

대한해운 [005880]
BUY **新大航海時代の 성장주**

발행주식수(주)	10,000,000	외국인소유비율(%)	39.05	52주최고가(원)	38,500
액면가(원)	5,000	EPS(원)	9,125	52주최저가(원)	17,900
시가총액(원)	3,020억	PER(배)	3.31	현재주가(원)	30,200
최대주주	31.62%	PBR(배)	0.78	최소목표가(원)	55,000

Executive Summary

- 전세계적 교역량 증가로 인한 해상 물동량 증가와 운임지수(BDI) 상승
- CEO 이진방의 내부역량(영업, 시스템, 재무구조) 강화 및 강력한 성장 의지
- 급변동하는 해운업시장을 극복하는 높은 정기선 비중 및 동종업체를 능가하는 월등한 수익성

Prologue

세계화 시대. 이제 그 누구도 부정할 수 없을 정도로 국가와 국가 사이가 과거에 비해 가까워 졌다. 교통 수단의 발달, 정보통신의 발달로 인하여 국가와 국가간의 교역량이 증가하였으며, 통신량이 증가하였다. 비교우위에 따라서 서로에게 필요한 재화를 더욱 효율적으로 생산하여 교역하는 빈도수가 과거에 비하여 엄청나게 증가하였으며, 기술이 발전할수록 그 양은 늘어나고 속도 또한 빨라지고 있다. 게다가 WTO, FTA 라는 단어를 자주 듣게되는 만큼 국가간 교역량의 증가를 의미할 수 있는 자유무역의 추세는 이제 거스를 수 없는 큰 파도로 다가오고 있다. 이 거대한 파도를 타고 더 큰 비전을 향해서 나아가는 선단이 있으니, 그 이름하여 대한해운. 한때 대한민국의 해군 참모총장을 지내셨던 고(古) 이맹기 회장이 해운업을 시작한 회사가 바로 대한해운. Korea Line이라는 이름으로 설립되어 1981년도에 대한해운으로 사명을 변경하였다. 새로운 대항해시대(新大航海時代)가 열린다! 닻을 올리고 항해를 시작하는 대한해운의 미래에 기대를 걸어본다.

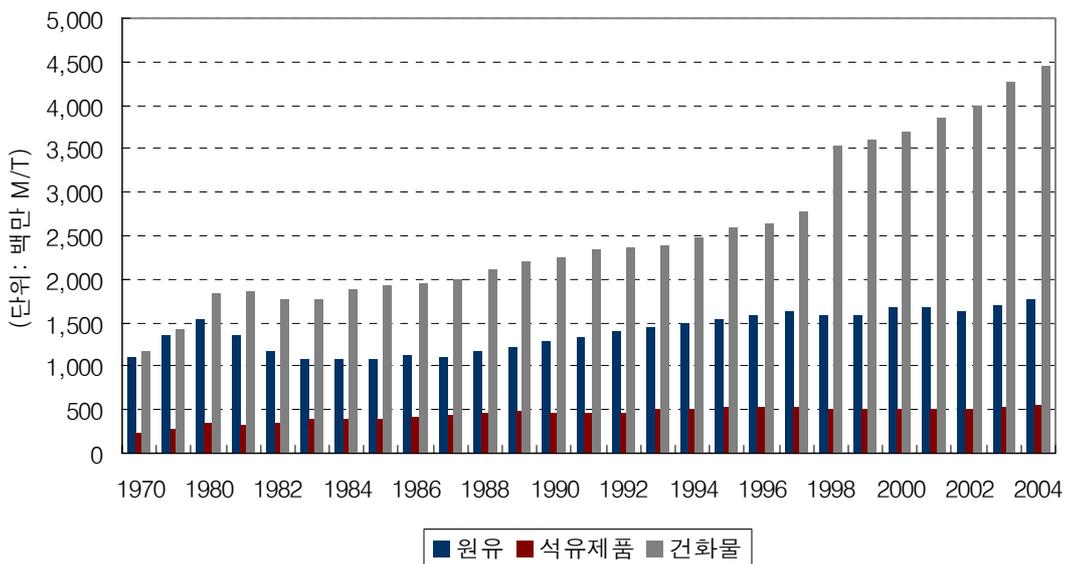
1. 산업의 특성

대한해운이 영위하는 해운업은 식량, 에너지, 원자재, 생필품 등을 수요와 공급의 원칙에 따라 원하는 시기에 필요한 장소에 수송하는 산업이다. 수송의 수단인 선박을 확보하는데 대규모 자금이 투하되는 대표적인 자본 집약적 산업이며, 국가간의 장벽에 구애받지 않고 전세계를 상대로 산업 활동이 이루어지는 완전경쟁 산업이다. 특히 우리나라의 해운업은 국민경제성장에 필수적인 원자재 수입과 상품 수출의 90% 이상을

운송하는 관계로 국가산업에 없어서는 안되는 필수 기간산업이다.

정보통신의 발달 및 교통운송 수단의 발달로 인하여 국가간의 교역이 증대하였으며, 최근에는 국가간 FTA 체결로 인하여 더욱 활발히 교역이 이루어지고 있다. 또한, 중국의 경제력 확대에 의하여 세계의 원자재를 빨아드리고 있으며, 저렴한 인건비를 이용한 수많은 상품들이 전세계로 수출되면서 해상 운송의 수요가 더욱 늘어나는 추세이다. 아래의 표에서 알 수 있듯이, 원유 및 석유제품의 물동량보다 건화물의 물동량 증가율이 훨씬 높다는 것을 알 수 있다. 이것은 유조선의 비중이 큰 해운사에 비해 컨테이너선 또는 벌크선 위주의 해운사가 더욱 크게 성장해 왔고, 앞으로도 전망이 밝다는 것을 암시해준다.

세계 물동량 변화추이 (적하)



Source: UNCTAD, "REVIEW OF MARITIME TRANSPORT 연차보고서" 각년도

해상운송의 종류에 따른 분류로는 정기적인 화물과 비정기적인 화물로 나뉜다. 정기적으로 화물을 실어나르는 선박을 정기선이라 부르고, 비정기적으로 화물을 실어나르는 선박을 비정기선이라고 부른다. 특히, 비정기적인 화물 운송의 수요와 공급에 따라서 해운업체들의 수익을 결정하는 가장 큰 요인인 운임지수가 변동하기 때문에 운임지수는 해운업체들을 살펴보는 데에 있어서 매우 중요한 요소이다. 정기선은 보통 장기적인 계약에 의해서 원가보상방식으로 이루어지기 때문에, 수익이 안정적이므로 비정기선의 약점인 운임지수의 변동성을 보완할 수 있는 방법이라 할 수 있다. 또한 운송의 대상에 따라서 컨테이너를 운송하는 컨테이너선, 석탄, 밀 등 화물을 배에 자유롭게 쌓을 수 있는 벌크선, LNG선, 유조선 및 특수선으로 나뉜다. LNG선과 유조선은 대부분 정기선에 속하고, 컨테이너선과 일부 벌크선은 비정기선에 속한다.

2. 산업내 대한해운의 특성

대한해운은 해운업체 중에서도 벌크선의 비중이 높으며 LNG선의 비중을 높여가고 있는 업체이다. POSCO, 한국전력, 한국가스공사등과의 장기계약(5~25년) 체결로 인하여 정기선의 운항 비중이 상대적으로 큰 편이다. 따라서, 계약기간동안 독점력을 발휘하여 다른 업체들에 비하여 수익의 안정성이 보장되어 있다고 볼 수 있다. 앞으로 에너지 전문 해운사의 목표를 가지고 LNG선 및 유조선의 비중을 높일 계획을 가지고 있기 때문에, 타 해운업체들에 비하여 더욱 안정적이고 고마진의 해운업을 영위하게 될 것이다. 건화물 벌크의 운송량이 대부분을 차지하는 대한해운의 수익성을 살펴보기 위해서는 건화물 운임지수인 BDI(Baltic Dry Index)를 살펴보아야 한다.

3. 건화물선 종합 운임지수 BDI

지난 2분기 건화물선 시황을 나타내는 BDI 종합운임지수는 2,552포인트로, 1분기 2,431포인트에 비해 5%가량 상승하였다. 아래 표에서 볼 수 있듯이, 2005년부터 운임지수가 급격히 낮아져서 현재는 2004년도 최고치의 절반수준밖에 되지 않는 것을 알 수 있다.

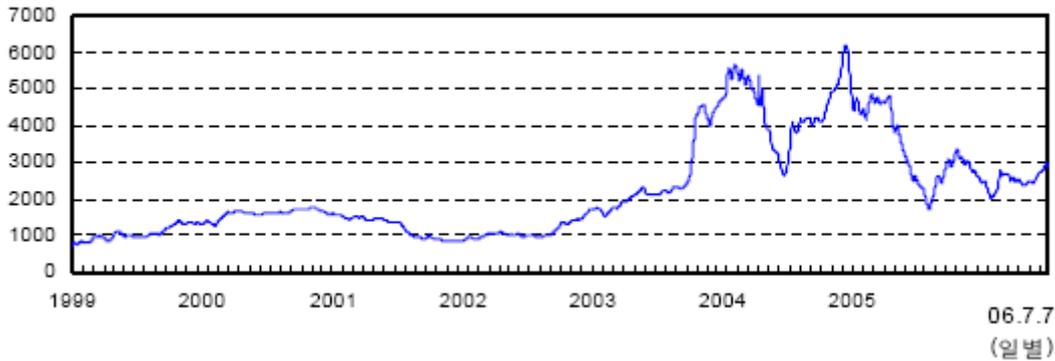
BDI 건화물선 종합운임지수 변화 추이



Source: KMI 한국해양수산개발원

하지만 아래 표에서 볼 수 있듯이, 과거 1999~2003년까지에 비하면 현재 수준도 상당히 높은 수준이라는 것을 알 수 있다. 2004, 2005년도가 사상 최대의 호황이었기 때문에, 현재의 운임지수가 상대적으로 낮게 보이는 것 뿐, 사실상 현재의 수준이 그리 염려할 수준이 아님을 알 수 있다.

