

2017/11/06

# 대한해운(005880)

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

## SM상선 지분율 감소로 성장성 하락 불가피

Buy (Maintain)

### ■ SM상선, 우방건설산업에 흡수 합병되면서 동사 연결 제외

동사는 지난 3일 종속회사인 SM상선이 우방건설산업에 흡수 합병된다고 공시했다. 합병비용은 우방건설산업 1: SM상선 0.085로 합병 후 동사의 SM상선 지분율은 7.4%(합병 전 26.0%)로 감소할 예정이다. 이에 따라 동사와 대한상선의 SM상선에 대한 지분율은 합병 전 49%에서 합병 후 14.0%로 대폭 감소할 것이다. 또한, SM상선이 동사 재무제표에서 내년부터 연결 제외될 예정이다.

### ■ 합병 후 SM상선 지분율 감소로 성장성 하락 불가피

합병 후 SM상선에 대한 지분율 감소로 동사의 성장성 하락이 불가피해졌다. 빠른 성장이 예상되는 SM상선(컨테이너사업부문)에 대한 지분율이 감소하면서 지배주주 순이익 증가율이 합병 전 보다 낮아질 것이기 때문이다. 합병 전 예상됐던 2018년 SM상선의 지배주주순이익 기여분은 약 187억원이었으나 합병 후에는 48억원으로 줄어든 것으로 추정한다.

### ■ 벌크 전용선 중심의 성장을 기대

SM상선에 대한 동사의 지분율이 감소하더라도 벌크 전용선 중심의 성장은 이어질 것으로 예상된다. 2019년부터 한국남동발전 벌크선 1척(대한상선), 한국가스공사 LNG선 2척(대한해운)이 전용선 운항을 시작하면서 다시 EPS가 증가할 것으로 예상된다. 또한 벌크운임이 상승하면서 화주들의 전용선 발주가 재개되고 있어 전용선 시장에 강한 동사의 수혜가 예상된다. 다만, 2018년은 대한상선의 전용선 6척이 계약 종료 시점을 앞두고 있어 벌크선 사업부문도 역성장이 예상된다.

동사에 대한 투자의견 Buy를 유지하지만, 성장성 하락으로 목표주가를 37,000원으로 하향 조정한다. 목표주가 37,000원은 SM상선이 연결 제외되는 2018년과 2019년 평균 EPS 36,666원에 PER 10배를 적용하여 산출하였다. PER 10배는 전용선 중심의 벌크선 사업을 펼치는 COSCO Shipping Energy Transportation의 2018년 예상 PER을 적용했다.

목표주가(12M)	37,000원
종가 (2017/11/03)	31,400원

#### Stock Indicator

자본금	122십억원
발행주식수	2,443만주
시가총액	767십억원
외국인지분율	6.0%
배당금(2016)	-
EPS(2017E)	3,999원
BPS(2017E)	29,422원
ROE(2017E)	14.7%
52주 주가	15,500~38,050원
60일평균거래량	246,003주
60일평균거래대금	8.6십억원

#### Price Trend



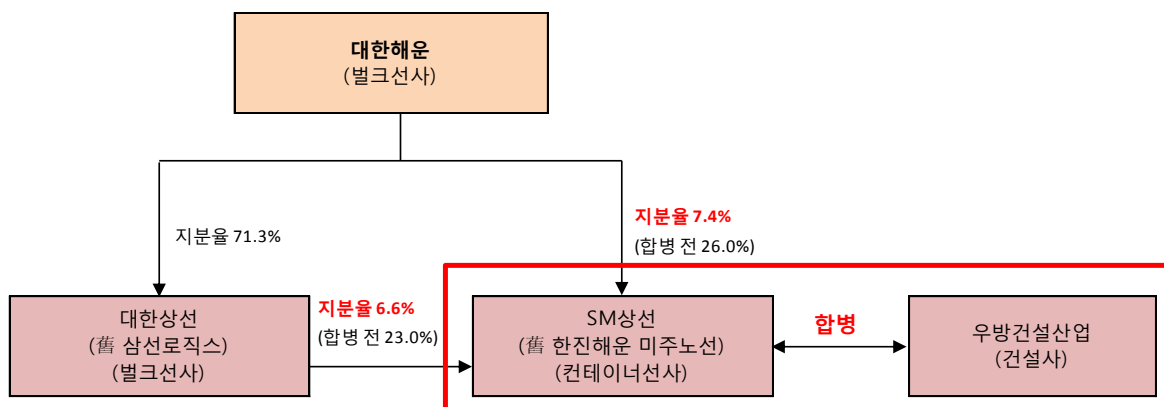
&lt;표 1&gt; SM 상선 합병 전/후 대한해운 실적 비교

구 분	합병 후			합병 전 (단위: 억원)	
	2016	2017E	2018E	2018E	차이
매출액	5,403	15,777	11,089	18,408	-7,319
YoY	1.6%	192.0%	-29.7%	27.2%	-
벌크선	3,845	6,915	6,229	6,229	-
LNG선	1,227	1,875	2,031	2,031	-
탱커선	62	264	302	302	-
컨테이너선	-	2,940	연결제외	7,319	-
영업이익	441	1,516	1,432	1,855	-423
YoY	-48.8%	244.1%	-5.6%	22.3%	-
영업이익률	8.2%	9.6%	12.9%	13.2%	-
벌크선	234	1,249	1,128	1,128	-
LNG선	173	335	368	368	-
탱커선	2	42	39	39	-
컨테이너	-	-62	연결제외	423	-
지배주주 순이익	298	977	853	992	-139
YoY	-23.4%	227.8%	-12.7%	1.5%	-

