

# 대한해운(005880)

## 아쉬운 실적, 2분기에 만회할 것

영업이익은 원화강세 및 LNG 항차조정 영향으로 컨센서스를 하회  
5월 BDI 반등으로 중장기 시황개선 수혜에 대한 기대감 역시 회복  
시황 변동성 커질수록 전용선 계약 중심의 수익 안정성 부각될 것

### Facts : 1분기 영업이익은 컨센서스 22% 하회

1분기 매출액은 3,068억원, 영업이익은 312억원으로 각각 전년동기대비 1.1%, 2.6% 감소했다. 매출액과 영업이익은 컨센서스를 각각 5%, 22% 하회했다. 벌크부문의 매출액은 전년동기대비 소폭 늘었지만 영업이익은 6% 줄었다. 3월 이례적으로 부진했던 시황과 원화강세가 수익성을 저해했다. 벌크선 운임지수(BDI)에서 가장 큰 비중을 차지하는 케이프선 운임지수(BCI)가 철광석 수요 둔화로 64% 급락했다. 이에 따라 BDI 역시 3월 100p 이상 떨어지며 예상과 다르게 부진했다. 또한 LNG 전용선 부문에서 항차 조정으로 일부 이익이 2분기로 넘어간 탓에 1분기 영업이익은 전년동기대비 40% 이상 급감했다.

### Pros & cons : 전용선 계약 중심의 이익 안정성에 대한 재평가

최근 벌크해운 시황의 변동성이 커지면서 밸류에이션 매력이 높고 수익구조가 안정적인 대한해운에 대한 투자심리가 개선되고 있다. 별도기준 매출액의 약 60%는 이익이 안정적인 전용선 계약에서 나온다. 대한해운은 포스코, 한국전력, 한국가스공사 등 우량화주들을 확보하고 있다. 또한 작년 적자사업부였던 컨테이너선 사업실적이 올해부터 제외된 점 역시 이익전망의 가시성을 높인다. 새로운 성장동력에 대한 고민은 필요하겠지만 현 주가는 2018F PBR 0.8배로 경쟁사 대비 20% 더 스카운트되어 있다. 2분기 들어 BDI가 반등함에 따라 해운업에 대한 투자가들의 관심이 높아지는 만큼 대한해운의 저평가 매력이 부각되는 시점이다.

### Action : 1분기 실적은 아쉽지만 2분기 시황은 개선 중

2018년 벌크선 공급증가율은 2%에 그칠 전망이다. 수급개선이 이어짐에 따라 운임 역시 추세적으로 상승할 것이다. 이번 실적발표로 부진했던 1분기 불확실성이 해소됨에 따라 대한해운의 주가는 중장기 시황개선에 대한 기대감을 반영해갈 것이다. 지난 3월 GS칼텍스와 S-Oil과 원유수송계약을 체결하는 등 장기 운송계약은 꾸준히 늘어날 전망이다. 대한해운에 대해 ‘매수’ 의견과 목표주가 39,000원(2018F PBR 1.1배 적용)을 유지한다.

하회 부합 상회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

## 매수(유지)

**목표주가: 39,000원(유지)**

### Stock Data

KOSPI(5/15)	2,459
주가(5/15)	30,550
시가총액(십억원)	746
발행주식수(백만)	24
52주 최고/최저가(원)	38,050/21,650
일평균거래대금(6개월, 백만원)	8,413
유동주식비율/외국인지분율(%)	49.8/7.7
주요주주(%)	티케이케미칼 외 18 인
	50.2
	국민연금
	7.9

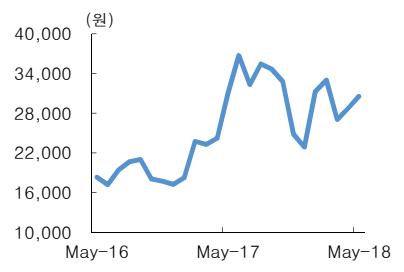
### Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	4.4	10.2	7.8
PBR(x)	0.8	1.0	0.9
ROE(%)	20.0	10.5	12.2
DY(%)	—	—	—
EV/EBITDA(x)	10.7	8.2	8.0
EPS(원)	5,186	2,999	3,907
BPS(원)	27,104	30,103	34,010

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	10.9	21.5	23.9
KOSPI 대비(%)	10.7	23.8	16.6