(1985.1 = 1,000)



Source: KMI 한국해양수산개발원

한국해양수산개발원에 따르면 물동량 증가로 인하여 BDI의 소폭 상승이 예상되나 신조선 인도의 절반이 하반기에 이루어질 전망이어서 선박량 증가 변수가 3분기 이후 BDI상승 분위기를 상쇄하는 변수가 될 것이라 예측하고 있다. 따라서 금년 3분기의 예상 BDI는 2,937포인트로 2분기에 비해 16.4%상승하여 건화물선 시장은 강보합세를 보일 것으로 전망하고 있다. 건화물 지수가 낮아져서 수익성에 악화를 가져오더라도 대한해운은 현재 POSCO, 한국전력, 한국가스공사와 원가보상방식에 의한 장기운송계약을 맺고 있기 때문에 상대적으로 위기에 강하다고 볼 수 있다. BDI에 의하여 실적의 회복이 오고가는 벌크선 위주의 대한해운의 1/4, 2/4 분기 실적은 전년 동기와 비교하여 현저히 낮을 것이 이미 예측되어 있다. 전년 동기대비 BDI가 약 30~40% 하락하였기 때문이다. 하지만 최근 BDI가 급반등하면서 하반기 실적이 급호전 될 것으로 보인다. BDI는 6월초 이후 50% 가까이 상승하여 2006년 8월 11일 현재, 3,600포인트를 돌파한 상태로 본격적으로 성수기에 돌입하는 하반기에도 견조한 모습을 보일 것으로 예상되어 앞으로의 실적 개선에 대한 기대감이 더욱 명확해지고 있다. 최근 상승된 BDI지수가 반영되어 실적으로 나타나려면 어느정도의 기간이 필요하기에 금년 3/4분기에는 실적 회복의 모습이 보일 것이며, 4/4분기 성수기에 돌입하여 BDI지수가 더욱 상승하게 된다면 금년 4/4분기는 물론, 내년 상반기의 실적까지 긍정적으로 기대해 볼 수 있다.

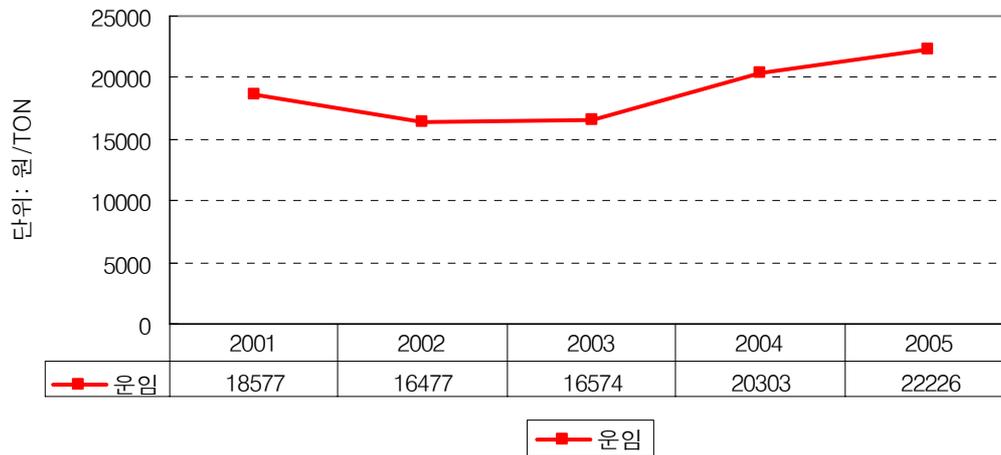
2006년 8월 23일 기준, BDI는 3,633포인트이며, 연초대비 1,195포인트(49%) 증가, 전월비 431포인트(13.46%) 증가한 수치이다. 영업이익이 64% 감소한 2006년도 상반기 실적은 BDI가 평균적으로 2,700 정도였으며, BDI가 현재수준으로 유지만 되더라도 하반기 실적은 상반기에 비하여 30% 이상 증가할 것이며, 전년 동기 대비 20% 이상 증가할 것으로 예측된다.



Source: KoreaPDS

4. 특수선 운임(LNG, 유류)

특수선(LNG, 유류) 운임변동 추이



Source: 한진해운 제68기 사업보고서

대한해운은 현재 한국가스공사와 LNG수송을 목적으로 장기운송계약을 체결하여 2척의 LNG선을 투입중이며, 4척의 LNG 장기운송계약에도 지분참여하고 있다. 또한, 2005년 10월 17일부로 한국가스공사로부터 합작 LNG수송회사 설립과 관련하여 2척에 대한 최종사업자로 선정되어 2008년 3월에 1척, 11월에 1척을 투입할 예정이다. LNG의 운임을 2002년 이후로 지속적으로 상승하고 있으며, 세계적으로 에너지 소비량이 늘어남에 따라 또 고유가에 의하여 대체에너지의 수요가 늘어남에따라, LNG 운송에 대한 수요가 지속적으로 높아질 것으로 예상되어 운임또한 함께 상승할 것으로 예상된다. LNG운송은 주로 장기계약을 통하여 운송되기 때문에, 강력한 영업능력이 없이는 계약을 체결하기 어려우며, 한번 계약을 체결할 경우 장기적으로 안정적인 수익원이 될 수 있다.

5. 새로운 도약을 위한 CEO, 이진방 사장

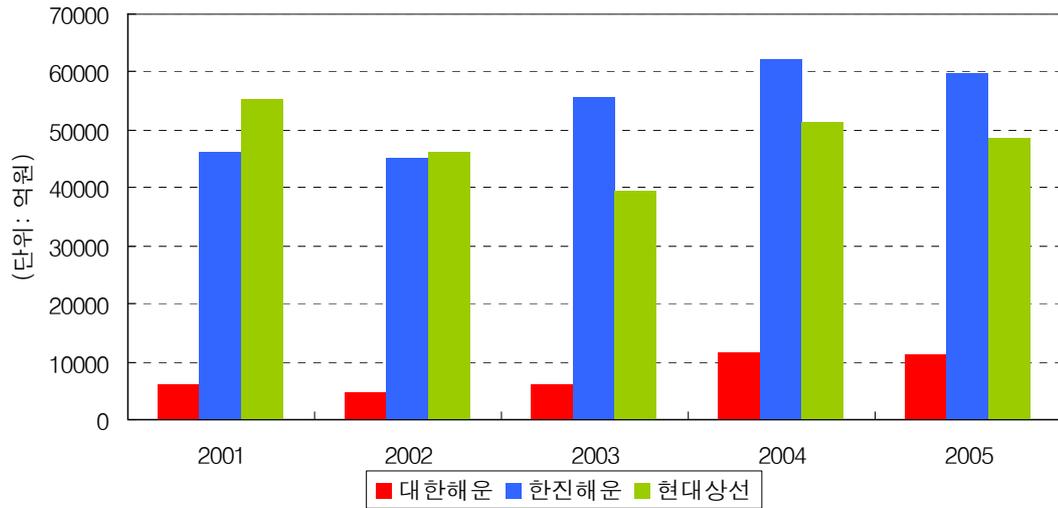
해군사관학교 출신의 고(古) 이맹기 회장을 이어 아들인 이진방 사장이 뒤를 이었다. 고(古) 이맹기 회장은 해군사관학교를 나와 해군 참모총장을 지낼 정도로 선박과 바다에 대해서 전문가였다. 물론, 그가 회사의 기반을 닦고 지금까지 회사를 성장시켜왔으나 해운업의 특성상 선박건조에 대규모 자금이 들기 때문에 재무적인 강점을 가진 CEO의 역할이 필요했다. 게다가 인터넷의 발달로 운송 및 해상관리가 인터넷으로 이루어지는 시스템의 도입 및 최첨단 시스템의 도입이 필요했다. 이 때, 이에 가장 적합한 CEO가 이진방 사장이다. 이진방 사장은 서울대 경영학과, 서울대 경영대학원 재무관리학 석사를 취득하였기 때문에 누구보다 재무적인 면에서 강점을 가지고 있다. 회사 자산의 대부분이 부채일 정도로 부채비율이 높기 때문에 부채관리 및 유동성 관리에 더욱 전문성이 필요하다. 이진방 사장이 경영권을 잡게 되면서부터 회사에 여러 개편이 이루어지기 시작하였다. 2005년 4월에는 영업조직의 확대 및 개편이 있었고, 7월에는 신 영업관리시스템 개발 및 ERP시스템 업그레이드, 12월에는 내부회계관리제도 구축을 완료하여 회사의 자금흐름을 정확히 파악할 수 있게 되었다. 매출 증가에 필수적인 영업조직 개편을 통하여 성장을 꾀하고 철저한 내부 자금통제를 통하여 비용을 최소화 하며 수익성을 극대화 시키는 것이 그의 목적이다. 또한, 선사들의 대형화 추세에 맞추어 장기적으로 신형 선박 건조를 계획하고 있다. 과거 동사의 매출액의 증가와 함께 규모의 대형화를 이루면서도 주가가 저평가 요인이었던 높은 부채비율과 수익의 불안정성을 해소하는데 가장 핵심이 되는 것은 CEO 이진방씨의 역할이며 가장 큰 투자근거이기도 하다.

6. 작지만 강하고 알차다!

현재 국내 주요 상장 해운업체들(한진해운, 현대상선, 대한해운) 중에서 대한해운의 입지는 생산규모면에서는 아직 대형선사들을 따라가기에는 무리지만, 작지만 강하고 알찬 모습을 확연히 보여주고 있다. 아직 동사의 매출액의 규모는 한진해운과 현대상선의 그것과 비교할 때 몇분의 일 수준밖에 되지 않지만, 타사들의 매출액이 등락을 거듭하는 것에 비하여 동사의 매출액 규모가 꾸준히 증가하고 있는 것은 주목할만하다.

