

2018. 4. 25



▲ 운송/철강

Analyst 최치현

02. 6098-6669

chihyun.choi@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 40,000 원

현재주가 (4.24) 29,050 원

상승여력 37.7%

KOSPI 2,464.14pt

시가총액 7,096억원

발행주식수 2,443만주

유동주식비율 49.76%

외국인비중 6.45%

52주 최고/최저가 38,050원/21,650원

평균거래대금 92.1억원

주요주주(%)

티케이케미칼 외 18 인 50.24

국민연금 7.90

한화자산운용 외 1 인 5.05

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 9.4 -15.2 20.5

상대주가 7.3 -14.3 6.3

주가그래프



대한해운 005880

본업의 안정성에 다시 한번 주목

- ✓ 1분기 영업이익 412억원(+28.7% YoY)을 예상, SM 상선 연결 제외로 실적 정상화
- ✓ SM 상선의 합병 후 보유하고 있던 잔여지분 전량 매각으로 매각차익 1분기 반영
- ✓ 대한상선의 장기운송계약 만료 이슈는 '해운재건 5개년 계획'에 주목
- ✓ 창명해운 지분 인수: 시황 Exposure 확대 vs 5년 연속 영업손실
- ✓ 적정주가 40,000 원으로 하향 조정하나 수익성과 안정성에 대한 Valuation 이 필요

1분기 영업이익 412억원(+28.7% YoY), SM 상선 제외로 실적 정상화

2018년 1분기 매출액 3,109억원(+0.2% YoY), 영업이익 412억원(+28.7% YoY)을 예상한다. 지난 4분기 컨테이너 부문의 대규모 영업손실(341억원)로 부진한 실적을 기록했으나 SM 상선의 연결 제외로 실적 정상화를 기대한다. SM 상선의 합병 후 보유하고 있던 잔여지분 14.02%(대한상선 합산 기준)를 장부가(290억원) 대비 높은 341억원에 매각해 매각차익도 1분기 중 반영된다.

창명해운 지분 인수: 시황 Exposure 확대 vs 5년 연속 영업손실

대한해운은 2017년 12월 창명해운의 보통주 16만주를 인수, 지분율을 30.6%까지 확대해 최대주주 지위를 확보했다. 창명해운은 벌크선 7척과 VLCC 1척을 운영하는 선주사로 시황 Exposure를 확대할 수 있는 계기로 판단한다. 5년 연속 영업손실을 기록했으나 2017년 자산 매각과 출자전환을 통해 법정관리 절차를 조기에 종료했다. 2017년에도 303억원의 영업손실을 기록했으나 대손충당금 관련 비용을 제외하면 BEP 수준의 영업이익을 기록, 대규모 손실 가능성은 제한적이다.

투자의견 Buy 유지, 적정주가는 40,000 원으로 11.1% 하향 조정

대한해운의 적정주가를 40,000 원으로 기존 적정주가 대비 11.1% 하향 조정한다. 적정주가는 12개월 선행 BPS 기준 PBR 1.2 배를 적용했다. 2018~2019년 평균 ROE가 15.5%로 높은 수익성과 안정성에 합당한 Valuation 이 필요하다. 4월 초 운임지수인 BDI가 948pt까지 하락하며 투자 심리에 부정적 영향을 미쳤으나 4월 24일 기준 1,330pt까지 빠르게 반등에 성공했다. 수급 개선에 따른 2019년까지의 운임 상승 전망을 유지, 현 시점 대비 투자 심리가 악화될 개연성은 제한적이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	540.3	44.1	29.8	1,220	-22.1	24,834	14.1	0.7	13.5	5.1	252.1
2017	1,560.7	100.9	126.7	5,186	254.6	27,104	4.4	0.8	10.7	20.0	276.1
2018E	1,262.0	167.2	115.2	4,714	-9.1	31,819	6.2	0.9	7.0	16.0	221.3
2019E	1,300.8	181.2	125.9	5,153	9.3	36,972	5.6	0.8	6.4	15.0	196.7
2020E	1,470.9	204.9	154.4	6,321	22.7	43,293	4.6	0.7	5.7	15.8	172.1

1 분기 영업이익 412억원(+28.7% YoY)을 예상, SM 상선 제외로 실적 정상화

SM 상선의 연결 제외로
본업(벌크+LNG)의
안정적인 이익 창출능력 부각

2018년 1분기 매출액 3,109억원(+0.2% YoY), 영업이익 412억원(+28.7% YoY)을 예상한다. 지난 4분기 컨테이너 부문의 대규모 영업손실(341억원)로 부진한 실적을 기록했으나 SM상선의 연결 제외로 실적 정상화를 기대한다. 벌크와 LNG 부문은 장기운송계약을 기반으로 유가 상승 국면에서도 유류할증료(Bunker Adjusted Factor)를 통해 안정적인 이익을 창출할 수 있다.

