



2017/10/10

대한해운(005880)

미래의 Maersk를 사자

■ 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 예상한다. 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 Q 가 대폭 늘어났다. 또한 3분기 성수기를 맞아 운임(P)이 QoQ 강세를 나타내면서 영업이익이 흑자 전환할 것으로 예상한다.

■ 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.

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

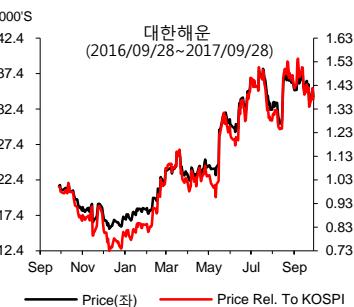
Buy(Maintain)

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 예상한다. 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 예상한다.

<표 1> 대한해운 실적추이 및 전망

(단위: 억원)

구 분	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	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
LNG선	304	261	281	381	400	430	508	538	1,227	1,875	2,031
여객선	22	15	11	14	38	75	75	75	62	264	302
여객선	-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%
영업이익	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%
여객선	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%

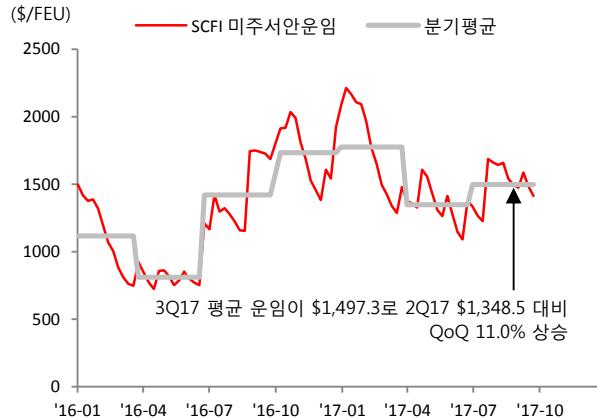
자료: 대한해운, 하이투자증권

<그림 1> BDI 및 분기평균 BDI 추이



자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림 2> SCFI 미주서안운임 및 분기평균 운임 추이



자료: SSE, 하이투자증권

<표 2> 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 컨테이너 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 방향을선회한 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

회사	자산가치(A) 자본(2016년 말)	수익가치(B) = ((D)*0.6 + (E)*0.4)/ 0.1 예상 순이익	(단위: 억원)		기업가치(C) (A)*0.4 + (B)*0.6
			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 이율(10%) 중 높은 이를 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

회사	기업가치	(단위: 억원)		
		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

<표 4> 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 이율(10%) 중 높은 이를 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

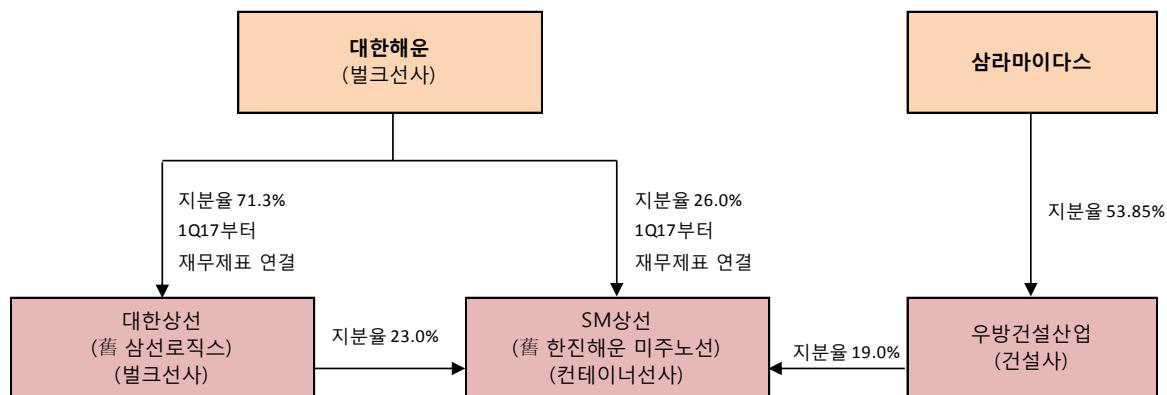
대한해운 및 삼라마이다스의 합병 SM상선에 대한 지분율

(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	1,633
합병 SM상선에 대한 지분율		34.3%		26.6% 39.1%

자료: 하이투자증권 추정

<그림 3> SM 그룹 지배구조(2017년 반기 말 기준)



자료: 각 사, 하이투자증권

컨테이너선 사업부문 매출 빠른 성장 예상

동사의 컨테이너선 사업부문(SM상선)은 한진해운의 빙자리를 메우며 빠르게 성장할 것으로 예상한다. 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.