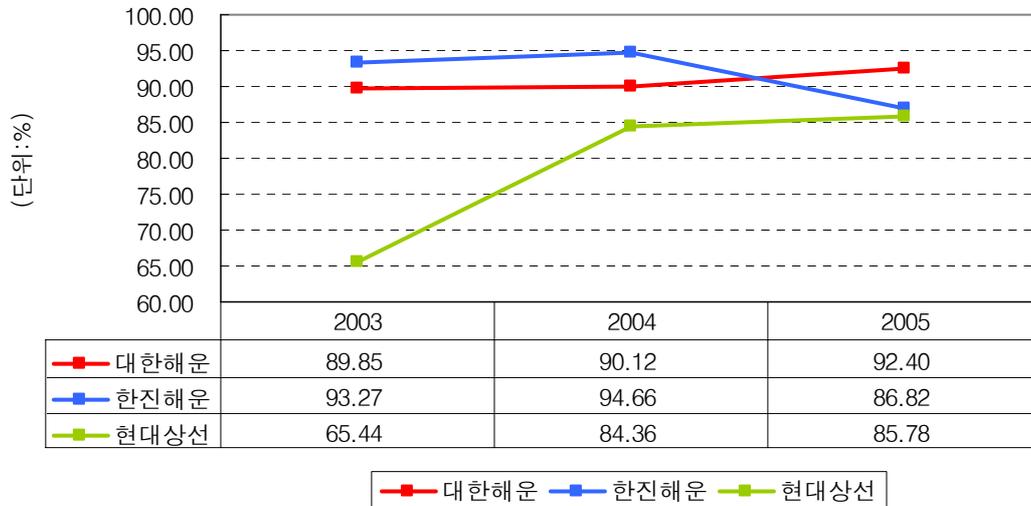
동사는 매출액의 대부분을 벌크부문이 차지하고 있으며, 한진해운은 약 15%, 현대상선은 약 35%의 벌크부문이 매출액을 구성하고 있다. 대한해운의 생산능력의 대부분이 벌크부문인 것을 고려할 때, 대한해운의 가동률은 가히 최고수준이라 할 수 있다. 생산실적을 생산능력으로 나눈 수치인 가동률이 90%이상을 꾸준히 유지하고 있으며, 점차 가동률이 상승하는 추세임을 알 수 있다. 이는, 대한해운의 뛰어난 영업망과 영업능력으로 인하여 기존의 보유중인 선박의 활용을 효율적으로 하고있음을 알 수 있다.

매출액 규모 비교



Source: 대한해운, 한진해운, 현대상선 2001~2005 사업보고서

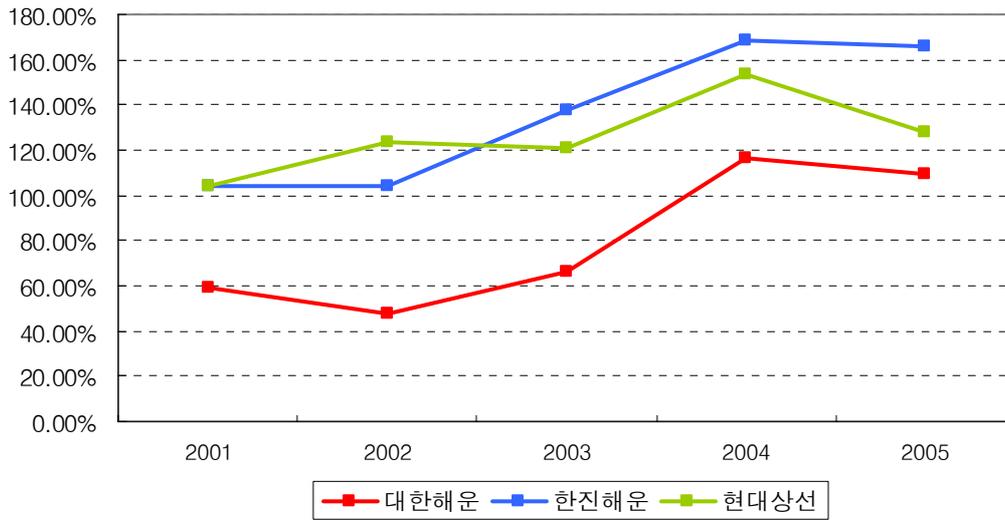
가동률 (생산실적/생산능력, 벌크기준)



Source: 대한해운, 한진해운, 현대상선 2001~2005 사업보고서

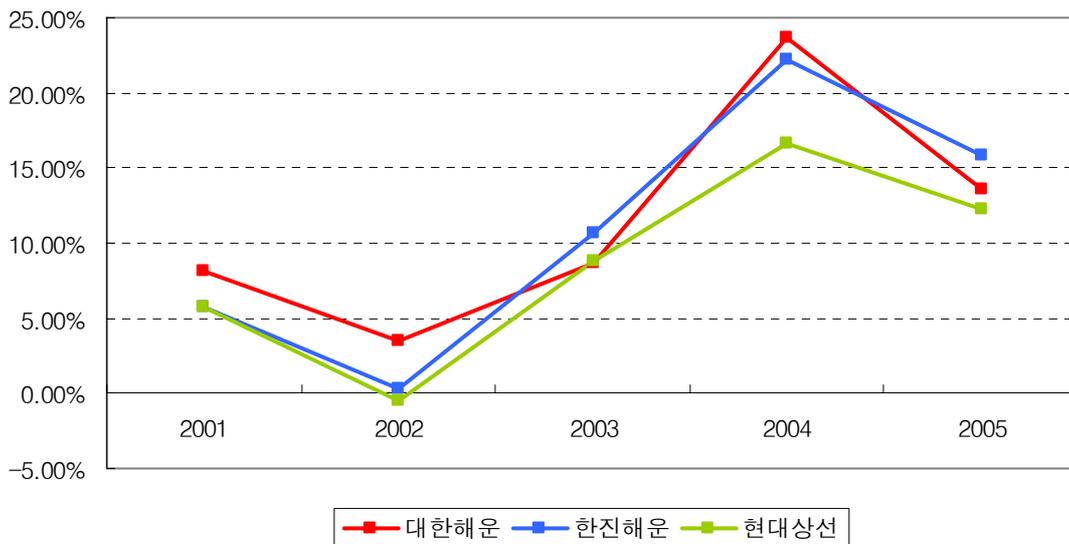
해운업의 특성상 고정자산(선박)의 비중이 크기 때문에, 매출액/고정자산 과 영업이익/고정자산 비율을 살펴보는 것은 중요하다고 볼 수 있으며, 수치가 높을수록 고정자산을 더욱 잘 활용하여 수익을 창출하고 있음을 알 수 있다.

매출/고정자산



Source: 대한해운, 한진해운, 현대상선 2001~2005 사업보고서

영업이익/고정자산



Source: 대한해운, 한진해운, 현대상선 2001~2005 사업보고서

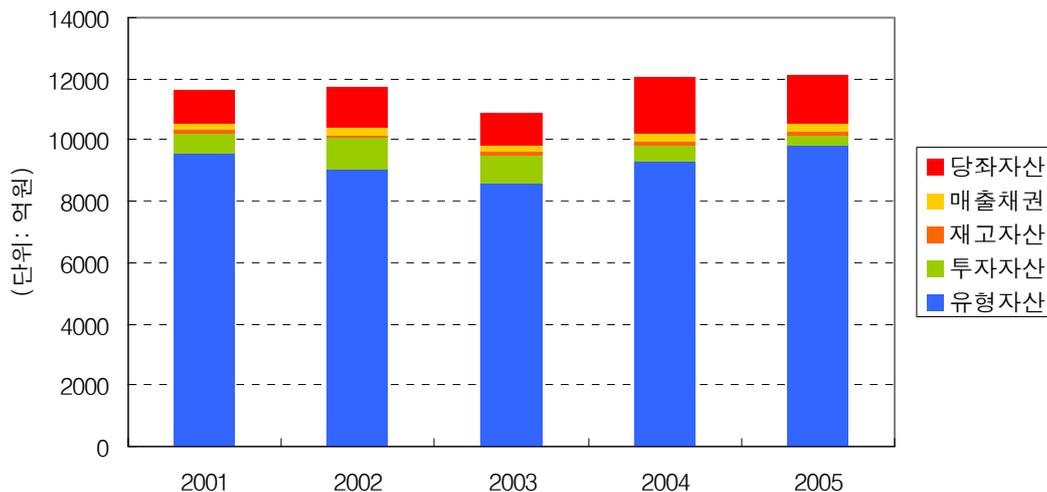
위의 그래프에서 알 수 있듯이, 고정자산 대비 매출액의 규모면에서 대한해운은 비교적 부진하고 있음을 알 수 있으나, 아래의 그래프를 보게 되면, 고정자산 대비 영업이익 규모의 측면에서는 상당한 높은 수치를 기록하고 있음을 알 수 있다. 또한, 해운업의 불황기인 2001~2003년 기간동안의 영업이익/고정자산 수치가 다른 해운사들에 비해서 높은 수준을 유지하고 있으며 비교적 안정적인 모습을 보이고 있다. 이를 통하여 대한해운은 산업 내에서 안정적인 수익구조를 가지고 있으며, 매출원가, 판매 및 관리

비의 비율이 적어 더욱 효율적인 경영을 하고 있음을 알 수 있다. 이는, 타업체에 비하여 정기선의 비중이 높은 것을 이유로 들 수 있다. 2005년 12월 31일 기준으로 대한해운의 보유선박 및 지분참여선박 총 23척 중에서 POSCO와의 장기운송계약 11척, 한국전력공사와 2척, 한국가스공사와 2척, 한국가스공사와의 지분참여 4척 등 총 19척의 정기선을 운영하고 있으며 동 계약으로 인한 운임단가는 1~2년 주기로 재조정되고 있다. 또한, 2008년에 투입되는 2척의 LNG선이 추가된다면 동사의 수익성은 더욱 안정적으로 개선될 것이다. 참고로, 대한해운에서 한국가스공사와의 LNG선 운임수익에 대한 언급이 없기 때문에 정확한 수치를 알 수는 없으나, 현재 현대상선과의 계약 규모를 통하여 예상 수입을 추측해 본다면, 500억원 이상의 수입 증대가 예상된다.

고정자산 대비 매출액의 규모가 아직 개선될 여지가 많이 남아있음은 그동안 고정자산의 활용을 제대로 하지 못한 오점이라 볼 수 있으나, 그동안 개선의 모습을 보여왔고 앞으로 개선의 여지가 많이 남아있으므로 매출액/고정자산 비율의 개선이 지속적으로 이루어지고 영업이익/고정자산 비율이 현상유지만 된다 하더라도 동사의 수익성을 급격히 향상될 것으로 예상된다.