SM 상선 지분 전량 매각,
1 분기 중 매각차익 반영 가능

대한해운은 보유중인 SM상선의 지분 14.02%(연결 자회사 대한상선이 보유한 SM상선 지분 6.58% 포함 기준)를 341억원에 매각했다. 2017년 말 기준 장부금액(290억원) 대비 높아 지분 매각에 따른 매각차익도 기대할 수 있다.

대한해운의 장기운송계약 만료?
'해운재건 5개년 계획'에 주목

대한해운이 발주한 10척의 선박들이 인도되는 시점은 2019년 하반기 이후로 예상, 신규로 인식되는 장기운송계약은 제한적이다. 2018년 6척의 장기운송계약이 종료되는 대한상선의 이익 안정성 확보가 관건이다. 최근 정부가 '해운재건 5개년 계획'을 통해 국적선사들의 기존 장기운송계약은 재연장하고 외국선사와의 계약은 국적선사가 대체토록 유도한다고 발표한 점에 주목할 필요가 있다.

표1 대한해운의 1Q18 Earnings Preview

(십억원)	1Q18E	1Q17	(% YoY)	4Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	310.9	310.1	0.2	448.1	-30.6	319.5	-2.7
영업이익	41.2	32.0	28.7	7.1	481.8	41.2	0.0
세전이익	29.9	32.4	-7.7	18.2	64.3	26.7	12.1
지배순이익	28.1	23.3	20.8	30.0	-6.3	26.9	4.6

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 대한해운의 발주잔고 현황

화주	선종	Size(DWT)	선가(백만달러)	인도예정일	비고
Vale	Bulk	325,000	81.90	1Q20	장기운송계약(25년)
Vale	Bulk	325,000	81.90	1Q20	장기운송계약(25년)
-	Bulk	81,200	24.80	3Q20	부정기선 영업 확대 및 COA 대비 선박 확보
-	Bulk	81,200	24.80	3Q20	부정기선 영업 확대 및 COA 대비 선박 확보
S-Oil	VLCC	300,000	87.70	4Q19	장기운송계약(5년)
S-Oil	VLCC	300,000	87.70	4Q19	장기운송계약(5년)
GS칼텍스	VLCC	300,000	87.06	1Q20	장기운송계약(5년)
GS칼텍스	VLCC	300,000	87.06	1Q20	장기운송계약(5년)
한국가스공사	LNGC	7,500	50.55	4Q19	장기운송계약
한국가스공사	LNGC	7,500	50.55	4Q19	장기운송계약

주: LNG선의 Size는 CBM 기준

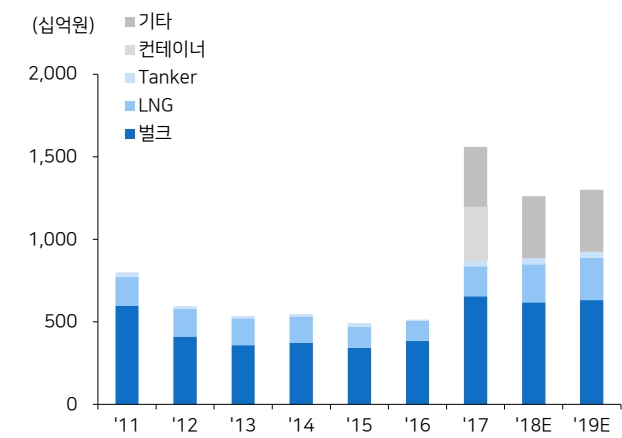
자료: 회사자료, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 대한해운의 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
매출액	310.1	401.7	400.8	448.1	310.9	313.3	317.2	320.6	540.3	1,560.7	1,262.0	1,300.8
(% YoY)	170.3	200.4	202.8	181.0	0.2	-22.0	-20.9	-28.4	1.6	188.9	-19.1	3.1
부문별 매출액												
벌크	166.7	173.4	177.4	136.4	152.0	155.2	155.9	155.7	384.5	653.9	618.8	630.8
컨테이너	8.8	73.4	121.2	125.9	-	-	-	-	-	329.3	-	-
LNG	40.0	43.0	44.8	55.8	55.6	54.8	58.0	61.6	122.7	183.6	230.0	256.9
Tanker	3.8	7.5	9.5	9.6	9.0	9.0	9.0	9.0	6.2	30.4	35.9	35.9
(% YoY)												
벌크	121.2	73.8	89.5	17.8	-8.8	-10.5	-12.1	14.1	12.0	70.1	-5.4	1.9
LNG	31.6	64.7	59.8	46.4	39.1	27.3	29.4	10.5	-4.3	49.7	25.3	11.7
Tanker	71.7	403.6	764.9	605.7	135.4	19.0	-5.5	-6.3	-68.6	392.9	18.0	0.0
영업이익	32.0	29.5	32.3	7.1	41.2	41.4	42.0	42.5	44.1	100.9	167.2	181.2
(% YoY)	185.5	251.0	276.1	-55.3	28.7	40.4	30.1	500.3	-48.8	128.9	65.7	8.4
당기순이익 (지배)	23.3	23.9	49.5	30.0	32.6	26.9	27.5	28.2	29.8	126.7	115.2	125.9
(% YoY)	268.1	345.2	607.2	169.9	40.1	12.3	-44.4	-6.1	-23.4	325.0	-9.1	9.3
영업이익률 (%)	10.3	7.3	8.0	1.6	13.3	13.2	13.2	13.3	8.2	6.5	13.2	13.9
순이익률 (%)	7.5	6.0	12.3	6.7	10.5	8.6	8.7	8.8	5.5	8.1	9.1	9.7

