

2017/10/10

# 대한해운(005880)

## 미래의 Maersk를 사자

운송/정유/화학 하준영  
(2122-9213) jyha@hi-ib.com

Buy (Maintain)

### ■ 컨테이너선 흑전하며 3Q17 사상최대 영업이익의 예상

동사의 3Q17 실적은 매출액 4,412억원(YoY +233.4%), 영업이익 461억원(YoY +436.8%)을 기록하며 사상최대 영업이익을 시현할 것으로 예상된다. 벌크선의 경우 BDI강세로 스팟 운항에 투입되는 사선 5척의 이익이 증가하고 2Q17에 투입되었던 한국가스공사 LNG선 2척의 실적이 온기반영될 것이다. 컨테이너선은 2분기 대비 운항 횟수가 30% 증가(2Q17 10항차 → 3Q17 13항차)했고 소석률(Headhaul 기준)이 95% 수준으로 높아지면서 Q가 대폭 늘어났다. 또한 3분기 성수기를 맞아 운임(P)이 QoQ 강세를 나타내면서 영업이익이 흑자 전환할 것으로 예상된다.

### ■ SM상선은 연결 자회사로 남을 가능성이 높다는 판단

당사는 SM상선이 대한상선, 우방건설산업과의 합병 이 후에도 대한해운의 연결 자회사로 남을 가능성이 높다고 판단한다. 비상장 자회사의 합병 시 가치 평가는 일반적으로 자산가치와 수익가치를 1.0과 1.5의 비중으로 가중평균하여 계산한다. 이에 따라 계산해보면(<표3> 참조) 대한상선, SM상선, 우방건설산업의 기업가치는 각각 2,814억원, 917억원, 1,976억원으로 산정된다. 여기에 대한해운의 현재 지분율을 고려해 계산해보면 합병 후 SM상선에 대한 동사의 지분율은 약 42.0%로 현재와 큰 변화가 없을 것으로 추정한다.

### ■ 미래의 Maersk를 사자

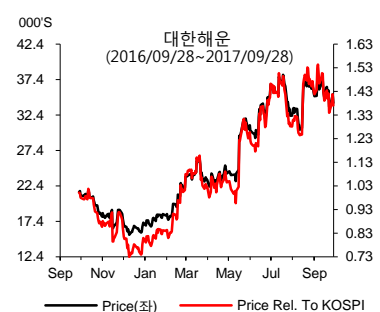
동사의 주가는 최근 합병 이슈가 불거지며 양호한 업황과 실적에도 불구하고 2018년 예상 PER 8.1배, PBR 1.0배에서 거래되고 있다. 동사의 컨테이너선 사업부문(SM상선)이 빠르게 성장하면서 동사의 ROE가 2019년까지 13%내외 수준을 유지할 것으로 예상된다는 점을 고려하면 저평가 되어 있다는 판단이다. 동사의 합병 SM상선에 대한 지분율 변화가 크지 않을 것으로 예상되는 가운데 주가가 저평가 받고 있는 지금 동사에 대한 매수 전략을 추천한다.

목표주가(12M)	47,000원
종가 (2017/09/28)	34,100원

#### Stock Indicator

자본금	122십억원
발행주식수	2,443만주
시가총액	833십억원
외국인지분율	6.0%
배당금(2016)	-
EPS(2017E)	3,769원
BPS(2017E)	29,193원
ROE(2017E)	14.0%
52주 주가	15,500~38,050원
60일평균거래량	267,897주
60일평균거래대금	9.5십억원

#### Price Trend



## 컨테이너선 흑전하며 3Q17 사상최대 영업이익 예상

동사의 3Q17 실적은 매출액 4,412억원(YoY +233.4%), 영업이익 461억원(YoY +436.8%)을 기록하며 사상최대 영업이익을 시현할 것으로 예상된다. 벌크선의 경우 BDI강세로 스팟 운항에 투입되는 사선 5척의 이익이 증가하고 2Q17에 투입되었던 한국가스공사 LNG선 2척의 실적이 온기반영될 것이다. 컨테이너선은 2분기 대비 운항 횟수가 30% 증가(2Q17 10항차 → 3Q17 13항차)했고 소석률(Headhaul 기준)이 95% 수준으로 높아지면서 Q가 대폭 늘어났다. 또한 3분기 성수기를 맞아 운임(P)이 QoQ 강세를 나타내면서 영업이익이 흑자 전환할 것으로 예상된다.