7. 재무제표 분석

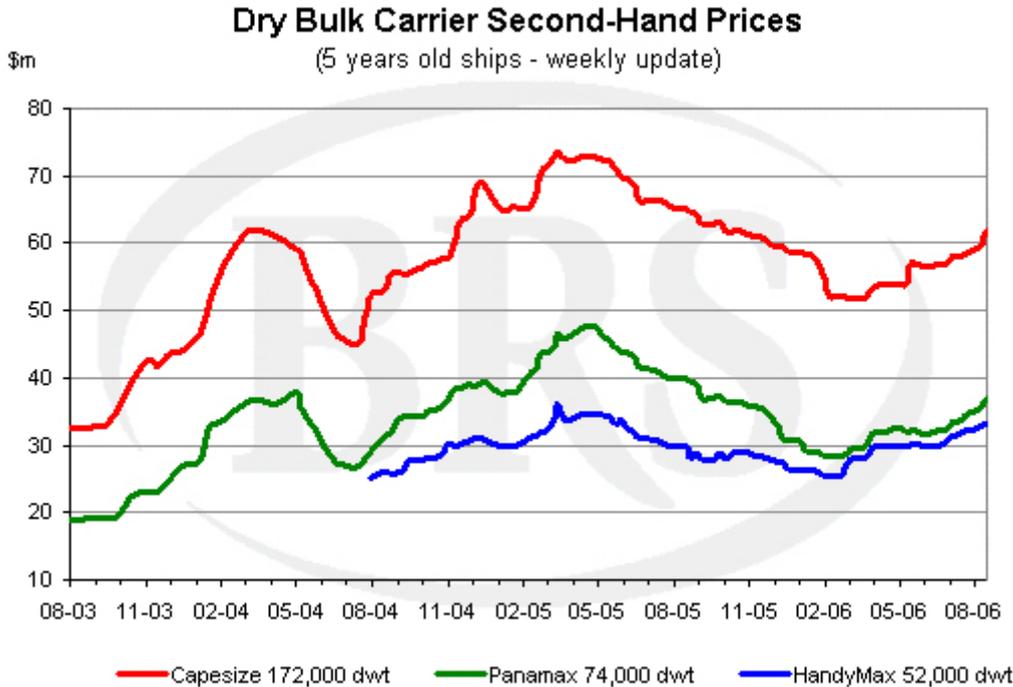
대차대조표 (자산)



Source: 대한해운 2001~2005 사업보고서

해운업의 특성상 유형자산(선박)의 비중이 크고, 점차적으로 당좌자산이 늘어나고 있다. 해운업 특성상 고정자산의 비중이 너무 크다고 하여 자금흐름이 경직되어 있다고 볼 수는 없다. 국제적으로 중고 선박의 거래가 활발히 이루어지고 있다. 시황변화에 따른 운임의 변동과 비슷하게 중고선박의 시장가격도 큰 폭으로 변동되고 있으나 중고

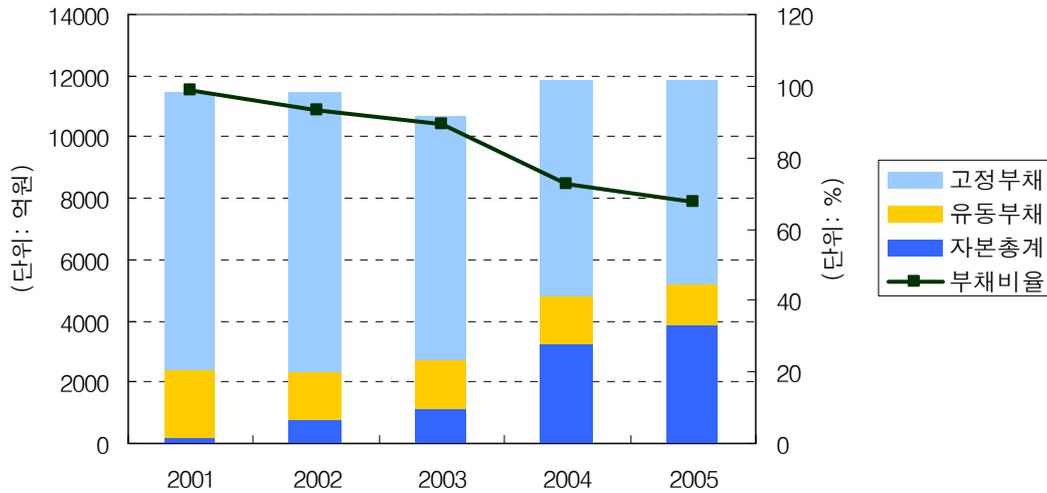
선박 거래시장의 존재는 보유 선박의 매각을 통한 자금조달의 가능성을 높이고 있어 선사의 재무적 융통성을 보강할 수 있는 것으로 평가된다. 또한, 해운 호황기에 중고 선가가 상승할 경우 매각하여 처분이익을 실현할 수 있다는 점에서 투자이익의 기회를 제공하고 있다. 즉, 고정비용이 큰 것이 해운업의 할인요소로 보기보다는 진입장벽으로 보는 것이 타당하다.



Source: EBN, BRS

2006년 8월 현재, 건조된지 5년된 건화물선의 중고선가는 3년전에 비하여 약 2배 가까이 상승하였음을 알 수 있다. 장부가로만 기록되어 있는 재무제표상의 고정자산에 비해 가치가 상승하고 있다. 현재 대한해운에서 보유하고 있는 비정기 건화물선은 2005년도에 건조된 Capesize 선박 1척, 2006년도에 건조된 Capesize 2척, 1996년도에 건조된 Panamax 1척, 2004년도에 건조된 HandayMax 1척으로 보수적으로 추정하더라도 2,600억원에 이른다. 정기 건화물선의 경우, 평균적으로 건조된지 약 12년 정도 경과한 Capesize 12척, HandyMax 2척, LNG선 6척을 보유하고 있으며, 선박의 규모가 기준용량인 172,000dwt보다 큰 선박수는 8척으로 위의 자료에 제시된 기준가보다 높게 평가될 수 있다. 정기 건화물선과 LNG선의 중고선 가격은 보수적으로 약 1조원의 가치를 지닌다고 볼 수 있다. 따라서, 현재 재무제표상의 유형자산은 저평가되어 실질적인 가격 적용시 약 3,000억원의 순자산 증가가 예측되어 자본총계는 약 7,000억원에 이른다고 볼 수 있으며, 현재의 시가총액은 상당히 저평가 되어 있다.

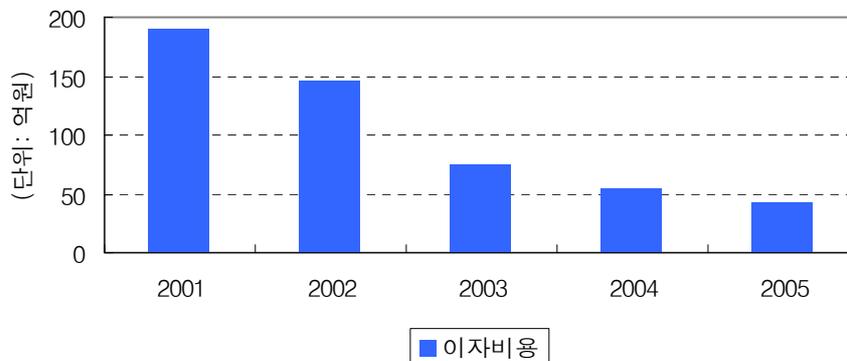
대차대조표 (부채, 자본)



Source: 대한해운 2001~2005 사업보고서

2001년 이후로 자산중에서 자본총계가 차지하는 비중이 점차 증가하고, 부채의 규모는 감소하고 있어 재무구조가 크게 개선되었다. 2001년 약 98%에 이르던 부채비율이 2005년에는 약 70% 정도까지 감소하여 재무적 안정성이 크게 증대되었다.

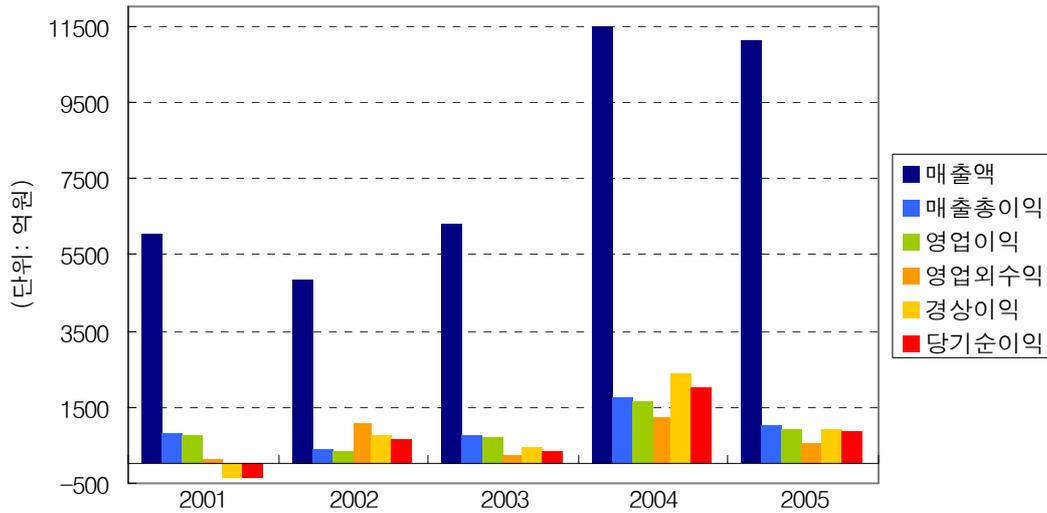
이자비용



Source: 대한해운 2001~2005 사업보고서

지속적으로 이자비용이 감소하여 2005년 이자비용은 42억원. 대한해운의 건전한 재무구조로 현재의 이자비용은 전혀 위협적이지 않으며, 대한해운의 대부분의 고정부채는 선박건조 주문시 발생하는 장기미지급금이 8,000억원 이상으로 대부분을 차지하며 이자를 지급하지 않기 때문에 긍정적인 재무레버리지 효과를 창출하는 주요 요인이라 볼 수 있다.

손익계산서



Source: 대한해운 2001~2005 사업보고서

2004년에 업황 최대호조로 매출액과 이익이 크게 증대되었고, 2005년에는 운임지수의 큰 하락의 시황악화에도 불구하고 연간 매출액 1조 1,093억원에 영업이익 909억원의 실적을 달성하였다.

