

하이골드 12호(172580, 코스피)

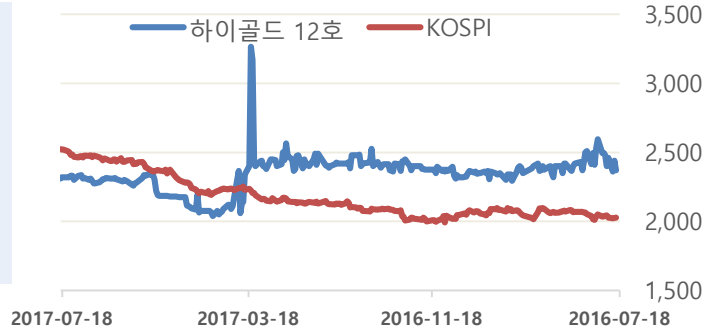
안정적인 포트폴리오 종목 :
황금 알을 낳는 거위

시가총액 (억원)	주가전망	적정주가 (원)	현재주가 (원)	상승여력 (%)
303억원	Positive	2910	2320	25.47% ↑

비즈니스 이슈

100대 국정과제 中 하나로 해양 진흥 공사(해양선박금융)을 설립할 예정이다. 특별법 제정을 통해 내년 7-8월에 설립을 목표로 최소 6조원의 정부 예산이 투입될 것으로 보인다. 목표는 해운·항만·조선 등 해양 관련 산업 전반을 지원하는 컨트롤 타워를 만드는 것이다. 이를 통해 한진해운 사태 이후 관련 업계의 회복세가 한층 가속화될 전망이다.

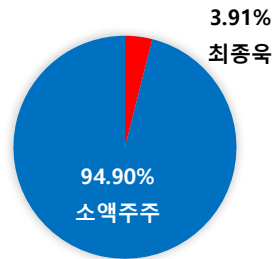
코스피 지수 및 하이골드 12호 주가 추이 (단위: 원, pt)



투자포인트

- 2017년 2월 17일 한진해운 파산으로 해운업 치킨게임의 종말 및 구조조정
- 당사 선박인 수프라막스 벌크선의 선박 증가량은 2017년 최저치를 예상 및 용선료의 가파른 성장세
- 현대상선 재무구조의 개선으로 인한 용선료 수입의 불확실성 리스크 제거
- 당사는 선박편드로서 매달 분배금을 지급하게 되며 이 분배금은 2017년 평균 8.6% 매우 높은 배당 수익 확보 기대
- 저평가된 주가로 인해 2020년 계약 만료 시 선박 보험이 보장된 최소 선박가격이 주가를 상회

주주현황 (2017.07.18 기준)



매출구성 (2017E)



투자자 거래종합 (단위: 주)

날짜	거래량	기관	외국인
07/11 - 07/17	77,417	+500	-1
07/04 - 07/10	94,524	+1,600	-5,921
06/27 - 07/03	162,432	+1,191	-34
06/20 - 06/26	156,702	+5,256	0
06/13 - 06/19	104,924	+3,600	+49
06/05 - 06/12	132,388	+14,580	0

주요 공시 내용

날짜	내용
06/30	업종 변경 통계청 기준에 따른 업종 변경
02/14	매출액 또는 손익구조 30% 이상 변경 달러 자산에 대한 외환평가 이익반영으로 당기순이익 증가
09/07	선박투자회사사입 인가 변경 용선료 25% 조정 / 용선 만기 연장

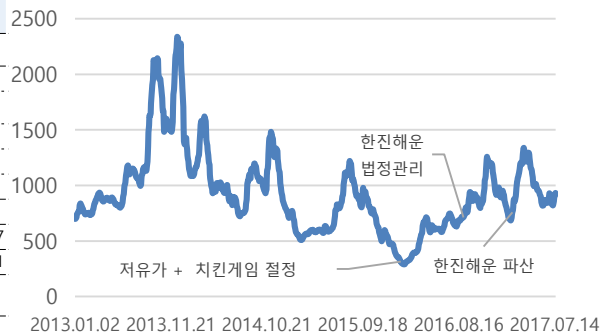
하이골드 12호 사업부문별 실적 및 주요 지표 추이

(억원, 배, %)

