



BUY(Maintain)

목표주가: 34,000원

주가(02/13): 27,250원

시가총액: 6,656억원

조선/운송/여행

Analyst 조병희

02) 3787-5129 bhcho@kiwoom.com

RA 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (02/13)		2,395.19pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	38,050원	19,400원
등락률	-22.47%	52.06%
수익률	절대	상대
1M	5.2%	10.1%
6M	-2.6%	-5.3%
1Y	48.6%	29.3%

Company Data

발행주식수	24,427천주
일평균 거래량(3M)	297천주
외국인 지분율	5.74%
배당수익률(17E)	0.00%
BPS(17E)	29,848원
주요 주주	티케이케미칼 외 18인
	50.24%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	5,403	15,607	13,755	14,379
보고영업이익	441	1,010	1,482	1,545
핵심영업이익	441	1,010	1,482	1,545
EBITDA	1,285	1,816	2,290	2,356
세전이익	351	1,230	1,044	1,094
순이익	308	1,161	944	989
지배주주지분순이익	298	1,225	944	989
EPS(원)	1,220	5,014	3,865	4,048
증감률(%YoY)	-23.5	311.0	-22.9	4.8
PER(배)	14.1	3.4	4.5	4.2
PBR(배)	0.7	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	13.6	8.6	6.5	6.0
보고영업이익률(%)	8.2	6.5	10.8	10.7
핵심영업이익률(%)	8.2	6.5	10.8	10.7
ROE(%)	5.2	17.0	12.0	11.2
순부채비율(%)	209.1	157.7	128.3	105.5

Price Trend



대한해운 (005880)

18년에도 추가적인 수요 우위 시장 기대



18년 대한해운은 지난 해 손익에 부담을 주었던 SM상선 연결 법인 제외로 매출액은 감소하겠지만 영업이익은 오히려 증가할 것입니다. 벌크 해운 부문의 수급 균형은 지난해에 이어 올해도 공급보다 수요가 더 크게 증가해 운임은 우상향으로 진행될 것으로 기대됩니다. 따라서 대한해운도 전용선 계약을 기반으로 스팟 부문 추가 이익 창출이 이어질 전망입니다.

>>> 4Q 영업이익 72억원, SM상선 적자 확대

지난 4Q 대한해운은 IFRS 연결 기준 매출액 4,480억원(YoY 기준 +17.6%), 영업이익 71.9억원(-74.5%), 당기순이익 224.6억원(+14.0%)을 기록했습니다. 매출액은 시장 기대치에 부합했지만 영업이익은 시장 기대치를 크게 하회했습니다. 다만 대한해운 별도 영업이익을 고려하면 영업이익 급감 이유는 18년부터 연결 법인에서 제외되는 SM상선 적자가 확대된 영향이 크고 대한해운과 대한상선 등 벌크 사업 안정성은 훼손되지 않은 것으로 판단됨.

>>> 18년에도 공급보다 수요가 더 큰 폭으로 증가

클락슨 자료 기준 18년 건화물 물동량은 전년 대비 2.7% 증가할 것으로 예상되지만 선복량은 1.7% 증가할 것으로 전망되고 있음. 물동량 증가율이 지난 17년 +4.0%에 비해 다소 둔화되는 것으로 나타나고 있지만 선복량 증가율 역시 +2.9% 대비 낮아지고 있음. 지난 해 BDI지수를 살펴보면 2월 685를 기록한 이후 12월 1,743까지 상승하고 18년 다시 1,100선까지 하락하는 등 변동성이 크게 나타나고 있어 운임 수준을 예상하기는 쉽지 않지만 물동량 증가율이 선복량 증가율을 상회하고 있다는 점을 감안한다면 수급 밸런스 측면에서 평균 운임은 전년에 비해 우상향으로 진행될 가능성이 높다고 판단됨.