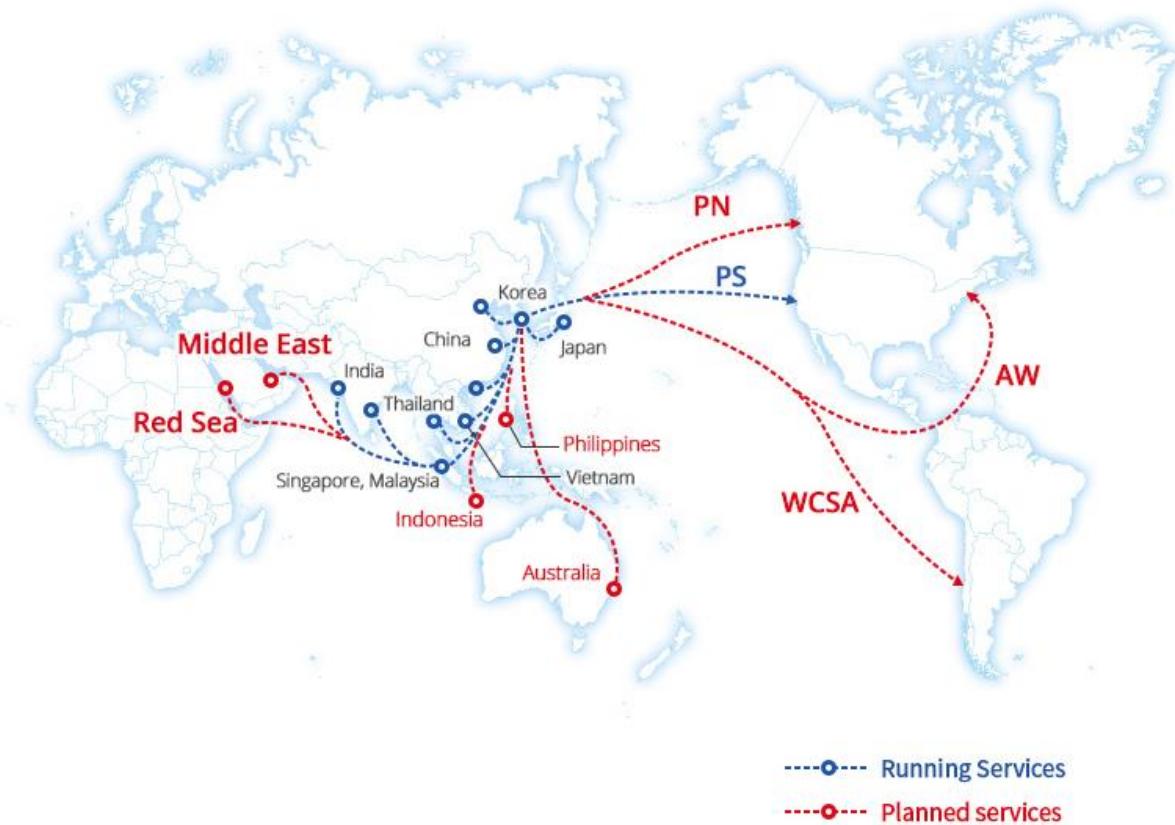
미주 서부 노선이 안정화 되면 SM상선은 순차적으로 미주 동부와 캐나다 등으로 노선을 확장할 것이다. 이에 따라 동사의 컨테이너선 사업부문 매출은 2018년 7,819억 원 2019년 약 11,809억원으로 대폭 성장할 전망이다. 과거 한진해운의 매출이 8조원에 육박했었고 이 중 미주노선 매출이 약 4조원이었다는 점을 고려하면 무리는 아니라는 판단이다. 최근 약 645억원의 컨테이너BOX 구매 계약을 체결한 점도 긍정적이다. 신규노선 취항에 대한 동사의 자신감 표출이기 때문이다. 또한 컨테이너BOX 취득 예정일로 미루어 볼 때 빠르면 내년 6월부터 신규 노선에 취항할 것으로 추정 한다.

<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



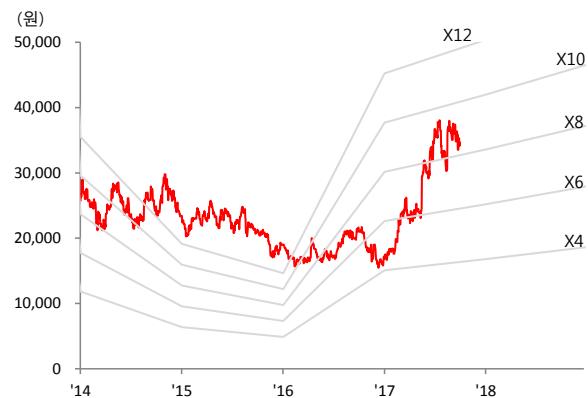
자료: SM상선, 하이투자증권

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 지분율 변화가 크지 않을 것으로 예상되는 가운데 주가가 저평가 받고 있는 지금 동사에 대한 매수 전략을 추천한다.