구분	2014	2015	2016	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17
영업 수익 (용선료 수익)	96	94	98	27	26	25	20	20
영업 비용	76	85	81	22	21	19	19	19
선박관리비	37	42	44	-	-	11	33	10
감가 상각비	22	25	24	6	6	6	6	6
위탁운용 수수료	3	3	3	1	1	1	1	1
보험료	2	8	8	2	2	0.5	0.5	0.5
기타	12	7	2	13	12	0.5	-21.5	1.5
영업이익률	20.26	10	7.03	13.05	65.01	-130.43	303.68	-252.37
순이익률	23.62	18.13	51.83	13.18	65.02	-130.43	304.71	-253.71
EPS(지배주주순이익 감안)	173	131	387	-	-	-	-	-
BPS	4,562	4,304	3,948	-	-	-	-	-

[그림 1] BSI 지수

(단위: pt)



자료 : 코리아 슈핑 가제트

2017년 반등하는 해운업, 증가하는 중고 선박의 가치에 주목

매달 배당금이 나오는 실적 배당 선박 펀드

당사는 선박 펀드를 공모하여 해외 자회사를 통해 57,000 DWT 수프라막스 벌크선 2척을 건조한 뒤 국내 선박운항회사인 현대상선과 정기용선계약을 체결하였다. 이후 용선을 통해 얻는 수익과 향후 대상 선박을 매각하여 투자원금의 회수 및 선가 상승 시에 매매차익을 추구하는 실적 배당형 선박투자회사로 2013년 5월 상장되었다. 2016년 9월 현대상선의 요청으로 용선료 25% 하락 조정을 받아들이며 사업기간을 2020년 2월까지 연장하였다. 매출의 100%는 현대상선과의 장기용선계약을 통해 이루어져 있으며 용선료 수입에서 비용을 제한 금액을 매달 투자자들에게 분배금으로 지급한다. 선박 잔존물 가치 보장 보험(RVI)가 가입되어 15,000,000 USD 이하 매각 시 5,000,000 USD 까지 보장을 해주어 선박 청산 시 가격 하락 위험을 최소화 하였다.

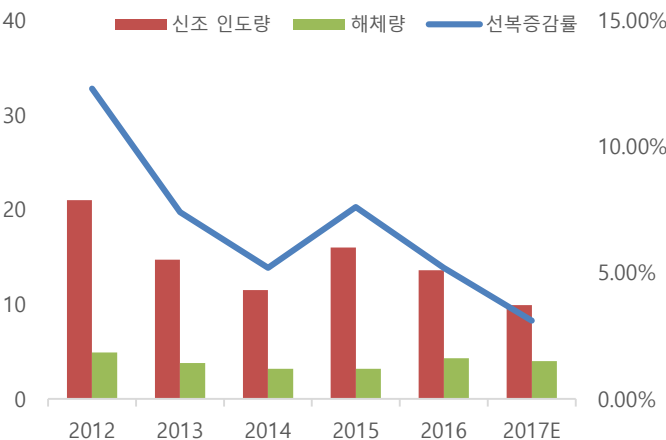
해운업 구조 조정 및 치킨게임 종결과 2017년 시작 된 해운업 경기 회복

2017년 2월 초 한진해운이 선박 과잉에 따른 저 운임 국면을 견디지 못하고 파산하였다. 해운업은 규모의 경제와 밀접하게 연관되어 있어 규모가 클수록 이익을 높게 가져가는 구조이다. 그러나 공급과잉을 주도한 머스크 라인(시장 점유율 16%)조차도 2016년 4천억의 적자를 기록하였다. 실제 지난 2년간 상위 20개 선사 가운데 한진해운 포함 8곳이 역사 속으로 사라졌다. 하지만 해운업의 구조조정 및 세계적 경기 회복으로 2017년부터는 해운업의 치킨게임이 끝나고 반등이 이루어 질 것으로 전망한다. 특히, 2분기 BDI지수는 평균 1000를 상회하며 전년 동기 대비 약 67% 상승했으며, 이에 따른 운임 상승이 기대된다. 공급 과잉의 우려 또한 머스크 라인에서 당분간 신조선발주 계획이 없다는 뜻을 밝히며 해운업 경기 회복의 시작으로 판단된다.