>>> 발레 전용선 발주에 따른 일시적 발주 증가 가능성

우리가 지난 해 벌크 해운업에 대한 Overweight 의견 보고서를 작성하며 주요 근거로 제시했던 현재 선복량 대비 오더북 잔량 비중은 지난 해 7월 8.03% 이후 금년 2월 9.75%까지 상승했습니다. 그러나 지난 해 말부터 발레의 전용선 수송을 위한 대형 선박 발주가 이어지며 케이프 선박 선복량 대비 오더북 잔량 비중이 같은 기간 10.05%에서 14.35%까지 상승했다는 점을 감안한다면 벌크 선사들이 공격적으로 신조선 발주에 나서고 19년 이후 공급이 늘어나면서 운임이 하락하는 악순환 구조가 시작됐다고 판단하기는 이릅니다. 또한 지난 해 하반기부터 신조선 가격이 상승하면서 중고선과의 가격 차이가 다시 확대되고 있고, 금리 인상도 빨라질 가능성도 있다는 점도 선사들의 발주 속도와 규모를 제한할 가능성이 높음. 따라서 대형 선사 중심으로 재편되는 컨테이너 시장을 고려하면 18년 SM상선의 연결법인 제외로 대한해운의 매출 감소는 불가피하겠지만 영업이익은 개선 효과가 예상되고, 벌크선 부문은 전용선 계약을 기반으로 용선 선대의 운임 상승 효과가 기대된다는 점에서 투자 의견 'BUY'와 목표주가 '34,000원'을 유지함.

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	5,317	5,403	15,607	13,755	14,379
매출원가	4,285	4,775	13,641	11,744	12,223
매출총이익	1,032	629	1,966	2,011	2,156
판매비및일반관리비	171	188	956	530	611
영업이익(보고)	860	441	1,010	1,482	1,545
영업이익(핵심)	860	441	1,010	1,482	1,545
영업외손익	-456	-90	220	-437	-451
이자수익	13	8	0	0	0
배당금수익	1	1	0	0	0
외환이익	42	91	55	0	0
이자비용	306	279	128	142	142
외환손실	22	0	82	0	0
관계기업지분손익	-1	1	2	0	0
투자및기타자산처분손익	-107	-97	-13	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-2	19	900	0	0
기타	-75	166	-514	-296	-309
법인세차감전이익	404	351	1,230	1,044	1,094
법인세비용	9	43	69	100	105
유효법인세율 (%)	2.2%	12.3%	5.6%	9.6%	9.6%
당기순이익	395	308	1,161	944	989
지배주주지분순이익(억원)	389	298	1,225	944	989
EBITDA	1,693	1,285	1,816	2,290	2,356
현금순이익(Cash Earnings)	1,229	1,153	1,966	1,753	1,801
수정당기순이익	502	377	489	944	989
증감율(% YoY)					
매출액	-8.4	1.6	188.9	-11.9	4.5
영업이익(보고)	-12.5	-48.8	129.2	46.7	4.3
영업이익(핵심)	-12.5	-48.8	129.2	46.7	4.3
EBITDA	-8.1	-24.1	41.3	26.1	2.9
지배주주지분 당기순이익	-45.7	-23.4	311.0	-22.9	4.8
EPS	-46.1	-23.5	311.0	-22.9	4.8
수정순이익	-10.1	-25.0	29.7	93.2	4.8

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,678	3,786	7,365	7,752	8,814
현금및현금성자산	564	844	1,785	2,835	3,674
유동금융자산	87	238	688	607	634
매출채권및유동채권	660	1,768	3,468	3,057	3,195
재고자산	367	935	1,419	1,250	1,307
기타유동비금융자산	0	1	4	3	3
비유동자산	13,501	18,258	18,465	18,540	18,637
장기매출채권및기타비유동채권	5	19	56	49	51
투자자산	69	75	149	136	140
유형자산	13,198	17,833	17,940	18,042	18,140
무형자산	33	131	118	107	98
기타비유동자산	197	199	202	205	207
자산총계	15,179	22,045	25,830	26,291	27,451
유동부채	2,389	3,799	5,391	5,086	5,189
매입채무및기타유동채무	571	1,096	3,166	2,790	2,916
단기차입금	514	1,067	1,067	1,067	1,067
유동성장기차입금	1,479	1,748	1,748	1,748	1,748
기타유동부채	-175	-112	-589	-519	-543
비유동부채	7,096	11,986	13,017	12,841	12,909
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	7,006	11,360	11,360	11,360	11,360
기타비유동부채	90	626	1,657	1,481	1,549
부채총계	9,486	15,784	18,409	17,927	18,098
자본금	1,221	1,221	1,221	1,221	1,221
주식발행초과금	310	310	310	310	310
이익잉여금	1,106	1,404	2,629	3,573	4,562
기타자본	2,994	3,130	3,130	3,130	3,130
지배주주지분자본총계	5,632	6,066	7,291	8,235	9,224
비지배주주지분자본총계	62	194	130	130	130
자본총계	5,694	6,260	7,421	8,365	9,354
순차입금	8,348	13,093	11,701	10,733	9,866
총차입금	8,999	14,175	14,175	14,175	14,175