<표 1> 대한해운 실적추이 및 전망

(단위: 억원)

구 분	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
<b>매출액</b>	1,147	1,337	1,324	1,595	3,101	4,017	4,412	4,246	5,403	15,777	20,073
YoY	-21.1%	-2.1%	3.1%	31.5%	170.3%	200.4%	233.4%	166.3%	1.6%	192.0%	27.2%
벌크선	753	997	936	1,158	1,667	1,734	1,767	1,747	3,845	6,915	6,551
YoY	-16.4%	5.7%	11.2%	55.2%	121.2%	73.8%	88.8%	50.9%	12.0%	79.8%	-5.3%
LNG선	304	261	281	381	400	430	508	538	1,227	1,875	2,031
YoY	-18.4%	7.4%	-9.1%	6.7%	31.6%	64.7%	80.9%	41.1%	-4.3%	52.9%	8.3%
탱커선	22	15	11	14	38	75	75	75	62	264	302
YoY	-76.4%	-51.8%	-70.5%	-60.3%	71.7%	403.7%	586.5%	455.6%	-68.6%	328.3%	14.1%
컨테이너선	-	-	-	-	88	734	1,147	971	-	2,940	7,319
YoY	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.0%	148.9%
<b>영업이익</b>	112	84	86	159	320	295	461	440	441	1,516	2,069
YoY	-65.9%	-61.3%	-47.7%	6.0%	185.5%	250.9%	436.8%	177.6%	-48.8%	244.1%	36.4%
영업이익률	9.8%	6.3%	6.5%	9.9%	10.3%	7.3%	10.4%	10.4%	8.2%	9.6%	10.3%
벌크선	30	55	43	106	274	316	336	323	234	1,249	1,268
OPM	4.0%	5.5%	4.6%	9.2%	16.4%	18.2%	19.0%	18.5%	6.1%	18.1%	19.3%
LNG선	69	16	27	60	90	65	81	96	173	332	368
OPM	22.7%	6.1%	9.7%	15.8%	22.6%	15.1%	16.0%	17.8%	14.1%	17.7%	18.1%
탱커선	2	3	-2	-1	12	10	10	10	2	42	39
OPM	10.5%	18.9%	-20.3%	-6.1%	31.1%	13.4%	13.0%	13.0%	3.4%	15.7%	13.0%
컨테이너	-	-	-	-	-81	-57	52	24	-	-62	423
OPM	-	-	-	-	-93.1%	-7.7%	4.5%	2.5%	-	-2.1%	5.8%