\* 2017년 일회성 이익 약 140억원 발생

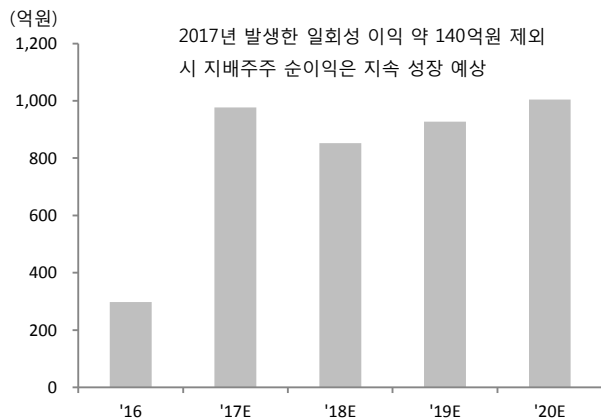
자료: 대한해운, 하이투자증권

&lt;그림 1&gt; 합병 후 대한해운 및 자회사 지분율 현황



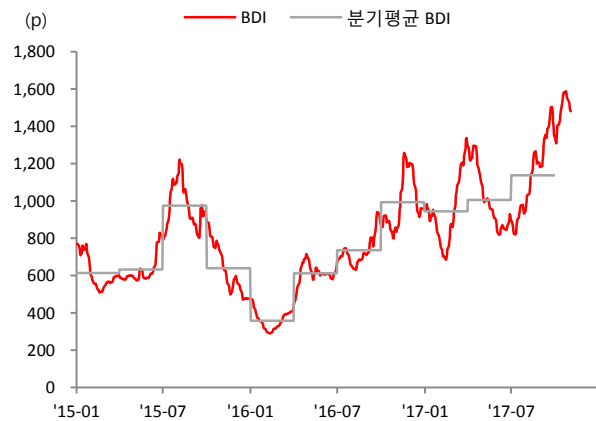
자료: 대한해운, 하이투자증권

<그림 2> 2019년부터 벌크 전용선 3척 운항 투입되면서 지배주주 순이익 증가 전망



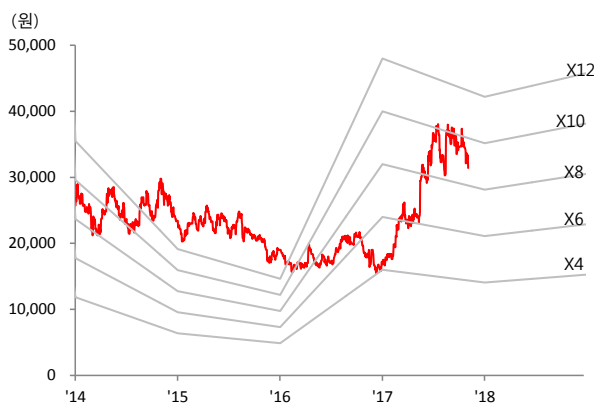
자료: 대한해운, 하이투자증권

<그림 3> BDI 추이: BDI가 서서히 회복되면서 벌크 화주들의 전용선 발주도 이어질 전망



자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림 4> 대한해운 PER 밴드



자료: Quantwise, 하이투자증권

<그림 5> 대한해운 PBR 밴드



자료: Quantwise, 하이투자증권

&lt;표 2&gt; 대한해운 실적추이 및 전망(2018년부터 SM 상선 연결 제외)

(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	11,089
YoY	-21.1%	-2.1%	3.1%	31.5%	170.3%	200.4%	233.4%	166.3%	1.6%	192.0%	-29.7%
벌크선	753	997	936	1,158	1,667	1,734	1,767	1,747	3,845	6,915	6,229
YoY	-16.4%	5.7%	11.2%	55.2%	121.2%	73.8%	88.8%	50.9%	12.0%	79.8%	-9.9%
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	연결제외
YoY	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	연결제외
<b>영업이익</b>	112	84	86	159	320	295	461	440	441	1,516	1,432
YoY	-65.9%	-61.3%	-47.7%	6.0%	185.5%	250.9%	436.8%	177.6%	-48.8%	244.1%	-5.6%
영업이익률	9.8%	6.3%	6.5%	9.9%	10.3%	7.3%	10.4%	10.4%	8.2%	9.6%	12.9%
벌크선	30	55	43	106	274	316	336	323	234	1,249	1,128
OPM	4.0%	5.5%	4.6%	9.2%	16.4%	18.2%	19.0%	18.5%	6.1%	18.1%	18.1%
LNG선	69	16	27	60	90	65	84	96	173	335	368
OPM	22.7%	6.1%	9.7%	15.8%	22.6%	15.1%	16.5%	17.8%	14.1%	17.8%	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	연결제외
OPM	-	-	-	-	-93.1%	-7.7%	4.5%	2.5%	-	-2.1%	연결제외