예상보다 빠르게 상승하는 해운 수요 한진해운 파산 후 반등하는 중고 선박 가격

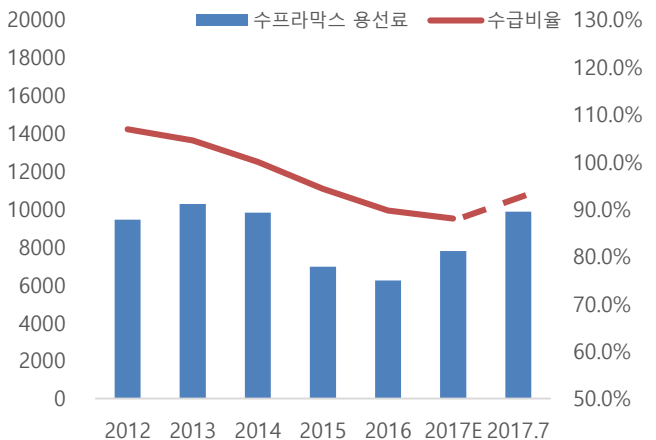
중고 선박의 가격은 BDI 운임지수와 큰 상관관계를 가지고 있고, 수프라막스의 중고선박 가격은 BSI와 밀접한 상관관계를 가지고 있다. (그림 4 참조) 또한, 수프라막스의 수요와 공급의 전망 및 추이는 중고 선박 가격의 예측을 용이하게 도와준다. 공급 측면에서는 2017년 수프라막스의 신조 인도량은 크게 감소할 것이나 해체량은 2016년과 유사한 수준으로 유지 될 것으로 예상된다. 이에 따라 선복 증감률은 3.1%로 최저치를 기록할 전망이다. 반면 수요측면에서는 물동량의 증가 및 용선료가 9,875 USD(2017년 7월 18일 기준)로 2017년 예상치보다 20% 상회하며 가파른 수요 회복을 보여주고 있다. 즉 글로벌 경기 회복으로 빠르게 상승하고 있는 BDI BSI 운임지수와 그에 따라 예상치보다 상회하는 용선료의 상승, 그리고 신조 인도량 감소와 증가하는 해체량으로 인한 공급 감소는 수프라막스 수급비율을 상승시킬 것이다. 한진해운 파산 이후 5선령 중고선박의 가격이 12,000,000 USD 에서 16,000,000 USD 까지 약 33% 상승하였지만, 이러한 상황들을 종합적으로 고려해본다면 수프라막스의 중고선박 가격이 앞으로도 더 상승할 것으로 전망된다.

[그림 2] 수프라막스 선복량 변동 추이 및 전망 (단위 : 백만 DWT, %)



자료 : Clarkson Research

[그림 3] 수프라막스 수급비율 및 용선료 (단위 : USD/일, %)



자료 : 캠프 선박운용, Clarkson Research

청산가치 대비 저평가된 주가와 꾸준한 배당 수익률로 인한 높은 차익실현 가능

**현대상선 재무 구조 개선으로 인한
용선료 리스크 해소**

당사는 선박편드로서 국내 선박운항회사인 현대상선과 정기용선계약을 체결하여 얻는 매출 100%로 이루어져 있다. 하이골드 12호의 주가가 2015~2016년 급락한 원인은 현대상선의 파산 가능성으로 용선료 지급 불이행 및 용선계약 파기 가능성이 제기 되었기 때문이다. 그로 인해 작년까지 현대상선의 불안한 재무구조는 리스크로 작용하였다. 하지만 현대증권 매각, 대규모 유상증자를 통해 2000%가 넘는 부채 비율을 정부권고사항인 400%까지 낮추고 신용등급 또한 D에서 BB로 높은 상승을 기록하여 회사의 정상화를 이루어냈다. 그러므로 대규모 자금확보 및 신용등급의 상승으로 인한 용선료 지급 불이행 리스크는 사라진 것으로 판단된다.