현금흐름표

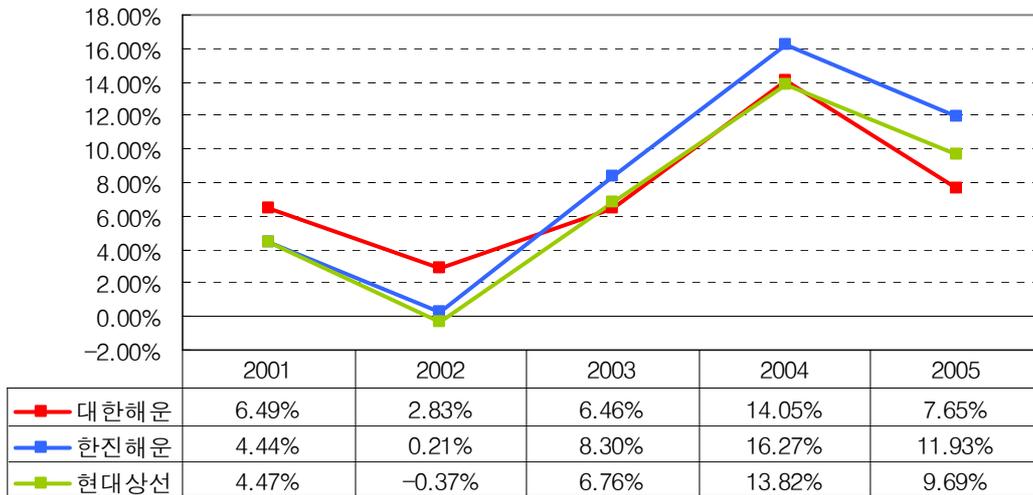


Source: 대한해운 2001~2005 사업보고서

매년 1,000억원 이상의 영업현금흐름을 창출하고 있으며(2003년 957억원 제외), 2001~2003년까지 부채를 대규모로 갚으면서 부채비율을 낮추었으며, 건전한 재무구

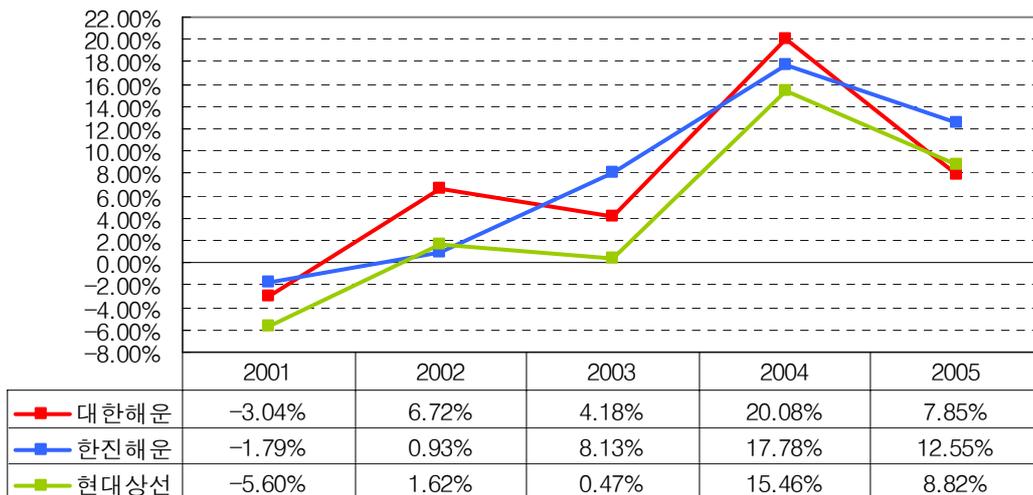
조를 바탕으로 2004년부터 대규모의 선박투자를 재개함으로써 앞으로 현재 건조중인 선박이 본격적으로 투입되는 시점인 2007~2008년에는 추가적인 영업현금흐름이 기대된다. 경영진의 성장전략으로 인하여 추가적인 선박투자가 계획되어 있으므로 향후 (-)투자현금흐름, (-)재무현금흐름, (+)영업현금흐름의 구조가 지속될 것으로 예상된다.

ROA (영업이익/총자산)



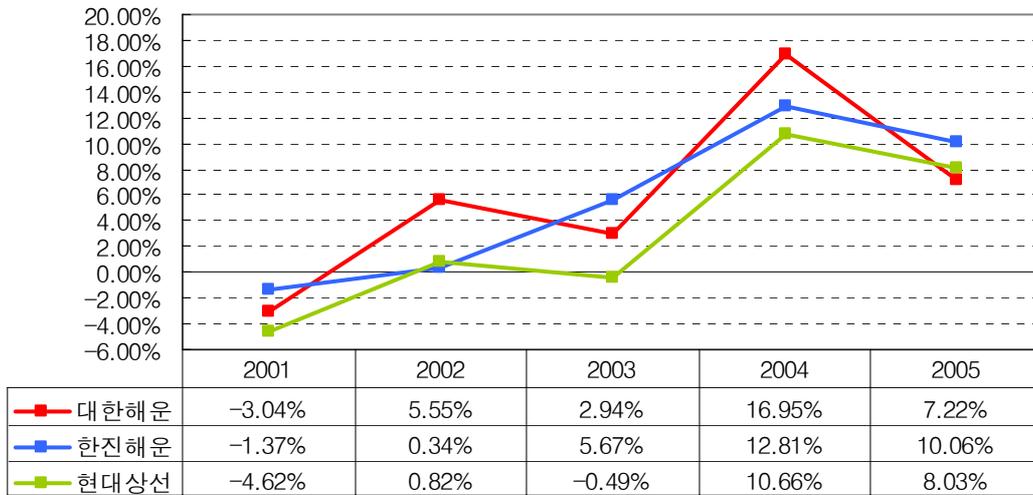
Source: 대한해운, 한진해운, 현대상선 2001~2005 사업보고서

ROA (경상이익/총자산)



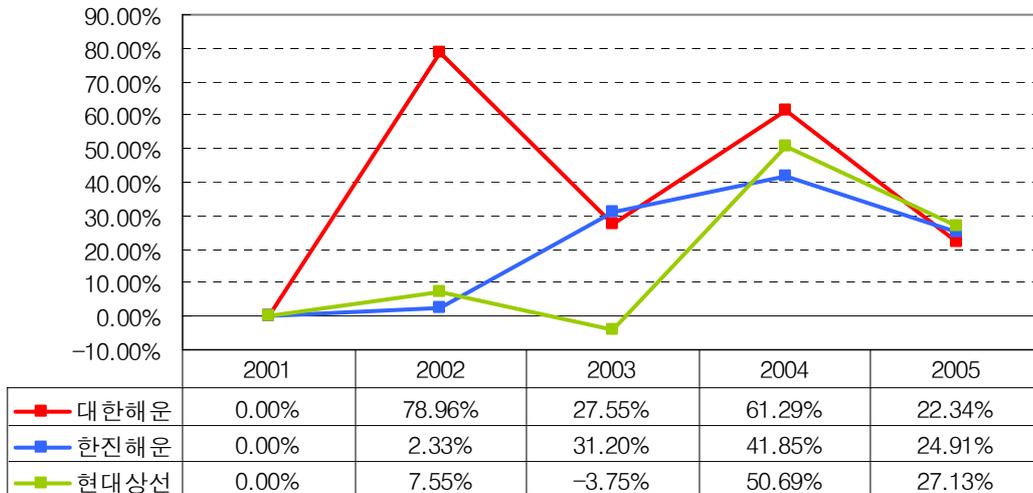
Source: 대한해운, 한진해운, 현대상선 2001~2005 사업보고서

ROA (당기순이익/총자산)



Source: 대한해운, 한진해운, 현대상선 2001~2005 사업보고서

ROE (당기순이익/순자산)



Source: 대한해운, 한진해운, 현대상선 2001~2005 사업보고서

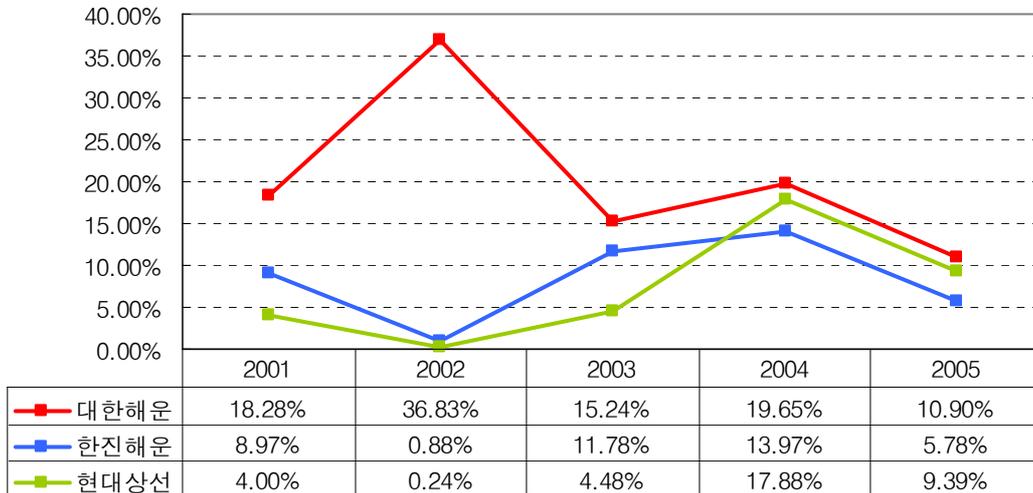
2001년 3개사의 당기순이익은 모두 적자로 ROE가 큰 의미를 갖지 못하므로

그래프편의상 0.00%로 처리하였음.