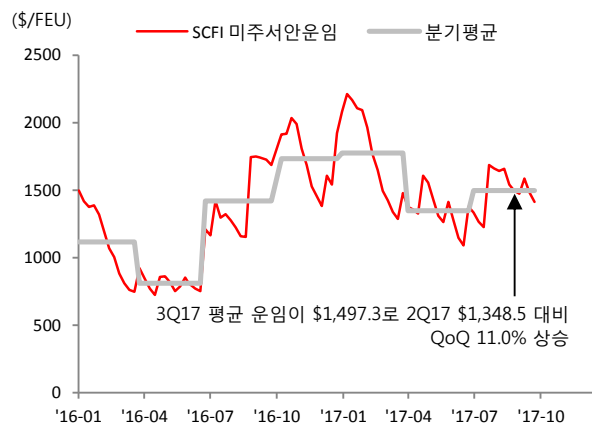
자료: 대한해운, 하이투자증권

&lt;그림 1&gt; BDI 및 분기평균 BDI 추이



자료: Bloomberg, 하이투자증권

&lt;그림 2&gt; SCFI 미주서안운임 및 분기평균 운임 추이



자료: SSE, 하이투자증권

&lt;표 2&gt; 대한해운 컨테이너선 사업부문(SM 상선) 매출 추정

	2Q17	3Q17E	4Q17E
평균환율(원/USD) 1130원/USD 가정	1,130	1,130	1,130
컨테이너선 매출(억원) (a) = (b) + (c)	735	1,147	971
아시아노선 매출(억원) (b)	147	147	147
미주노선 매출(억원) (c) = (d) * (f)	588	1,000	824
미주노선 운임(\$/FEU) (d)	1,348	1,483	1,348
미주노선 분기 항차 수 (e)	10	13	13
미주노선 분기 물동량(FEU) (f) = (e) * (g)	38,605	59,704	54,080
투입 컨테이너선 선복량(6,655TEU = 3,328FEU 가정) (g)	3,328	3,328	3,328
아시아 → 미주 노선 소석률 가정 (h)	80%	95%	85%
아시아 → 미주 노선 운반된 컨테이너 물동량(FEU) (i) = (g) * (h)	2,662	3,162	2,829
미주 → 아시아 노선 소석률 (j)	36%	43%	40%
미주 → 아시아 노선 운반된 컨테이너 물동량(FEU) (k) = (g) * (j)	1,198	1,431	1,331
1항차 당 컨테이션 1척이 운반하는 컨테이너 수(FEU) (l) = (i) + (k)	3,860	4,593	4,160

자료: 대한해운, 하이투자증권

## SM상선은 연결 자회사로 남을 가능성이 높다는 판단

당사는 SM상선이 대한상선, 우방건설산업과의 합병 이 후에도 대한해운의 연결 자회사로 남을 가능성이 높다고 판단한다. 비상장 자회사의 합병 시 가치 평가는 일반적으로 자산가치와 수익가치를 1.0과 1.5의 비중으로 가중평균하여 계산한다. 이에 따라 계산해보면(<표3> 참조) 대한상선, SM상선, 우방건설산업의 기업가치는 각각 2,814억원, 917억원, 1,976억원으로 산정된다. 여기에 대한해운의 현재 지분율을 고려해 계산해보면 합병 후 SM상선에 대한 동사의 지분율은 약 42.0%로 현재와 큰 변화가 없을 것으로 추정한다.

물론 수익가치를 현금할인모형이나 배당할인모형 등 다른 모형을 적용하여 산정하면 기업가치가 변할 가능성은 충분히 존재한다. 다만, 지난해 말 동사가 SM상선(舊 한진해운 미주노선)을 인수할 때에도 주주들의 입장을 고려해 대한해운 단독 지분 인수에서 그룹 차원의 분할 인수로 방향을 선회한 점을 생각해보면 이번 합병에서도 주주들의 이익에 크게 반하는 선택을 할 가능성은 높지 않다는 판단이다.

<표 3> 대한해운 및 삼라마이다스의 합병 SM 상선에 대한 지분율 가정(일반적 가정)

### 합병 시 회사별 기업가치 추정

(단위:억원)

회사	자산가치(A) 자본(2016년 말)	수익가치(B) = ((D)*0.6 + (E)*0.4)/ 0.1			기업가치(C) (A)*0.4 + (B)*0.6
		예상 순이익			
		2017년 (D)	2018년 (E)		
대한상선	554	4,320	600	180	2,814
SM상선	0	1,528	0	382	917
우방건설산업	1,685	2,170	217	217	1,976

\* 수익가치: (합병년도 추정이익 \* 0.6 + 익년도 추정이익 \* 0.4) / 자본환원율

\*\* 자본환원율: 차입금의 가중평균 이자율의 1.5배 또는 상증세법상 기재부 장관이 고시하는 비율(10%) 중 높은 비율 적용

순이익 가정

주1) 대한상선: 2017년 2척, 2018년 4척 등 장기운송계약 선박 총 6척 계약 종료 가정(2017년 일회성 이익 약 300억원 발생)

주2) SM상선: 2018년 매출 7,319억원, OPM 5.8% 가정

주3) 우방건설산업: 2016년 순이익 217억원 유지 가정

### 대한해운 및 삼라마이다스의 합병 SM상선에 대한 지분율 추정

(단위:억원)

회사	기업가치	대한해운 보유 기업가치	삼라마이다스 보유 기업가치	기타 주주 보유 기업가치
대한상선	2,814	2,006	0	807
SM상선	917	389	94	434
우방건설산업	1,976	0	1,064	912
합병 SM상선의 기업가치	5,706	2,395	1,158	2,154
합병 SM상선에 대한 지분율		42.0%	20.3%	37.7%

자료: 하이투자증권 추정

&lt;표 4&gt; 대한해운 및 삼라마이다스의 합병 SM 상선에 대한 지분율 가정(보수적 가정)