<그림 5> 대한해운 PER 밴드



자료: Quantiwise, 하이투자증권

<그림 6> 대한해운 PBR 밴드



자료: Quantiwise, 하이투자증권

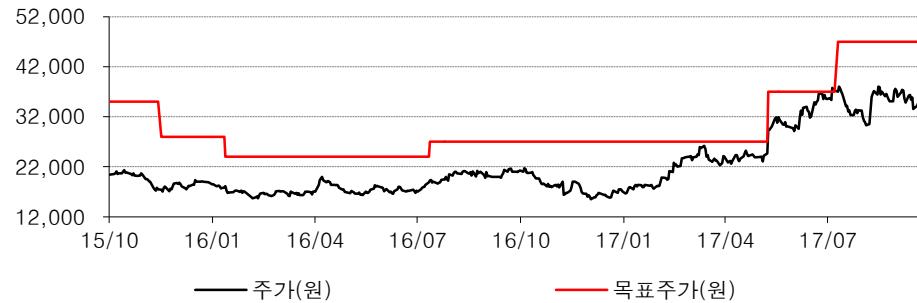
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표		(단위:십억원)				포괄손익계산서		(단위:십억원%)			
		2016	2017E	2018E	2019E			2016	2017E	2018E	2019E
유동자산		379	475	535	603	매출액		540	1,578	2,007	2,457
현금 및 현금성자산		84	127	127	124	증가율(%)		1.6	192.0	27.2	224
단기금융자산		24	25	25	29	매출원가		477	1,335	1,684	2,091
매출채권		134	164	201	241	매출총이익		63	242	323	366
재고자산		94	114	136	162	판매비와관리비		19	91	117	140
비유동자산		1,826	2,390	2,364	2,371	연구개발비		-	-	-	-
유형자산		1,783	2,351	2,327	2,335	기타영업수익		-	-	-	-
무형자산		13	9	7	6	기타영업비용		-	-	-	-
자산총계		2,204	2,865	2,899	2,974	영업이익		44	152	207	226
유동부채		380	525	566	623	증가율(%)		-48.8	244.1	36.4	91
매입채무		71	208	265	325	영업이익률(%)		8.2	9.6	10.3	9.2
단기차입금		107	107	107	107	이자수익		1	1	1	1
유동성장기부채		150	150	123	105	이자비용		28	61	58	55
비유동부채		1,199	1,599	1,444	1,294	지분법이익(손실)		0	0	0	0
사채		-	-	-	-	기타영업외손익		20	18	0	0
장기차입금		1,136	1,536	1,381	1,231	세전계속사업이익		35	110	151	173
부채총계		1,578	2,124	2,010	1,916	법인세비용		4	10	16	19
지배주주지분		607	713	830	958	세전계속이익률(%)		6.5	7.0	7.5	7.0
자본금		122	122	122	122	당기순이익		31	100	135	154
자본잉여금		36	36	36	36	순이익률(%)		5.7	6.3	6.7	6.3
이익잉여금		140	233	335	449	지배주주귀속 순이익		30	92	103	114
기타자본항목		6	6	6	6	기타포괄이익		14	14	14	14
비지배주주지분		19	27	60	100	총포괄이익		45	114	149	168
자본총계		626	741	890	1,058	지배주주귀속총포괄이익		44	105	113	124

현금흐름표		(단위:십억원)				주요투자지표					
		2016	2017E	2018E	2019E			2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름		121	327	321	338	주당지표(원)					
당기순이익		31	100	135	154	EPS		1,220	3,769	4,198	4,657
유형자산감가상각비		83	105	149	147	BPS		24,834	29,193	33,981	39,228
무형자산상각비		1	4	2	1	CFPS		4,678	8,233	10,390	10,716
지분법관련손실(이익)		0	0	0	0	DPS		-	-	-	-
투자활동 현금흐름		-374	-647	-98	-131	Valuation(배)					
유형자산의 처분(취득)		-386	-673	-125	-155	PER		14.1	9.0	8.1	7.3
무형자산의 처분(취득)		0	-	-	-	PBR		0.7	1.2	1.0	0.9
금융상품의 증감		43	44	0	1	PCR		3.7	4.1	3.3	3.2
재무활동 현금흐름		277	221	83	88	EV/EBITDA		13.3	9.5	6.4	5.7
단기금융부채의증감		76	-	-28	-18	Key Financial Ratio(%)					
장기금융부채의증감		400	-155	-150	-155	ROE		5.1	14.0	13.3	12.7
자본의증감		-	-	-	-	EBITDA 이익률		23.8	16.5	17.8	15.2
배당금지급		-	-	-	-	부채비율		252.1	286.8	225.8	181.1
현금및현금성자산의증 감		28	42	0	-3	순부채비율		205.2	221.6	163.9	121.9
기초현금및현금성자산		56	84	127	127	매출채권회전율(x)		5.9	10.6	11.0	11.1
기밀현금및현금성자산		84	127	127	124	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	괴리율	
				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-mail 등을 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 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 현재, 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(매수): 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 투자비율 등급 공시 2017-09-30 기준

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