**매달 지급되는
분배금으로
높은 배당 수익률**

당사는 선박편드로서 분배금을 받는 배당주의 성격을 가지고 있다. 특히 매년 혹은 분기당 배당이 아닌 매달마다 지속적인 금액의 배당이 나온다는 점이 큰 장점이다. 기존의 분배금은 매달 30원 가량이 나왔지만 2016년 9월 현대상선과의 용선료 조정(25%) 및 계약 연장 이후 매달 15~18원의 분배금을 지급하며 계약기간을 2020년 까지 연장하였다. 하지만 현재 과도한 주가하락으로 인하여 2017년 연 평균 8.6%의 분배금이 예상된다. 즉, 2016년 코스피 상장사들의 배당률인 1.77에 비해 5배 가까이 높은 배당 수익률을 기대 할 수 있다.

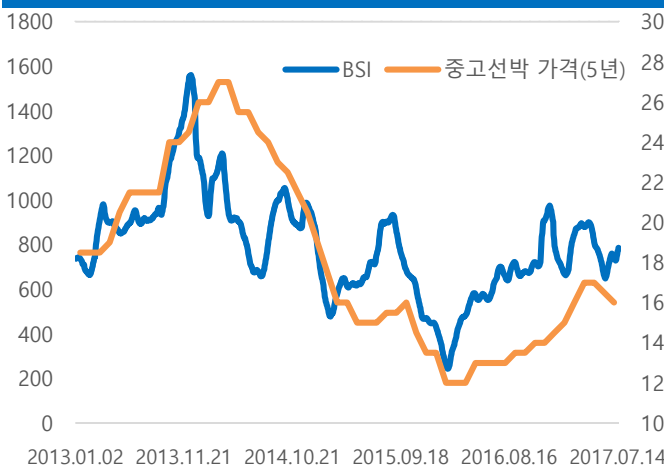
**과거 해운업 리스크 극복에도 불구하고 청산가치보다
저평가된 현재 주가**

선박 펀드의 구조는 분배금을 통한 높은 배당 수익률을 보장하는 대신 시간의 흐름에 따라 선박의 연령이 높아져 지속적으로 값어치가 하락하게 된다. 그 결과, 계약 만료 시점에 중고 선박을 청산하게 되면 건조하는데 들었던 비용보다 더 낮은 가격으로 매각하게 된다. 그래서 높은 배당금이 존재하는 대신 선박 청산 시 분배금의 하락 리스크가 존재한다. 하지만 당사의 경우 현재 주가(2320원)가 2020년 선박 잔존물 가치보장 보험 가격(15,000,000 USD)을 기준으로 청산 가치를 비교하여도 약 11% 가량 저평가 되어 있으며, 현재 동일 중고 선박 가격(16,000,000 USD) 대비 청산가치가 약 18% 저평가 되어있다. (1140KRW/USD 기준)

**만기 보유 시, 기간 총
수익률 32.72%
(배당 + 차익 수익)**

하이골드 12호의 Valuation은 선박 매각 가격을 통한 적정 주가와 배당 수익률을 둘다 고려하였다. 향후 배당률은 2020년 계약 만기까지 큰 변동이 없는 용선료를 고려해 2017년 상반기 용선료의 평균(16.71원)을 분배금으로 책정하였다. 연 분배금 수익률은 약 8.6%이며, 계약 만료 시(2020년 2월) 보수적 분배금 수익률은 약 21.6%(단순 합)이다. 또한, 계약 만료 후 중고선박 매각(선령 7년)을 기준으로 책정한 현재 가치는 보수적으로 16,000,000 USD로 책정하였다. 최대한 보수적인 시나리오를 통해 환율은 1140원/ USD을 적용하고, 분배금을 통한 수익금은 분배 당시의 현재가치의 단순 합산으로 수익률로 책정하였다.

[그림 4] BSI와 중고선박(5년) 가격 추이 (단위 :pt, 백만 USD)



자료 : 코리아 쉬핑 가제트, Clarkson Research

[그림 5] 경쟁사 비교

	하이골드 3호 (1820원)	하이골드 12호 (2320원)	바다로 19호 (2875원)
배당	고배당	중배당	고배당
용선사	현대상선, SK 해운	현대상선	현대상선
보험보장	無	15,000,000 USD	14,000,000 USD
현재주가	현재주가 < 청산가치	현재주가 < 청산가치	현재주가 > 청산가치
계약만료	17년 9월 SK해운/ 18년 10월 현대상선 계약만료	2020년 계약 만료	2021년 계약 만료 (옵션 +2년)