## 합병 시 회사별 기업가치

(단위: 억원)

회사	자산가치(A) 자본(2016년 말)	수익가치(B) = ((D)*0.6 + (E)*0.4)/ 0.1			기업가치(C) (A)*0.4 + (B)*0.6
		예상 순이익			
		2017년 (D)	2018년 (E)		
대한상선	554	2,520	300	180	1,734
SM상선	0	788	0	197	473
우방건설산업	1,685	2,170	217	217	1,976

\* 수익가치: (합병년도 추정이익 \* 0.6 + 익년도 추정이익 \* 0.4)/ 자본환원율

\*\* 자본환원율: 차입금의 가중평균 이자율의 1.5배 또는 상증세법상 기재부 장관이 고시하는 비율(10%) 중 높은 비율 적용

순이익 가정

주1) 대한상선: 2017년 2척, 2018년 4척 등 장기운송계약 선박 총 6척 계약 종료 가정(2017년 일회성 이익 약 300억원 제외)

주2) SM상선: 2018년 매출 7,319억원, OPM 3.0% 가정

주3) 우방건설산업: 2016년 순이익 217억원 유지 가정

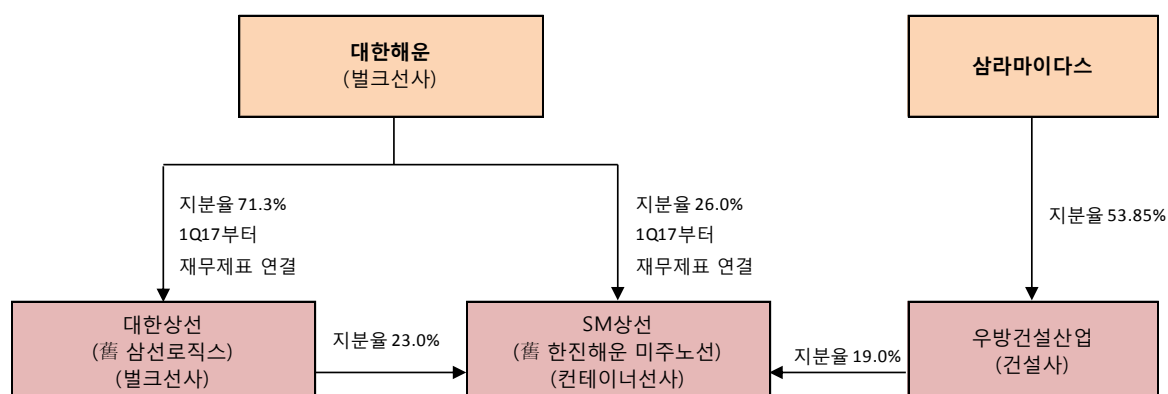
## 대한해운 및 삼라마이다스의 합병 SM 상선에 대한 지분율

(단위: 억원)

회사	기업가치	대한해운 보유 기업가치	삼라마이다스 보유 기업가치	기타 주주 보유 기업가치
대한상선	1,734	1,236	0	498
SM상선	473	200	48	224
우방건설산업	1,976	0	1,064	912
합병 SM상선의 기업가치	4,182	1,436	1,113	1,633
합병 SM상선에 대한 지분율		34.3%	26.6%	39.1%

자료: 하이투자증권 추정

&lt;그림 3&gt; SM 그룹 지배구조(2017년 반기 말 기준)



자료: 각 사, 하이투자증권

## 컨테이너선 사업부문 매출 빠른 성장 예상

동사의 컨테이너선 사업부문(SM상선)은 한진해운의 빈자리를 메우며 빠르게 성장할 것으로 예상된다. SM그룹은 현재 약 20척의 컨테이너선박을 확보하였으며 이 중 11척(아시아 노선 6척, 미주노선 5척)이 운항에 투입되어있다. 나머지 9척은 글로벌 컨테이너 선사에 단기 대선 되었으며 대선 계약이 종료되면 SM상선의 확장되는 노선에 투입될 예정이다. SM그룹은 중고선가가 낮은 현 상황을 이용해 연말까지 보유 컨테이너선박을 30척까지 늘린다는 계획이다.