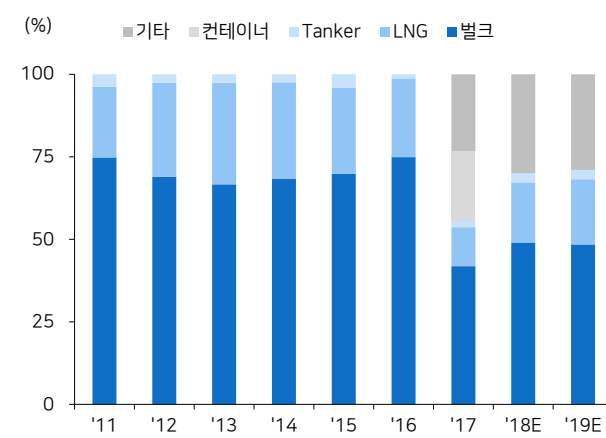
자료: 회사자료, 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 대한해운의 부문별 매출액 추이 및 전망



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 대한해운의 부문별 매출액 비중 추이 및 전망



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

대한해운, 창명해운 지분을
30.63%로 확대,
향후 경영권 인수 목표

창명해운, 벌크선 7척과
VLCC 1척을 운영
: 부정기선 위주의 벌크선 운영

1분기부터 지분법손익 반영,
손익에 미치는 영향은 제한적

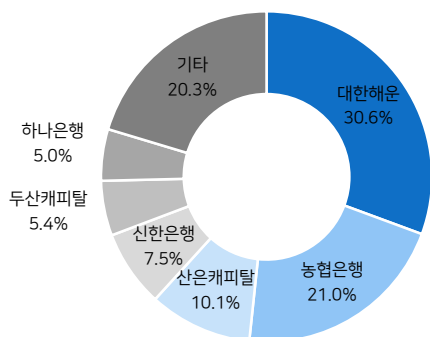
창명해운 지분 30.6%로 확대, 시황 Exposure 를 높이는 결정

대한해운은 2017년 12월 27일 농협은행이 보유한 창명해운의 보통주 16만주(지분을 27.72%)를 인수, 보유 지분을 17.7만주(지분을 30.63%)로 확대해 최대주주 지위를 확보했다. 언론에 따르면 인수 가격은 60억원 수준으로 향후 채권단과 협의를 통해 창명해운 경영권을 완전히 인수할 방침이다.

창명해운은 1988년 설립된 벌크선사로 2017년 말 기준 벌크선 7척과 VLCC 1척(SK해운과 공동 소유)을 운영하고 있다. 시황 악화에 따른 손실 규모 확대로 2016년 4월 회생절차를 신청, 자산 매각과 채무 재조정을 통해 2017년 2월 법정관리 절차를 조기에 종료했다. 장기운송계약 위주의 사업 구조를 보유한 대한해운, 대한상선과는 달리 부정기선 위주로 선대를 운영하고 있다. 대한해운의 창명해운 지분 인수는 시황 상승 국면에서 부족했던 시황 민감도를 높이는 의사결정으로 판단한다.