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	1,383	1,130	1,346	2,034	1,706
당기순이익	395	308	1,161	944	989
감가상각비	812	830	793	798	802
무형자산상각비	21	15	13	11	9
외환손익	-42	-90	27	0	0
자산처분손익	160	246	13	0	0
지분법손익	1	-1	-2	0	0
영업활동자산부채 증감	-155	-112	-630	281	-95
기타	191	-66	-28	0	0
투자활동현금흐름	-2,513	-3,666	-1,436	-808	-935
투자자산의 처분	30	8	-521	94	-32
유형자산의 처분	325	427	0	0	0
유형자산의 취득	-2,872	-4,287	-900	-900	-900
무형자산의 처분	-6	-1	0	0	0
기타	10	186	-16	-3	-3
재무활동현금흐름	1,138	2,773	1,032	-176	68
단기차입금의 증가	-1,330	-1,038	0	0	0
장기차입금의 증가	1,680	1,801	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	788	2,010	1,032	-176	68
현금및현금성자산의순증가	141	280	942	1,049	839
기초현금및현금성자산	423	564	844	1,785	2,835
기말현금및현금성자산	564	844	1,785	2,835	3,674
Gross Cash Flow	1,537	1,242	1,976	1,753	1,801
Op Free Cash Flow	-1,359	-3,168	41	1,313	988

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	1,594	1,220	5,014	3,865	4,048
BPS	23,056	24,834	29,848	33,713	37,761
주당EBITDA	6,934	5,262	7,433	9,377	9,647
CFPS	5,031	4,719	8,050	7,175	7,371
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	11.9	14.1	3.4	4.5	4.2
PBR	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	7.7	13.6	8.6	6.5	6.0
PCFR	3.8	3.6	2.1	2.4	2.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	16.2	8.2	6.5	10.8	10.7
영업이익률(핵심)	16.2	8.2	6.5	10.8	10.7
EBITDA margin	31.8	23.8	11.6	16.7	16.4
순이익률	7.4	5.7	7.4	6.9	6.9
자기자본이익률(ROE)	7.4	5.2	17.0	12.0	11.2
투자자본이익률(ROIC)	6.6	2.3	3.8	5.5	5.8
안정성(%)					
부채비율	166.6	252.1	248.1	214.3	193.5
순차입금비용	146.6	209.1	157.7	128.3	105.5
이자보상배율(배)	2.8	1.6	7.9	10.5	10.9
활동성(배)					
매출채권회전율	6.9	4.5	6.0	4.2	4.6
재고자산회전율	16.2	8.3	13.3	10.3	11.2
매입채무회전율	8.8	6.5	7.3	4.6	5.0

Compliance Notice

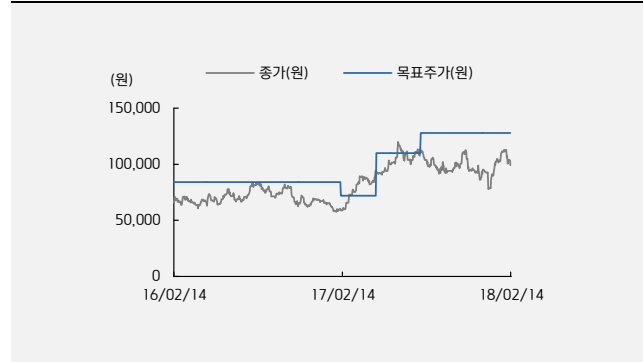
- 당사는 2월 13일 현재 '대한해운' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
대한해운 (005880)	2016/04/08	BUY(Maintain)	25,000원	6개월	-24.91	-13.40
	2016/10/05	BUY(Maintain)	27,500원	6개월	-34.68	-21.09
	2017/01/13	BUY(Maintain)	26,000원	6개월	-14.72	0.77
	2017/05/16	BUY(Maintain)	31,500원	6개월	4.80	20.79
	2017/08/16	BUY(Maintain)	37,000원	6개월	-3.38	2.70
	2017/10/17	BUY(Maintain)	42,000원	6개월	-27.28	-15.71
	2017/11/20	BUY(Maintain)	34,000원	6개월	-23.14	-5.88
	2018/02/14	BUY(Maintain)	34,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2017/01/01~2017/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	95.21%
중립	7	4.19%
매도	1	0.60%