(참고_ 2001년 당기순이익: 대한해운 -348억, 한진해운 -783억, 현대상선 -3196억)

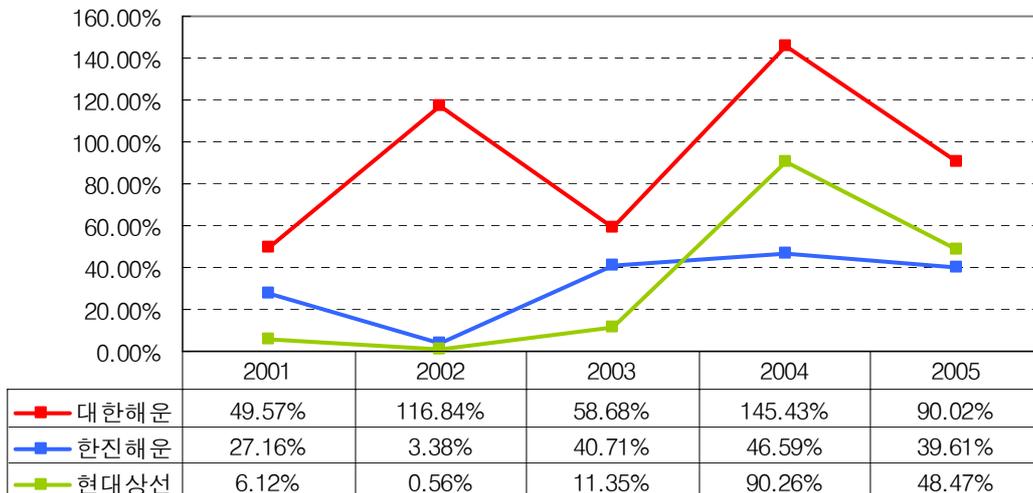
ROA(영업이익/총자산, 경상이익/총자산, 당기순이익/총자산)와 ROE(당기순이익/순자산)을 살펴볼 때, 상대적으로 대한해운이 2001~2003년도의 전체적인 해운업 부진속에서도 가장 잘 버텼다는 것을 알 수 있으며, 2004년 업황 호조 속에서도 역시 높은 수익을 올리는 것으로 나타났다.

영업현금흐름/매출액



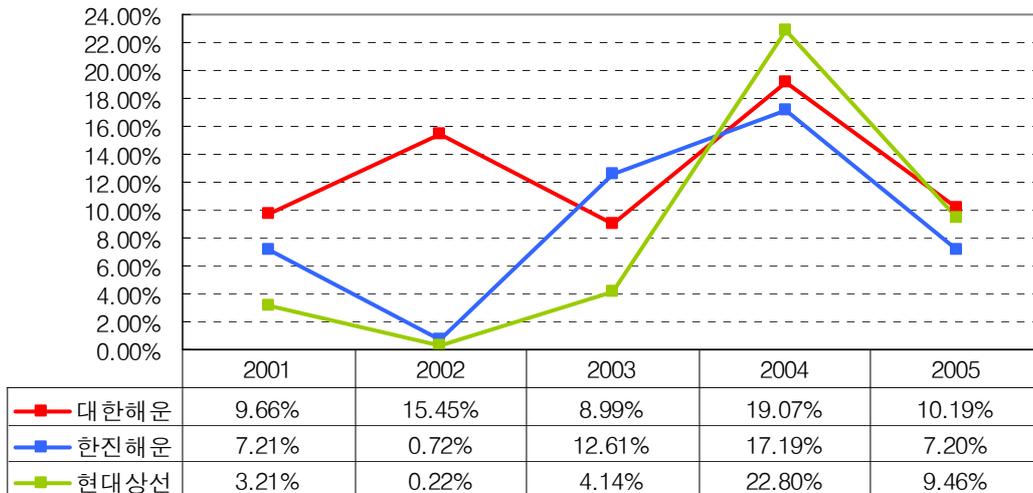
Source: 대한해운, 한진해운, 현대상선 2001~2005 사업보고서

영업현금흐름/유동부채



Source: 대한해운, 한진해운, 현대상선 2001~2005 사업보고서

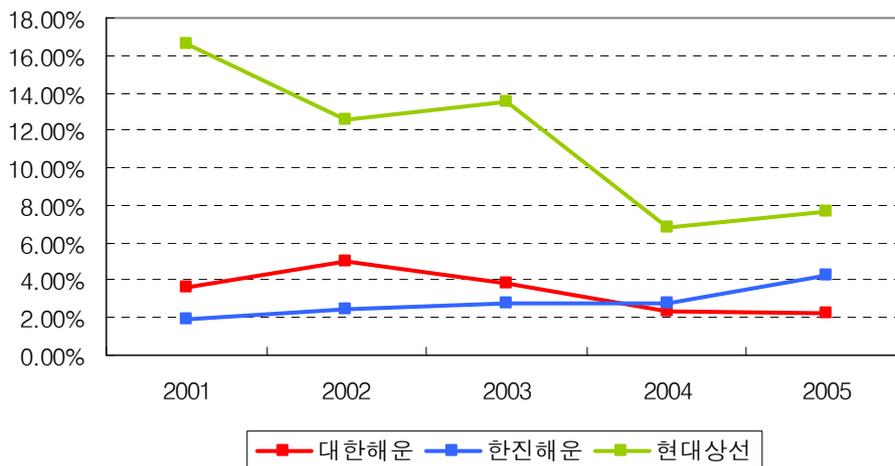
영업현금흐름/총자산



Source: 대한해운, 한진해운, 현대상선 2001~2005 사업보고서

대한해운이 타업체들과 가장 큰 차이를 보이는 것은, 뛰어난 영업현금 흐름이다. 결제의 대부분을 현금결제로 하고 있기 때문이다. 매출액 대비 영업현금흐름이 항상 10% 이상을 유지하고 있으며, 유동부채 대비 영업현금흐름의 비중이 상당히 크기 때문에, 유동성과 상환능력에 있어서도 최고수준임을 알 수 있다. 총자산 대비 영업현금흐름의 비중 또한 타업체들과는 달리 약 10% 이상의 꾸준함을 유지하고 있다.

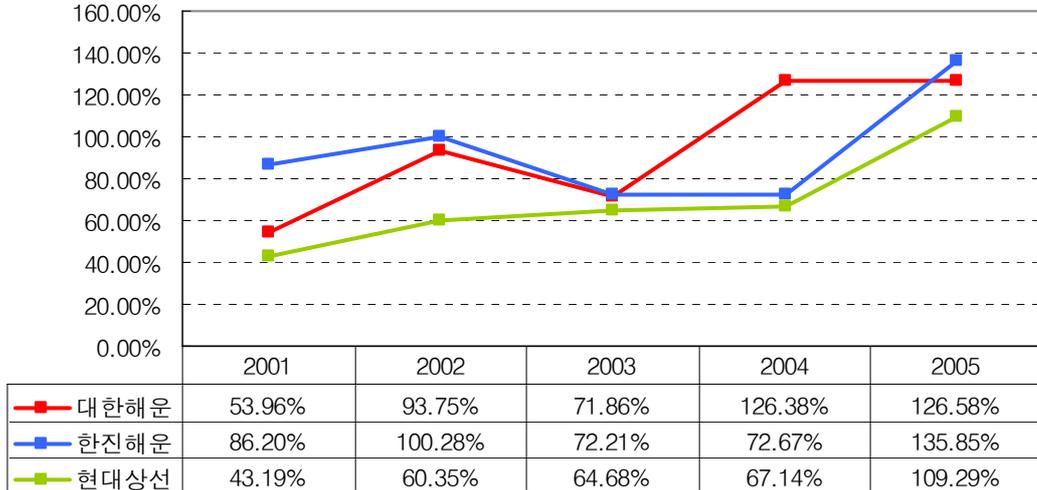
매출채권/매출액



Source: 대한해운, 한진해운, 현대상선 2001~2005 사업보고서

현금결제의 비중이 높다는 것은 그만큼 경쟁력이 있다는 뜻이다. 또한 매출액 대비 매출채권의 비중이 낮다면, 이익의 질이 높다고 볼 수 있으며 매출채권의 회수능력 또한 높게 평가할 수 있는 것이다.

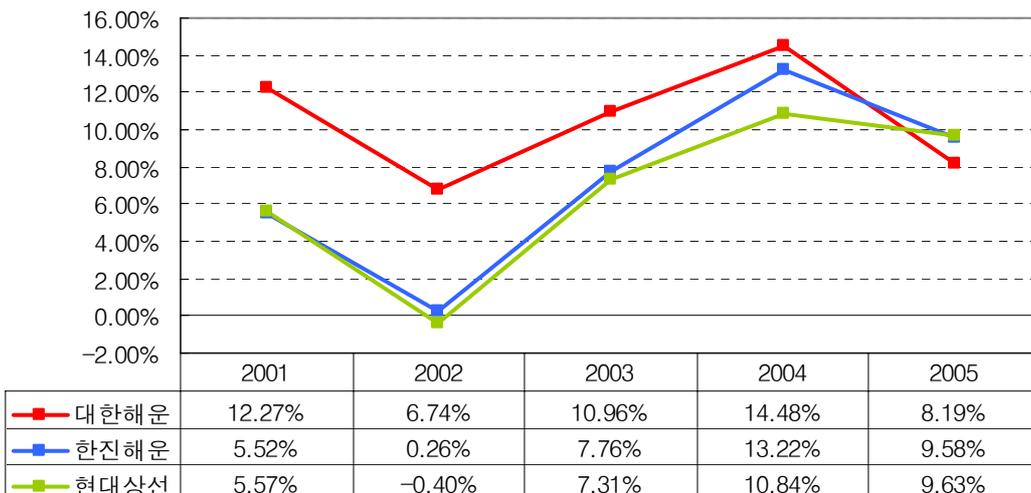
유동비율 (유동자산/유동부채)



Source: 대한해운, 한진해운, 현대상선 2001~2005 사업보고서

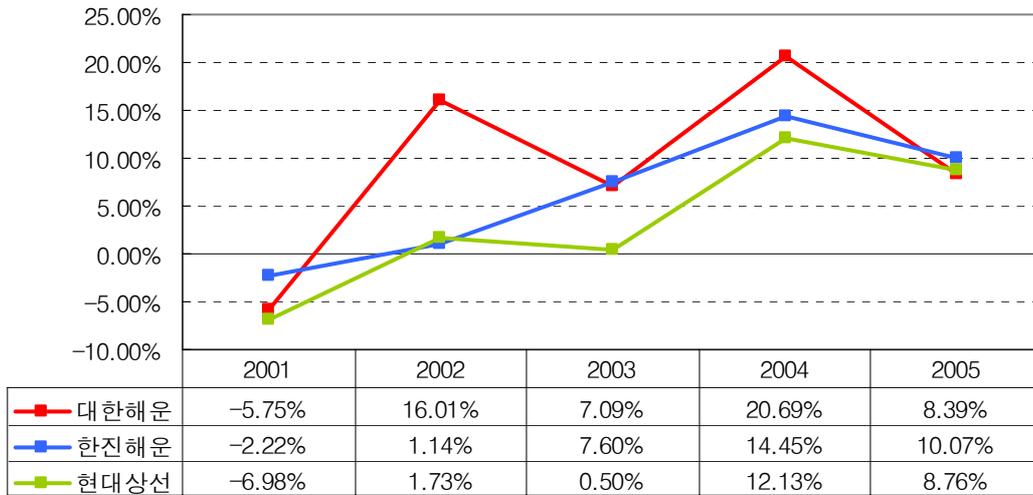
대한해운의 유동성은 꾸준히 향상되어 채무상환에 대한 부담이 적은 편이다.