2017년 창명해운은 매출액 446억원(-29.5% YoY), 영업손실 303억원(적자지속 YoY)으로 5년 연속 영업손실을 기록했다. 2017년 매출채권과 선급금 관련 충당금으로 319억원을 반영했음을 감안하면 구조조정을 통해 실적 안정성을 회복했을 개연성이 높다. 2018년 1분기부터 지분법손익으로 반영되나 손익에 미치는 영향은 제한적으로 판단한다.

그림3 창명해운의 주요 주주 현황



자료: 전자공시시스템, 메리츠증권 리서치센터

그림4 창명해운의 보유 선대 현황

선종	선명	건조연도	규모 (Dwt)	건조 조선소
Capesize	C.VI ION	2008	174,000	BOHAI
Capesize	C.UTOPIA	2007	174,000	BOHAI
Kamsarmax	CK ANGIE	2011	82,000	HHI
Kamsarmax	CK BLUEBELL	2011	82,000	HHI
Handy	CH BELLA	2010	33,144	ZHE GHE
Handy	CH CLARE	2010	33,144	ZHENGHE
Handy	CH DORIS	2010	33,144	ZHENGHE

주: SK해운과 공동 소유하고 있는 VLCC 1척은 제외

자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

투자의견 Buy 유지, 적정주가는 40,000 원으로 11.1% 하향 조정

대한해운의 적정주가를 40,000원으로 기존 적정주가 대비 11.1% 하향 조정한다. 적정주가는 12개월 선행 BPS 기준 PBR 1.2배를 적용했다. 2018~2019년 평균 ROE가 15.2% 수준으로 장기운송계약 기반의 안정적인 이익 창출이 가능하다는 점을 감안하면 2018년 예상 BPS 기준 0.9배 수준의 현 주가는 저평가 상태로 판단, 투자의견을 Buy로 유지한다.

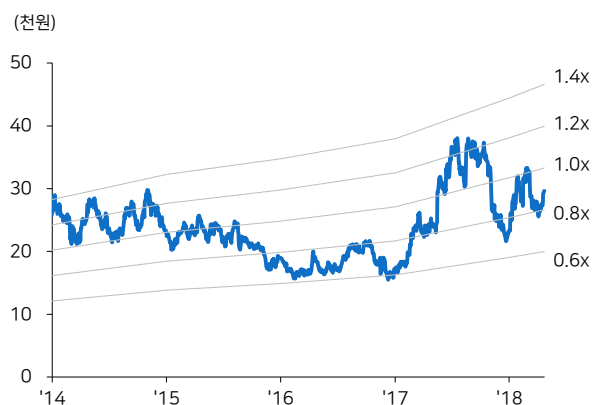
장기운송계약 위주의 수익 구조를 보유한 대한해운은 운임지수(BDI)에 대한 이익 민감도가 타 벌크 선사 대비 높지 않다. 다만, 운임은 벌크 해운 선사에 대한 투자 심리로 반영, 4월 초 BDI가 948pt까지 하락하며 투자 심리에 부정적 영향을 미쳤다. 4월 24일 기준 BDI는 1,330pt까지 빠르게 반등에 성공했다. 수급 개선에 따른 2019년까지의 운임 상승 전망을 유지, 현 시점 대비 투자 심리가 악화될 개연성은 제한적으로 판단한다.

표4 대한해운의 적정주가 산정 Table - 적정주가 40,000원

(%, 원)	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
COE (%)	5.0	7.7	8.2	8.5	8.6	8.6
Risk Free	2.5	1.8	1.5	1.7	1.9	1.9
Risk Premium	6.5	6.5	6.0	6.0	6.0	6.0
ROE (%)	14.5	7.4	5.1	20.0	16.0	15.0
Net Margin	12.4	7.4	5.7	7.0	7.9	8.3
Asset Turnover	0.4	0.4	0.3	0.7	0.5	0.5
BPS (원)	20,199	23,056	24,834	27,104	31,819	36,972
적정 PBR (배)					1.3	1.1
적정주가 (원)						40,000

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 대한해운의 12개월 선행 PBR Band



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 BDI 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