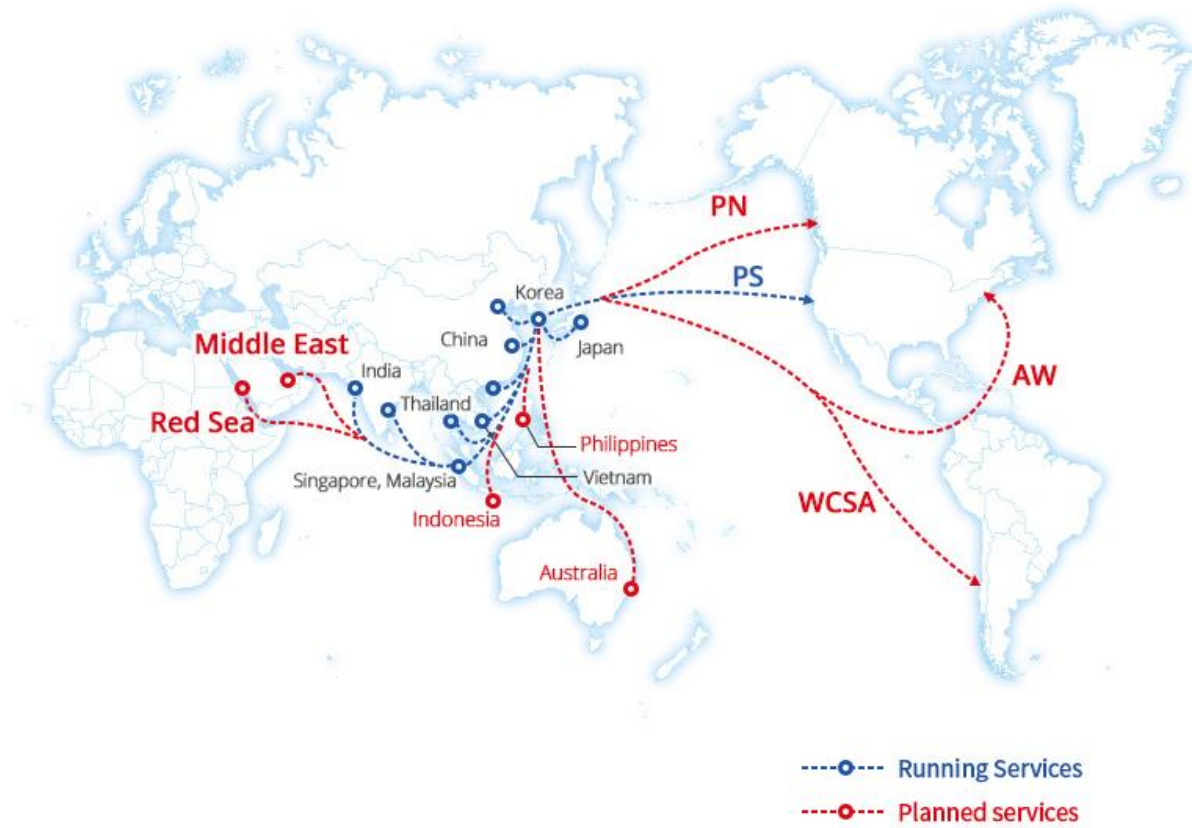
미주 서부 노선이 안정화 되면 SM상선은 순차적으로 미주 동부와 캐나다 등으로 노선을 확장할 것이다. 이에 따라 동사의 컨테이너선 사업부문 매출은 2018년 7,319억 원 2019년 약 11,809억원으로 대폭 성장할 전망이다. 과거 한진해운의 매출이 8조원에 육박했었고 이 중 미주노선 매출이 약 4조원이었다는 점을 고려하면 무리는 아니라는 판단이다. 최근 약 645억원의 컨테이너BOX 구매 계약을 체결한 점도 긍정적이다. 신규노선 취항에 대한 동사의 자신감 표출이기 때문이다. 또한 컨테이너BOX 취득 예정일로 미루어 볼 때 빠르면 내년 6월부터 신규 노선에 취항할 것으로 추정한다.