### 주가추이



자료: WISEfn

### 최고운

gowoon@truefriend.com

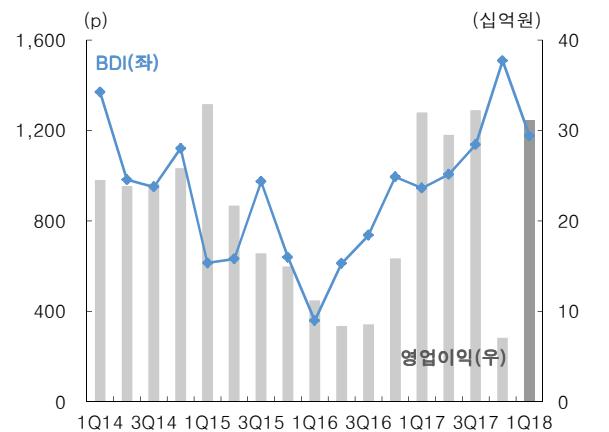
〈표 1〉 1분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	310.1	401.7	400.8	448.1	306.8	(31.5)	(1.1)	323.2
영업이익	32.0	29.5	32.3	7.1	31.2	340.7	(2.6)	39.8
영업이익률(%)	10.3	7.3	8.0	1.6	10.2			12.3
세전이익	32.4	20.9	44.8	18.2	9.1	(49.9)	(71.9)	25.4
순이익	23.3	23.9	49.5	30.0	10.2	(65.8)	(55.9)	28.1

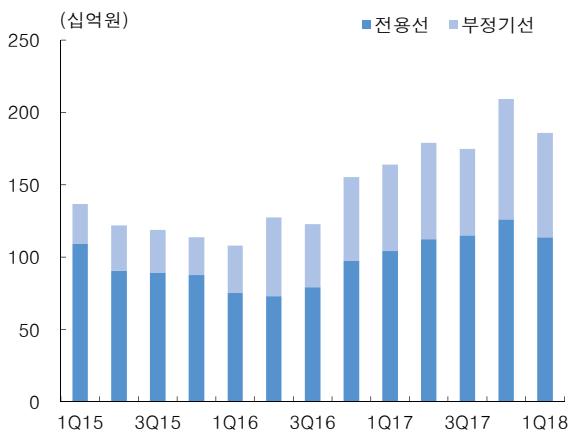
자료: 대한해운, FnGuide, 한국투자증권

[그림 1] 1분기 영업이익은 전년동기대비 3% 감소



자료: 대한해운, 한국투자증권

[그림 2] 수익성 안정적인 전용선 중심의 사업구조



자료: 대한해운, 한국투자증권

〈표 2〉 실적 전망

(단위: 십억원, %, % YoY)

	2017				2018				연간			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QF	3QF	4QF	2016	2017	2018F	2019F
매출액	310	402	401	448	307	318	324	330	540	1,561	1,279	1,355
증가율	170.3	200.4	202.8	181.0	(1.1)	(20.8)	(19.2)	(26.3)	1.6	188.9	(18.1)	5.9
벌크	167	173	177	136	169	179	183	184	385	654	715	699
LNG	40	43	45	56	44	50	51	55	123	184	201	215
기타	103	185	179	256	94	90	90	91	33	723	364	440
영업이익	32	30	32	7	31	38	39	40	44	101	149	162
증가율	185.5	251.0	276.1	(55.3)	(2.6)	28.8	21.3	468.3	(48.8)	128.9	47.3	9.3
영업이익률	10.3	7.3	8.0	1.6	10.2	11.9	12.1	12.2	8.2	6.5	11.6	12.0
세전이익	32	21	45	18	9	22	24	26	35	116	81	108
증가율	337.6	228.5	418.4	43.8	(71.9)	5.4	(47.3)	45.3	(13.2)	231.6	(30.2)	33.2
지배주주순이익	23	24	49	30	10	20	21	22	30	127	73	95
증가율	268.1	345.2	607.2	169.9	(56.0)	(17.0)	(57.0)	(27.1)	(23.4)	325.0	(42.2)	30.3

자료: 대한해운, 한국투자증권

## 기업개요

1968년에 설립된 해상화물 운송업체로 2011년 회생절차를 거쳐 2013년 SM그룹에 편입. 철광석, 천연가스, 원유 등의 원재료를 선박으로 운송하는 벌크 전문선사. 포스코, 한국가스공사 등과의 장기운송계약을 기반으로 안정적 실적을 창출.

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	379	315	282	299	317
현금성자산	84	48	64	68	72
매출채권및기타채권	134	147	120	127	135
재고자산	94	48	40	42	44
비유동자산	1,826	2,272	2,187	2,360	2,557
투자자산	6	93	148	156	166
유형자산	1,783	2,131	2,000	2,162	2,347
무형자산	13	15	12	13	14
자산총계	2,204	2,587	2,470	2,659	2,873
유동부채	380	578	541	628	693
매입채무및기타채무	98	126	103	109	115
단기차입금및단기사채	107	160	193	262	274
유동성장기부채	150	265	198	193	193
비유동부채	1,199	1,321	1,166	1,171	1,216
사채	0	21	43	64	86
장기차입금및금융부채	1,145	1,254	1,086	1,067	1,088
부채총계	1,578	1,899	1,707	1,799	1,909
지배주주지분	607	662	735	831	933
자본금	122	122	122	122	122
자본잉여금	36	37	37	37	37
기타자본	6	6	6	6	6
이익잉여금	140	267	340	436	538
비지배주주지분	19	26	27	29	31
자본총계	626	688	763	860	965