영업이익률 (영업이익/매출액)



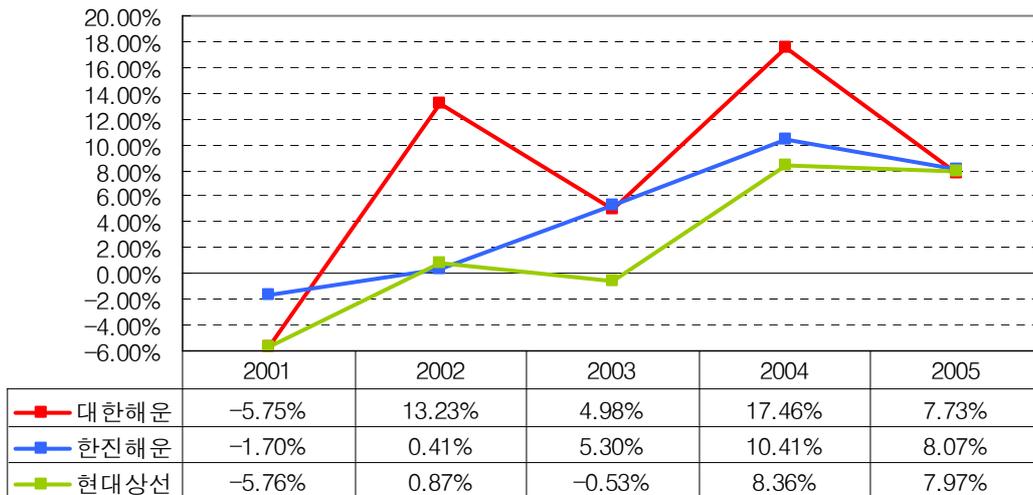
Source: 대한해운, 한진해운, 현대상선 2001~2005 사업보고서

경상이익률 (경상이익/매출액)



Source: 대한해운, 한진해운, 현대상선 2001~2005 사업보고서

순이익률 (순이익/매출액)



Source: 대한해운, 한진해운, 현대상선 2001~2005 사업보고서

영업이익률, 경상이익률, 순이익률 모두 타업체들에 비해 안정적이라는 것을 알 수 있다. 환율, 유가, 운임지수의 큰 변동성으로 인하여 아직까지는 이익률의 변동이 타업종에 비해 높으나, 에너지 전문 해운사를 지향하는 대한해운의 성장계획이 지속적으로 진행될수록 일정한 이익을 보장하는 정기선의 비중이 높아져 이익률의 안정화가 이루어질 것이다. 장기적인 관점에서 볼 경우, 환율 변동의 순환으로 인하여 피해는 크지 않을 것이며 최근의 원화 강세로 인하여 고유가의 충격을 어느정도 흡수하였으며, 향

후 유가가 더욱 큰폭으로 상승하지 않는한, 현재 이상의 이익률을 유지할 수 있을 것으로 예상된다.

8. 지배구조

대한해운 지배구조



단위: %, Source: 대한해운2006 분기보고서

대한해운은 2004년, 2006년에 노르웨이 해운사인 골라LNG에게 두번이나 M&A위협을 당할 정도로 매력적이다. 단순히 차익거래를 위한 M&A시도가 아니라, 동종업체에서 재무적인 관점 뿐만 아니라 전략적인 관점으로도 대한해운은 매우 매력적인 대상이다. 하지만, 대한해운은 여태까지 자사주 매입, 대우조선해양의 백기사 역할 등으로 인하여 M&A에 대한 방어를 해왔다. 골라LNG, 스태뱅거, 그리고 기타 외국계 투자회사들의 지분율보다 약간 더 높은 지분을 보유하고 있으며, 현재 대우조선해양의 지분을 합치면 약 40%의 의결권을 확보하게 되어 안정적인 경영권 유지가 가능하다. 현재는 외국계 해운사들의 M&A 시도 포기로 지분율이 감소하였고, 단순 차익거래의 움직임만 이 보일 뿐이다.

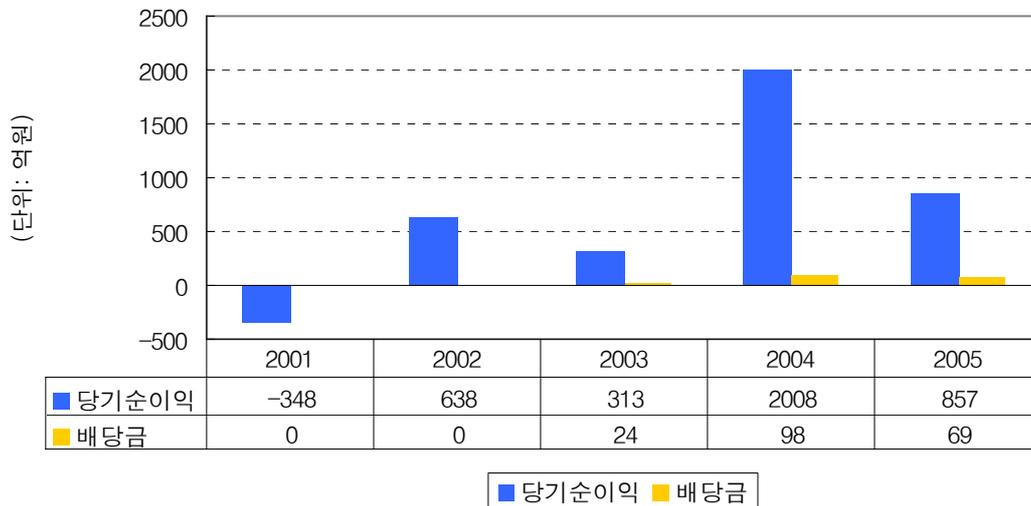
현재 대한해운의 관계회사인 광양선박, 대한FA시스템, 해외선박, 한국선무, 코리코엔터프라이즈의 장부가액은 2006년 3월 현재 61억원이며, 한국선무를 제외한 모든 관계회사가 최근사업연도 흑자를 기록하고 있다. 하지만, 대한해운의 규모를 고려해 볼 때 관계회사들의 규모가 매우 작기 때문에 경영상 크게 주목할 점은 되지 못한다.

9. 주주정책은 합리적인가?

배당금 지급으로 살펴본 대한해운의 주주정책은 매우 합리적이라 볼 수 있다. 기업의 실적이 좋지 않았던 2001년에는 배당금을 전혀 지급하지 않았고, 이익잉여금이 축적되기 시작한 2002~2003년에도 배당금을 지급하지 않다가 수익이 극대화된 2004년에 약 2,000억원에 이르는 당기순이익을 달성했음에도 그것의 약 1/20에 해당하는 98억 원만 배당금으로 지급하였을 뿐이다. 2005년에는 전년대비 당기순이익이 감소하였지

만 여전히 좋은 실적임에도 불구하고 배당금 지급을 적절히 줄이는 모습을 볼 수 있다. 단순히 배당금을 적게 지급하고 유보하는 것 뿐만 아니라, 확보된 이익잉여금을 성장을 위하여 2004년부터 본격적으로 재투자하여 지속적인 성장 계획에 따라 적절히 자본을 배분하고 있다.

대한해운 배당금

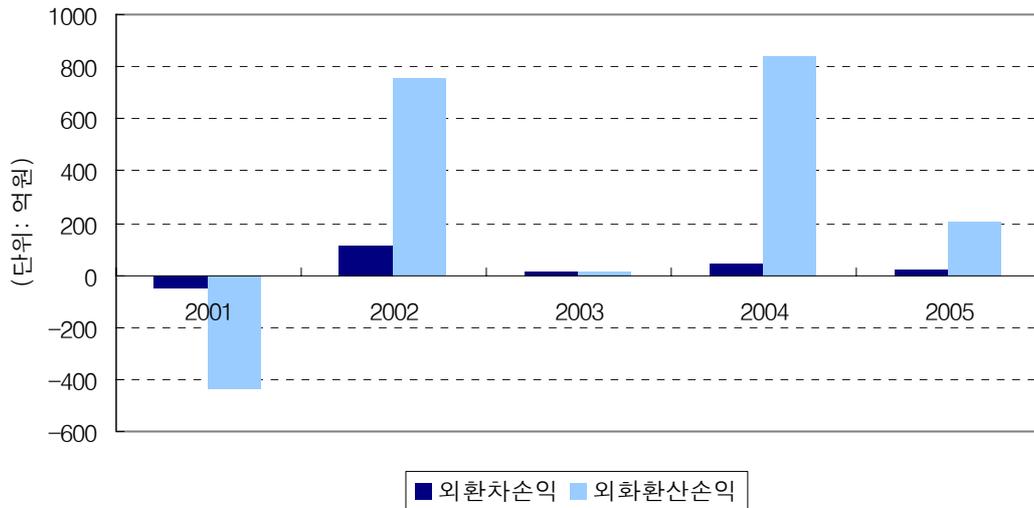


Source: 대한해운 2001~2005 사업보고서

10. 환율변동 대처 능력

해운업의 특성상 거래시 결제 기준 화폐는 달러화가 통용되고 있으며, 외화부채 또는 외화자산의 비중이 크기 때문에 환율의 변동에 따라서 외환차손익과 외화환산손익이 다른업종에 비해 크게 나타나는 경향이 있다. 2001년 대규모의 외화환산손실을 입었지만, 환율 변동으로 인하여 다음해인 2002년에는 반대로 대규모의 외화환산손익을 기록하였다. 환율변동에 따라 외환차손익, 외화환산손익의 변동성이 매우 크게 나타나 경상이익에 큰 영향을 미치고 있으나, 순환성이 강하여 장기적인 관점에서는 큰 문제가 되지 않으며 환율의 변동하에서도 2002년 이후 꾸준히 외환차손익과 외화환산손익이 양의 값을 보이고 있음을 통하여 환율변동에 대한 대한해운의 대처능력은 뛰어나다고 평가한다.

