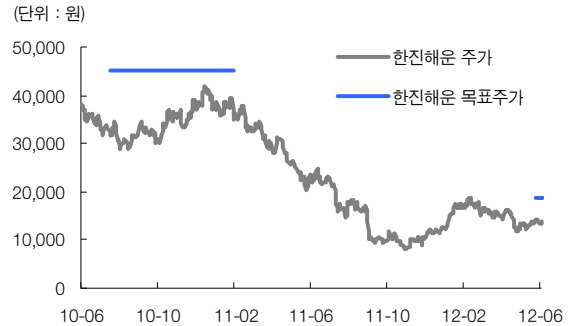
\* 2010은 K-GAAP 기준, 2011~2014F은 K-IFRS 연결 기준



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
10/08/11	BUY	45,000			
10/10/05	BUY	45,000			
10/11/05	BUY	45,000			
10/11/09	BUY	45,000			
10/11/22	BUY	45,000			
11/01/05	BUY	45,000			
11/02/01	BUY	45,000			
11/02/23	BUY	45,000			
*담당자변경					
12/06/28	BUY	18,500			

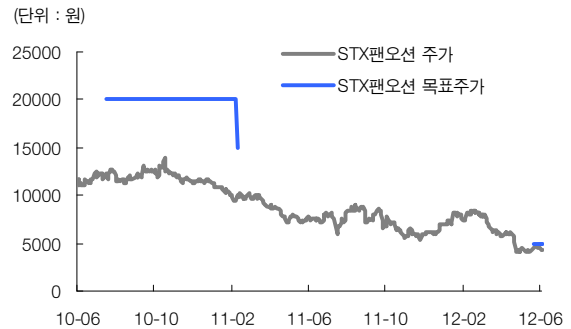
▶ 최근 2년간 한진해운 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
10/08/11	BUY	20,000			
10/08/18	BUY	20,000			
10/09/14	BUY	20,000			
10/11/09	BUY	20,000			
10/11/12	BUY	20,000			
11/01/27	BUY	20,000			
11/03/04	BUY	15,000			
*담당자변경					
12/06/28	HOLD	5,000			

▶ 최근 2년간 STX팬오션 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 동자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류: HMC투자증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ HMC투자증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
- HOLD : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
- SELL : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 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.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.