대한해운 (005880)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	540.3	1,560.7	1,262.0	1,300.8	1,470.9
매출액증가율 (%)	1.6	188.9	-19.1	3.1	13.1
매출원가	477.5	1,369.9	1,016.3	1,038.7	1,174.5
매출총이익	62.9	190.9	245.6	262.1	296.4
판매관리비	18.8	90.0	78.5	80.9	91.5
영업이익	44.1	100.9	167.2	181.2	204.9
영업이익률	8.2	6.5	13.2	13.9	13.9
금융손익	-29.0	-66.8	-66.7	-63.7	-62.5
중속/관계기업손익	0.1	0.4	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	19.9	81.9	6.2	1.0	1.0
세전계속사업이익	35.1	116.4	106.6	118.5	143.4
법인세비용	4.3	7.2	7.4	10.0	10.3
당기순이익	30.8	109.2	99.3	108.5	133.1
지배주주지분 순이익	29.8	126.7	115.2	125.9	154.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	120.7	227.3	324.0	321.7	343.6
당기순이익(손실)	30.8	109.2	99.3	108.5	133.1
유형자산상각비	83.0	104.4	146.6	149.2	152.2
무형자산상각비	1.5	2.7	1.9	1.5	1.2
운전자본의 증감	-3.5	-12.0	9.5	-1.2	-5.4
투자활동 현금흐름	-374.3	-776.7	-119.3	-185.8	-203.4
유형자산의증가(CAPEX)	-428.7	-757.4	-142.4	-185.1	-194.4
투자자산의감소(증가)	-0.5	-86.9	17.8	-2.3	-10.1
재무활동 현금흐름	277.3	523.1	-188.0	-51.0	-78.3
차입금의 증감	520.4	300.2	-120.0	14.9	-12.4
자본의 증가	-0.7	0.9	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	28.0	-36.4	16.7	84.9	62.0
기초현금	56.4	84.4	48.0	64.7	149.6
기말현금	84.4	48.0	64.7	149.6	211.6

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	378.6	314.5	280.2	371.7	462.7
현금및현금성자산	84.4	48.0	64.7	149.6	211.6
매출채권	132.7	143.3	115.9	119.4	135.0
재고자산	93.6	48.4	39.1	40.3	45.6
비유동자산	1,825.8	2,272.3	2,248.4	2,285.1	2,336.1
유형자산	1,783.3	2,131.5	2,127.2	2,163.1	2,205.3
무형자산	13.1	15.2	13.3	11.7	10.5
투자자산	5.6	92.8	75.0	77.3	87.5
자산총계	2,204.5	2,586.8	2,528.6	2,656.8	2,798.9
유동부채	379.9	578.0	428.8	443.1	343.9
매입채무	71.4	96.9	78.3	80.7	91.3
단기차입금	106.7	159.5	159.5	111.7	78.2
유동성장기부채	150.4	264.7	145.0	203.2	120.9
비유동부채	1,198.6	1,321.0	1,312.6	1,318.2	1,426.3
사채	0.0	21.4	21.4	21.4	21.4
장기차입금	405.5	43.1	43.1	43.1	43.1
부채총계	1,578.5	1,899.0	1,741.5	1,761.2	1,770.2
자본금	122.1	122.1	122.1	122.1	122.1
자본잉여금	36.2	37.1	37.1	37.1	37.1
기타포괄이익누계액	302.1	230.0	230.0	230.0	230.0
이익잉여금	140.5	266.8	382.0	507.9	662.3
비지배주주지분	19.4	25.8	9.9	-7.5	-28.9
자본총계	626.0	687.8	787.1	895.6	1,028.6

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	22,120	63,896	51,663	53,252	60,216
EPS(지배주주)	1,220	5,186	4,714	5,153	6,321
CFPS	5,110	10,039	13,177	13,631	14,711
EBITDAPS	5,262	8,516	12,925	13,589	14,669
BPS	24,834	27,104	31,819	36,972	43,293
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	14.1	4.4	6.2	5.6	4.6
PCR	3.4	2.3	2.2	2.1	2.0
PSR	0.8	0.4	0.6	0.5	0.5
PBR	0.7	0.8	0.9	0.8	0.7
EBITDA	128.5	208.0	315.7	331.9	358.3
EV/EBITDA	13.5	10.7	7.0	6.4	5.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.1	20.0	16.0	15.0	15.8
EBITDA 이익률	23.8	13.3	25.0	25.5	24.4
부채비율	252.1	276.1	221.3	196.7	172.1
금융비용부담률	5.2	4.1	5.4	5.1	4.5
이자보상배율(x)	1.6	1.6	2.5	2.8	3.1
매출채권회전율(x)	6.0	11.3	9.7	11.1	11.6
재고자산회전율(x)	8.3	22.0	28.8	32.7	34.2

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 4월 25일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 4월 25일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 4월 25일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 최치현)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.0%
중립	4.0%
매도	0.0%

2018년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

대한해운 (005880) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