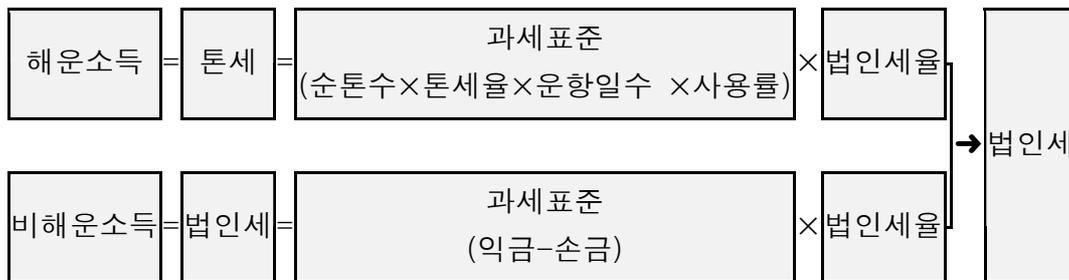
외환차손익, 외화환산손익



Source: 대한해운 2001~2005 사업보고서

11. 톤세제 도입이 미치는 영향

톤세제도(Tonnage Tax System)는 해운기업의 소득을 해운소득과 비해운소득으로 구분하고, “해운소득에 대한 법인세 과세표준을 영업이익이 아닌 운항선박의 순톤수와 운항일수를 기준으로 산출한 금액으로 대체”하는 것을 말한다. 비해운소득에 대하여는 실제 영업이익이 법인세 과세표준이 된다.



Source: 한국선주협회 톤세설명회 교재

동일한 운송량으로 최대의 이익을 얻기 위해서는 운항원가절감, 톤세율을 낮추거나 운임지수를 높게 책정하는 방법으로 수입을 극대화 할 수 있다. 톤세율은 1톤당 1운항일이익에 따라 결정되는데 그 내용은 아래의 표와 같다. 즉, 개별 선박의 규모가 클수록 1톤당 1운항일이익이 줄어들기 때문에 과세표준이 줄어들게 되어 법인세 감면 효과를 최대화 할 수 있다.

개별선박의 순톤수	1,000톤이하	1,000~10,000톤	10,000~25,000톤	25,000톤초과
1톤당 1운항일이익	14원	11원	7원	4원

Source: 한국선주협회 톤세설명회 교재

단, 영업이익의 흑자와 적자와 관계없이 항상 일정 금액의 법인세를 납부해야 하므로 영업이익 적자가 발생할 경우 법인세까지 가중되어 피해가 막대해지지만 동사의 경우 최근 5년동안 단 한번도 영업이익의 적자가 발생한 적이 없어, 법인세 부담이 감소할 것으로 예상된다. 한국신용정보(NICE)의 보고서에 따르면, 톤세제 도입으로 인한 법인세 절감액은 이전에 비해 큰 차이는 없을 것이나, 해운회사의 경우 대규모 외화 선박 차입금을 부담하고 있어 환율의 변화에 따른 경상수익성의 변화로 법인세 부담의 규모를 예측하기 힘들었던 선사는 법인세 부담 규모의 예측가능성이 높아짐에 따라 안정적인 자금운용이 가능하게 되었다.

12. 대한해운 비전 2010

대한해운은 2010년 매출 2조원, 운영선대 270척(지배선대 78척, 용선선대 192척)을 확보한다는 내용의 중기전략을 담은 '대한해운 비전 2010'을 발표했다. 꾸준한 창의와 노력으로 기업을 건전하게 성장시켜 사회에 공헌하고, 책임과 윤리 경영을 통해 주주와 고객, 종업원이 만족하는 초우량 기업으로 도약하는 것을 경영 기본이념으로 설정했다. 특히, 이러한 경영이념을 통해 세계적인 에너지 자원 전문 수송선사로 거듭나고, 매출액 기준 국내 100대 기업 진입과 함께 1인당 영업이익 1위, 1인당 순이익 1위의 기업으로 성장한다는 비전을 제시했다. 이를 위해 전용선대 확장을 통한 사업 안정성 구축과 함께 LNG/유조선 사업확대를 통한 수익구조 다변화, 건화물선 부문 지배선대 확충으로 영업경쟁력 강화 등 사업부문 다각화를 통한 포트폴리오를 구축해 나가기로 했다. 이와함께 조직을 확대 개편하여 2010년에는 5개 본부, 25개 팀, 육상직원 190명, 해상직원 1,288명으로 확대한다는 방침이다.

이진방 사장 취임후 처음으로 발표한 비전이라 주목할만 하며, 특성상 수익의 변동성이 큰 업종 내에서 안정적이고 일정한 이익이 보장되는 전용선대를 확충하여 에너지 자원 전문 선사로 성장하려는 전략은 해운업의 할인요소를 극복할 수 있는 최선의 전략으로 평가된다.

13. 리스크 요인 분석

(1) 고(高)유가

2005년 대한해운의 선박운항 연료유 매입 비용은 약 1,097억원으로 매출액의 약

10%에 이르는 어마어마한 규모이다. 2003~2004년도의 유가에 비해 약 두배 가까이 오른 수치로 해운사들의 수익성을 저해하는 가장 큰 요소로 꼽히고 있다. 2006년 8월 11일 현재, 국제 유가는 배럴당 약 \$75로 상당히 높은 수준에 이르고 있으며 곧 유가가 안정화 될 것이라는 예측과 계속 상승할 것이라는 예측이 팽팽하여 앞으로의 유가 향방은 예측하기 어려운 상태이다.

두바이유 Historical Data



Source: KoreaPDS

이와 같이 유가가 상승함에 따라 선사들은 앞다투어 유가 할증료(BAF)를 부과하고 있다. 태평양 안정화 협정(TSA)의 경우 내년 1월부터 유가 할증료를 40피트 컨테이너를 기준으로 \$590로 인상한다고 밝히는 등 유가 인상분 회수에 적극 나설 계획으로 알려져 있다. 한국해양수산개발원(KMI)가 분석한 자료에 따르면, 국제 유가가 10% 상승하면, 우리나라 외항해운업체의 운항원가가 2.0% 정도 높아져 선사는 물론 화주도 부담이 커지는 것으로 나타났다. 유가 할증료를 통하여 고유가에 대한 피해를 얼마만큼 회복할 수 있느냐에 따라서 해운사의 영업이익률 수준이 정해질 것이다.

(2) 해운·항만·물류업계 빅뱅

MAERSK의 P&O 네들로이드 인수로 촉발된 해운·항만 부문의 M&A 소용돌이는 상당한 여진을 남기면서 2006년에도 지속될 것으로 전망되고 있다. 세계 대형 선사들의 지속적인 몸집 불리기로 규모의 경제를 이용하여 운임단가를 낮추는 등 중소형 선사들의 입지가 흔들리고 있으며, M&A대상으로 여러 업체가 거론되고 있다.

아래의 표에서 알 수 있듯이, 상위 업체일수록 시장점유율 증가율이 높음을 알 수 있다. 막대한 규모와 자금을 이용하여 중소형 업체들을 인수·합병하고 있으며, 경쟁적인 신규 선박 발주로 인하여 물동량의 수요는 지난해에 비해 10% 이하 증가할 것이나,

선박량은 14% 정도 증가할 것으로 예상되어 운임지수의 하락 및 수익성 악화의 문제가 나타날 것으로 예상된다.

<세계 정기선사별 시장점유율>

구 분	2000. 1		2006. 1		증가율
	TEU	점유율	TEU	점유율	
TOP 10	2,538,199	49.30%	5,478,992	60.00%	325%
Carriers ranked 11-25	1,305,413	25.30%	2,169,096	23.70%	166%
Carriers ranked 26-50	576,316	11.20%	621,693	6.80%	108%
Carriers ranked 51-100	397,895	7.70%	390,736	4.30%	98%

Source: BRS-ALPHALINER

14. 전환사채, 신주인수권부사채

2006년 6월 30일 현재, 대한해운은 권면총액 200억원 규모의 전환사채가 발행되어 있다. 전환비율 100%, 전환가액 31,045원으로 전환가능 주식수로는 644,226주이다. 현재 주가로는 전환사채로 인한 차액거래가 생길 확률이 낮기 때문에 주가 희석에 대한 우려는 없으나, 앞으로 주가가 상승하게 되면 6.44%의 희석효과가 발생하게 된다.

2006년 6월 30일 현재, 대한해운은 권면총액 95억원의 신주인수권부사채가 발행되어 있다. 전환비율 100%, 행사가액 23,500원으로 행사가능 주식수로는 851,063주이다. 현재의 신주인수권부사채 발행량은 2006년 3월 14일 대한해운의 Put Option 행사로 인하여 원금 105억원을 상환하고 남은 수치이다. 아직까지는 행사된 신주인수권부사채가 없는 관계로 주가가 희석되지 않았지만, 행사가액이 현재 주가에 비해 낮기 때문에 주가 희석에 대한 우려가 존재한다. 약 8.51%의 주가 희석효과는 주가가 크게 하락하지 않는 한, 행사될 것으로 예상된다. 하지만, 지난 4월 13일 원금 105억원을 미리 상환한 경험으로 미루어 볼 때, 나머지 잔량까지 조기상환하게 된다면 주가 희석효과를 예방할 수 있을 것이다. 경영진의 재무정책에 따라서 결과를 예측해야 하기 때문에, 아직까지는 정확히 주가 희석에 대한 예측을 정확히 할 수 없으나, 기존의 정책을 통하여 추론해 보았을 때 행사가액과 주가의 괴리율이 커지게 되면 조기상환하여 주가 희석을 방지할 것으로 예상된다.