<표 5> SM 상선 보유 컨테이너선박 현황

No.	선박명	사이즈(TEU)	건조 년도	제작사
1	SM New York	8,586	2010	Hyundai Samho HI
2	MSC Savannah	8,586	2011	Hyundai Samho HI
3	SM Savannah	8,586	2011	Hyundai Samho HI
4	SM Charleston	8,200	2005	Hyundai Samho HI
5	SM Ningbo	6,655	2006	Hyundai Samho HI
6	SM Shanghai	6,655	2006	Hyundai HI (Ulsan)
7	SM Busan	6,655	2007	Hyundai HI (Ulsan)
8	SM Long Beach	6,655	2007	Hyundai HI (Ulsan)
9	MSC Kwangyang	6,655	2007	Hyundai HI (Ulsan)
10	MSC Spain	6,655	2008	Hyundai HI (Ulsan)
11	MSC Portugal	6,655	2008	Hyundai HI (Ulsan)
12	SM Yantian	6,655	2006	Hyundai Samho HI
13	SM Vancouver	5,248	2000	Aker MTW Werft
14	SM Tacoma	5,248	2000	Warnowwerft
15	SM Qingdao	4,308	2010	HHIC-Phil (Subic SY)
16	SM Mumbai	4,253	2009	Samsung HI
17	SM Jakarta	1,679	2000	Hanjin HI (Yeongdo)
18	SM Hochiminh	1,645	1998	Hanjin HI (Ulsan)
19	SM Bangkok	1,634	1999	Hanjin HI (Ulsan)
20	SM Tokyo	1,118	2007	CSC Jinling Shipyard

자료: Clarkson, 하이투자증권

<그림 4> SM 상선 중장기 네트워크 플랜: 경쟁이 심한 유럽 노선을 제외한 시장에 주력할 전망



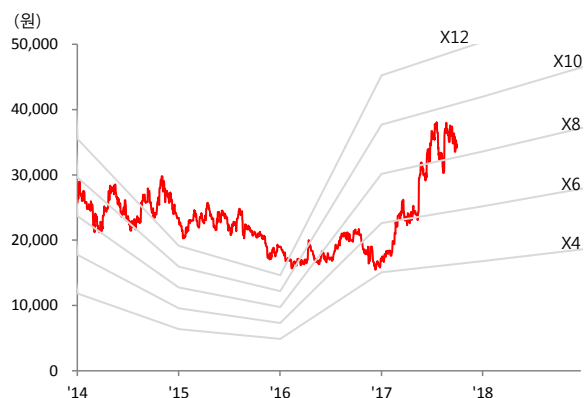
자료: SM상선, 하이투자증권

## 미래의 Maersk를 사자

동사의 주가는 최근 합병 이슈가 불거지며 양호한 업황과 실적에도 불구하고 2018년 예상 PER 8.1배, PBR 1.0배에서 거래되고 있다. 동사의 컨테이너선 사업부문(SM상선)이 빠르게 성장하면서 동사의 ROE가 2019년까지 13%내외 수준을 유지할 것으로 예상된다는 점을 고려하면 저평가 되어 있다는 판단이다.

동사는 컨테이너선 사업부문에 힘입어 2021년 매출 3조원의 종합해운회사로 성장할 전망이다. 지금은 틈새시장 위주의 전략을 펼치고 있지만 벌크 전용선과 컨테이너선 사업에서 나오는 영업이익을 바탕으로 적절한 투자가 이루어 진다면 장기적으로는 글로벌 선사로 도약이 가능하다는 판단이다. 동사의 합병 SM상선에 대한 지분을 변화가 크지 않을 것으로 예상되는 가운데 주가가 저평가 받고 있는 지금 동사에 대한 매수 전략을 추천한다.

<그림 5> 대한해운 PER 밴드



자료: Quantwise, 하이투자증권

<그림 6> 대한해운 PBR 밴드



자료: Quantwise, 하이투자증권



## K-IFRS 연결 요약 재무제표

## 재무상태표 (단위:십억원)

	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	379	475	535	603
현금 및 현금성자산	84	127	127	124
단기금융자산	24	25	25	29
매출채권	134	164	201	241
재고자산	94	114	136	162
비유동자산	1,826	2,390	2,364	2,371
유형자산	1,783	2,351	2,327	2,335
무형자산	13	9	7	6
자산총계	2,204	2,865	2,899	2,974
유동부채	380	525	566	623
매입채무	71	208	265	325
단기차입금	107	107	107	107
유동성장기부채	150	150	123	105
비유동부채	1,199	1,599	1,444	1,294
사채	-	-	-	-
장기차입금	1,136	1,536	1,381	1,231
부채총계	1,578	2,124	2,010	1,916
지배주주지분	607	713	830	958
자본금	122	122	122	122
자본잉여금	36	36	36	36
이익잉여금	140	233	335	449
기타자본항목	6	6	6	6
비지배주주지분	19	27	60	100
자본총계	626	741	890	1,058