자료: 대한해운, 하이투자증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	379	471	388	378
현금 및 현금성자산	84	123	135	125
단기금융자산	24	25	25	26
매출채권	134	164	106	108
재고자산	94	114	75	72
비유동자산	1,826	2,220	2,162	2,139
유형자산	1,783	2,181	2,120	2,089
무형자산	13	9	7	6
자산총계	2,204	2,691	2,551	2,516
유동부채	380	525	447	442
매입채무	71	208	147	144
단기차입금	107	107	107	107
유동성장기부채	150	150	123	105
비유동부채	1,199	1,419	1,254	1,114
사채	-	-	-	-
장기차입금	1,136	1,356	1,191	1,051
부채총계	1,578	1,944	1,701	1,555
지배주주지분	607	719	819	927
자본금	122	122	122	122
자본잉여금	36	36	36	36
이익잉여금	140	238	324	417
기타자본항목	6	6	6	6
비지배주주지분	19	28	31	34
자본총계	626	747	850	961

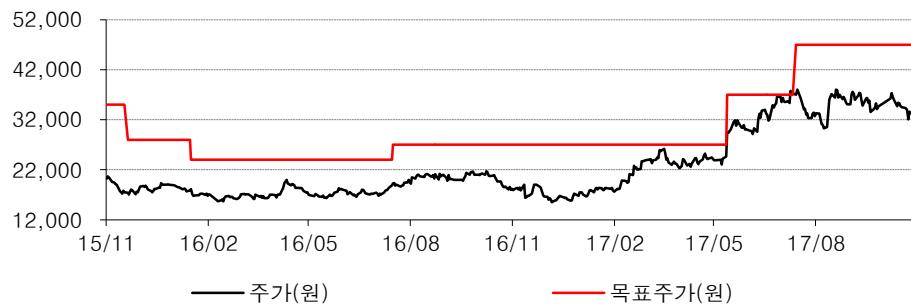
포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	540	1,578	1,109	1,089
증가율(%)	1.6	192.0	-29.7	-1.8
매출원가	477	1,335	924	903
매출총이익	63	242	185	186
판매비와관리비	19	91	42	41
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	44	152	143	144
증가율(%)	-48.8	244.1	-5.6	0.8
영업이익률(%)	8.2	9.6	12.9	13.3
이자수익	1	1	1	1
이자비용	28	55	51	48
지분법이익(손실)	0	0	5	9
기타영업외손익	20	18	0	0
세전계속사업이익	35	116	99	107
법인세비용	4	10	10	10
세전계속이익률(%)	6.5	7.4	9.0	9.8
당기순이익	31	106	89	97
순이익률(%)	5.7	6.7	8.0	8.9
지배주주귀속 순이익	30	98	86	93
기타포괄이익	14	14	14	14
총포괄이익	45	121	103	111
지배주주귀속총포괄이익	44	111	100	107

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	121	333	261	252
당기순이익	31	106	89	97
유형자산감가상각비	83	105	136	131
무형자산상각비	1	4	2	1
지분법관련손실(이익)	0	0	5	9
투자활동 현금흐름	-374	-477	-48	-73
유형자산의 처분(취득)	-386	-503	-75	-99
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-
금융상품의 증감	43	40	12	-9
재무활동 현금흐름	277	221	83	88
단기금융부채의증감	76	-	-28	-18
장기금융부채의증감	220	-165	-140	-152
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	28	39	12	-11
기초현금및현금성자산	56	84	123	135
기말현금및현금성자산	84	123	135	125

주요투자지표	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	1,220	3,999	3,516	3,816
BPS	24,834	29,422	33,529	37,935
CFPS	4,678	8,462	9,164	9,214
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER	14.1	7.9	8.9	8.2
PBR	0.7	1.1	0.9	0.8
PCR	3.7	3.7	3.4	3.4
EV/EBITDA	13.3	8.6	7.2	6.8
Key Financial Ratio(%)				
ROE	5.1	14.7	11.2	10.7
EBITDA 이익률	23.8	16.5	25.4	25.4
부채비율	252.1	260.4	200.1	161.9
순부채비율	205.2	196.2	148.3	115.7
매출채권회전율(x)	5.9	10.6	8.2	10.2
재고자산회전율(x)	8.3	15.2	11.7	14.8

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	-25.8%	-19.0%
2017-11-06	Buy	37,000	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 %	-