보수적 Valuation

전제 조건

- 주가는 2017년 7월 18일 종가 2320원을 기준으로 한다.
- 분배금은 17년 평균(1월~7월) 16.71원을 적용하고 총 분배금 월은 30.5개월로 적용한다.
- 감가상각 기준은 25년이므로 1년 당 4%의 감가상각률, 선박 매각 시 비용은 매각 금액의 2%로 적용한다.
- 선박 잔존물 가치 보장 보험(RVI)는 15,000,000 USD 이하인 경우, 적당 5,000,000 USD 보험금 보장
- 환율은 1120, 1140, 1160원/ USD으로 나누어 3가지 시나리오 적용
- 배당 수익률은 단순 합산과 재투자 가정한 복리 적용 2가지 시나리오 적용

배당수익률

	2017	2018	2019	2020
연도 별 분배금 합	83.55	200.52	200.52	25.065
당기 분배금 수익률	3.60%	8.64%	8.64%	1.08%
누적 분배금 수익률(단순합)	3.60%	12.24%	20.89%	21.97%
누적 분배금 수익률(재투자 가정)	3.60%	12.56%	22.28%	23.61%

중고 선박 청산 가치

하이골드 12호	중고 선박 가격(USD)	척 수	실질 가치	환율	주식 수	주당 청산가치	예상 수익률
5선령(2017.5-2018.4)	16,000,000	2	0.98	1120	13044500	2692.567749	16.06%
	16,000,000	2	0.98	1140	13044500	2740.649316	18.13%
	16,000,000	2	0.98	1160	13044500	2788.730883	20.20%
6선령(2018.5-2.19.4)	15,360,000	2	0.98	1120	13044500	2584.865039	11.42%
	15,360,000	2	0.98	1140	13044500	2631.023343	13.41%
	15,360,000	2	0.98	1160	13044500	2677.181647	15.40%
7선령(2019.5-)	15,000,000	2	0.98	1120	13044500	2524.282265	8.81%
	15,000,000	2	0.98	1140	13044500	2569.358734	10.75%
	15,000,000	2	0.98	1160	13044500	2614.435203	12.69%

누적 수익률

		2017	2018	2019	2020
배당 + 청산 수익률(단순 합)	1120	19.66%	23.66%	29.69%	30.77%
	1140	21.73%	25.65%	31.64%	32.72%
	1160	23.81%	27.64%	33.58%	34.66%
배당 + 청산 수익률(재투자 가정)	1120	19.66%	23.97%	31.09%	32.41%
	1140	21.73%	25.96%	33.03%	34.35%
	1160	23.81%	27.95%	34.98%	36.30%

Compliance Notice

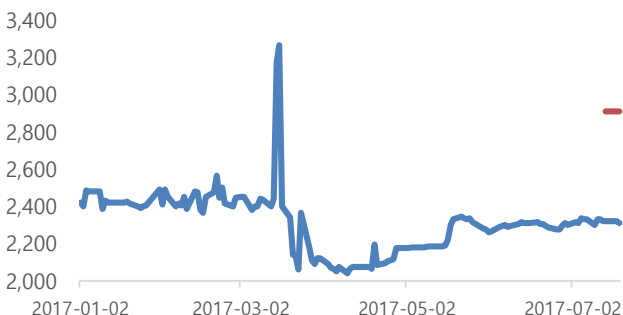
- ❖ 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 조사분석 담당자의 의견이 정확하게 반영되었습니다.(작성자 : 이웅석, 문지우)
- ❖ 당사는 동 자료를 기관투자자나 제3자에 사전 제공한 사실이 없습니다.
- ❖ 당사는 발간일 현재 동 종목 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 조사분석 담당자는 발간일 현재 동 종목을 보유하고 있지 않습니다.

기업 및 산업분석 추가전망 구분

- Positive 1년 내 중고선박 가격이 16,000,000 USD 이상으로 상승할 경우
- Neutral 1년 내 중고선박 가격이 15,000,000 - 16,000,000 USD 로 유지할 경우
- Negative 1년 내 중고선박 가격이 11,000,000 USD 이하로 하락할 경우

하이골드 12호 주가추이 및 적정주가

(단위 : 원)



Rating Change

날짜	적정주가	주가전망
2017. 7. 18	2910원	Positive