## 포괄손익계산서

	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	540	1,578	2,007	2,457
증가율(%)	1.6	192.0	27.2	22.4
매출원가	477	1,335	1,684	2,091
매출총이익	63	242	323	366
판매비와관리비	19	91	117	140
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	44	152	207	226
증가율(%)	-48.8	244.1	36.4	9.1
영업이익률(%)	8.2	9.6	10.3	9.2
이자수익	1	1	1	1
이자비용	28	61	58	55
지분법이익(손실)	0	0	0	0
기타영업외손익	20	18	0	0
세전계속사업이익	35	110	151	173
법인세비용	4	10	16	19
세전계속이익률(%)	6.5	7.0	7.5	7.0
당기순이익	31	100	135	154
순이익률(%)	5.7	6.3	6.7	6.3
지배주주귀속 순이익	30	92	103	114
기타포괄이익	14	14	14	14
총포괄이익	45	114	149	168
지배주주귀속총포괄이익	44	105	113	124

## 현금흐름표

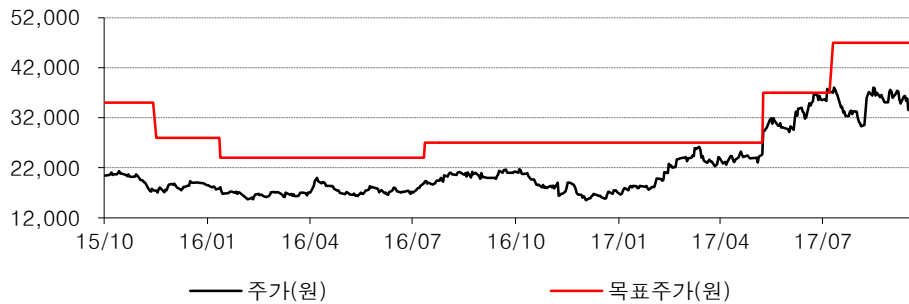
	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	121	327	321	338
당기순이익	31	100	135	154
유형자산감가상각비	83	105	149	147
무형자산상각비	1	4	2	1
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	-374	-647	-98	-131
유형자산의 처분(취득)	-386	-673	-125	-155
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-
금융상품의 증감	43	44	0	1
재무활동 현금흐름	277	221	83	88
단기금융부채의증감	76	-	-28	-18
장기금융부채의증감	400	-155	-150	-155
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	28	42	0	-3
기초현금및현금성자산	56	84	127	127
기말현금및현금성자산	84	127	127	124

## 주요투자지표

	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	1,220	3,769	4,198	4,657
BPS	24,834	29,193	33,981	39,228
CFPS	4,678	8,233	10,390	10,716
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER	14.1	9.0	8.1	7.3
PBR	0.7	1.2	1.0	0.9
PCR	3.7	4.1	3.3	3.2
EV/EBITDA	13.3	9.5	6.4	5.7
Key Financial Ratio(%)				
ROE	5.1	14.0	13.3	12.7
EBITDA 이익률	23.8	16.5	17.8	15.2
부채비율	252.1	286.8	225.8	181.1
순부채비율	205.2	221.6	163.9	121.9
매출채권회전율(x)	5.9	10.6	11.0	11.1
재고자산회전율(x)	8.3	15.2	16.1	16.5

자료 : 대한해운, 하이투자증권 리서치센터

## 최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(대한해운)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2015-11-23	Buy	28,000	6개월	-34.9%	-31.1%
2016-01-19	Buy	24,000	6개월	-28.4%	-16.7%
2016-07-19	Buy	27,000	6개월	-30.0%	-19.6%
2017-05-16	Buy	37,000	6개월	-11.1%	2.2%
2017-07-17	Buy	47,000	1년		

## Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 하준영)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

## 하이투자증권 투자비용 등급 공시 2017-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	88.3 %	11.7 %	-