## 손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	540	1,561	1,279	1,355	1,435
매출원가	477	1,370	1,093	1,158	1,226
매출총이익	63	191	186	197	209
판매관리비	19	90	37	35	36
영업이익	44	101	149	162	172
금융수익	1	2	10	3	4
이자수익	1	1	3	3	4
금융비용	30	68	93	78	81
이자비용	28	64	81	78	81
기타영업외손익	20	82	15	20	22
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	35	116	81	108	116
법인세비용	4	7	6	11	12
연결당기순이익	31	109	75	97	105
지배주주지분순이익	30	127	73	95	103
기타포괄이익	14	(78)	0	0	0
총포괄이익	45	31	75	97	105
지배주주지분포괄이익	44	53	73	95	103
EBITDA	129	208	272	284	301

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	121	227	235	233	276
당기순이익	31	109	75	97	105
유형자산감가상각비	83	104	121	119	126
무형자산상각비	1	3	2	3	3
자산부채변동	(4)	(12)	42	11	39
기타	10	23	(5)	3	3
투자활동현금흐름	(374)	(777)	(39)	(294)	(325)
유형자산투자	(429)	(757)	(18)	(309)	(339)
유형자산매각	43	29	29	29	29
투자자산순증	1	(16)	(55)	(9)	(9)
무형자산순증	(0)	(3)	0	(3)	(3)
기타	11	(30)	5	(2)	(3)
재무활동현금흐름	277	523	(179)	64	52
자본의증가	0	24	0	0	0
차입금의순증	76	42	(178)	66	54
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	201	457	(1)	(2)	(2)
기타현금흐름	4	(10)	0	0	0
현금의증가	28	(36)	16	4	4

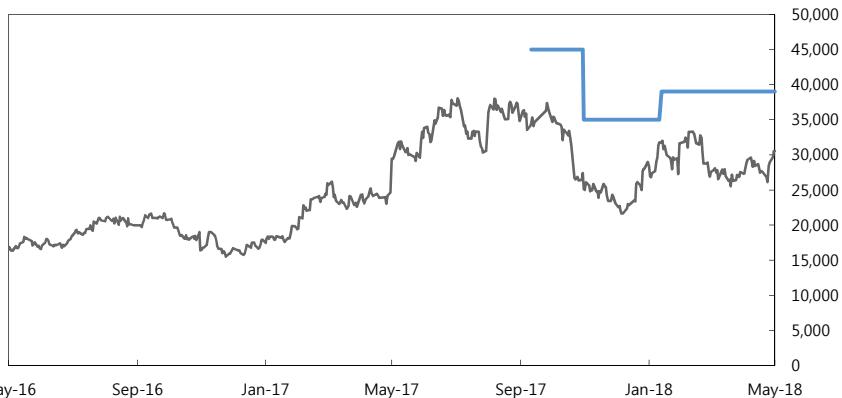
## 주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	1,220	5,186	2,999	3,907	4,204
BPS	24,845	27,104	30,103	34,010	38,215
DPS	0	0	0	0	0
성장성(%), YoY					
매출증가율	1.6	188.9	(18.1)	5.9	5.9
영업이익증가율	(48.8)	128.9	47.3	9.3	6.1
순이익증가율	(23.4)	325.0	(42.2)	30.3	7.6
EPS증가율	(23.5)	325.1	(42.2)	30.3	7.6
EBITDA증가율	(24.1)	61.8	30.7	4.4	6.0
수익성(%)					
영업이익률	8.2	6.5	11.6	12.0	12.0
순이익률	5.5	8.1	5.7	7.0	7.2
EBITDA Margin	23.8	13.3	21.3	21.0	21.0
ROA	1.7	4.6	3.0	3.8	3.8
ROE	5.1	20.0	10.5	12.2	11.6
배당수익률	—	—	—	—	—
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	1,294	1,634	1,444	1,505	1,555
차입금/자본총계비율(%)	224.1	247.6	200.0	185.0	170.6
Valuation(X)					
PER	14.1	4.4	10.2	7.8	7.3
PBR	0.7	0.8	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	13.4	10.7	8.2	8.0	7.7

주: K-IFRS (연결) 기준

### 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과거율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
대한해운(005880)	2017.09.26	매수	45,000원	-27.7	-17.0
	2017.11.15	매수	35,000원	-27.5	-9.3
	2018.01.28	매수	39,000원	-	-



#### ■ Compliance notice

- 당사는 2018년 5월 16일 현재 대한해운 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

#### ■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

#### ■ 투자등급 비율 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	0.5%

\* 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

#### ■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돋기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.