

# 대한해운(005880)

하회    **부합**    상회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

## 시장 기대에 부합

영업이익은 LNG 전용선 이익 정상화에 따라 시장 기대에 부합  
 하반기 BDI 상승에 따라 실적에 대한 기대감 높아질 것  
 더딘 장기계약 수주 반영해 목표주가 하향하나 시황개선 유효해 매수 의견 유지

## 매수(유지)

목표주가: 33,000원(하향)

### Facts : 2분기 영업이익은 컨센서스 소폭 하회

2분기 매출액은 3,490억원으로 전년동기대비 13.1% 줄었지만 영업이익은 381억 원으로 29.2% 급증했다. 컨테이너선 사업부인 SM상선이 실적에서 빠지면서 외형은 역신장했지만, 벌크사업은 7% 늘어난 것이다. 반면 SM상선이 적자를 기록했던 만큼 2분기 영업이익률은 전년동기대비 3.6%p 상승한 10.9%를 기록했다. 매출액은 컨센서스를 14% 상회한 반면 영업이익은 4% 하회했다. BDI 상승에도 벌크선 영업이익은 전분기 수준에 그쳤다. LNG선 사업의 이익은 1분기 실적에 문제가 되었던 항차 조정이 일단락되면서 작년 4분기 수준으로 회복됐다.

### Stock Data

KOSPI(8/14)	2,259
주가(8/14)	22,800
시가총액(십억원)	557
발행주식수(백만)	24
52주 최고/최저(가원)	38,000/21,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	6,107
유동주식비율/외국인지분율(%)	49.8/5.8
주요주주(%)	티케이케미칼 외 18 인 50.2
국민연금	7.9

### Pros & cons : 시황개선으로 하반기 실적 기대감 높아질 것

2분기 평균 BDI는 전년동기대비 25% 상승했다. 시황의 변동성이 높아진 점은 부담요인이나, 계절적인 수요 증가를 감안하면 3분기 평균 BDI는 더 가파르게 오를 전망이다. 이미 7월 평균 BDI는 1,650p로 2분기보다 31% 높았다. 올해 공급증가 여력이 제한적이라는 점에서 이러한 수급개선은 구조적이다. 또한 올해 만료가 예정됐던 대한상선의 장기계약건들이 하나둘 연장되고 있다. 3분기 영업이익은 2분기와 유사하게 전년동기대비 22% 증가할 것으로 예상된다. 시황이 반등하면서 중장기적으로 장기운송계약의 수주 역시 활발해질 전망이다.

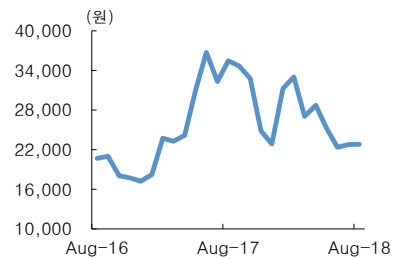
### Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	4.4	6.2	5.6
PBR(x)	0.8	0.7	0.7
ROE(%)	20.0	12.8	12.4
DY(%)	-	-	-
EV/EBITDA(x)	10.7	7.4	7.3
EPS(원)	5,186	3,696	4,055
BPS(원)	27,104	30,800	34,854

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	1.3	(28.0)	(25.4)
KOSPI 대비(%p)	3.6	(21.2)	(22.1)

### 주가추이



자료: WISEfn

### Action : BDI 계절성에 비추어 주가 반등 여력 높음

BDI는 3분기 이후로도 300p 이상 올랐다. 5월 중순 이후 상승세가 가팔랐던 만큼 단기 조정 가능성도 염두에 두어야 한다. 다만 이제는 계절적으로 성수기에 진입하는 구간이다. 벌크선 수급개선에 따른 추세적인 운임 상승이 더 부각될 것이다. 여기에 최근 원/달러 환율이 상승해 우호적인 시장환경이 예상된다. 대한해운에 대해 '매수' 의견을 유지한다. 다만 상반기 기대에 못 미쳤던 이익모멘텀과 장기계약 수주 추이를 반영해 목표주가를 33,000원(2018F PBR 1.1배 적용)으로 15% 하향한다. 현 주가는 2018F PBR 0.7배에 불과해 여전히 45%의 상승여력이 존재한다. 2분기 증시에서 소외된 탓에 시황개선에 따른 수혜와 실적 안정성을 크게 저평가받고 있다.

### 최고운

gowoon@truefriend.com

<표 1> 2분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	401.7	400.8	448.1	306.8	349.0	13.8	(13.1)	306.9
영업이익	29.5	32.3	7.1	31.2	38.1	22.1	29.2	39.3
영업이익률(%)	7.3	8.1	1.6	10.2	10.9			12.8
세전이익	20.9	44.8	18.2	9.1	39.1	329.7	87.1	23.5
순이익	23.9	49.5	30.0	10.2	35.0	243.1	46.4	24.3

자료: FnGuide, 한국투자증권

<표 2> 목표주가 33,000원으로 하향조정

(단위: 원, %, 배)

구분	내용	비고
BPS(A)	30,800	2018F BPS
ROE(B)	12.3	2018~20년 ROE 평균
자기자본비용(C=D+(E-D)*F)	11.3	
무위험수익률(D)	2.2	국고채 3년 기준
시장기대수익률(E)	10.0	KIS 유니버스 2018F PER 10배의 역수
베타(F)	1.2	52주 조정베타
목표 PBR(G=B/C)	1.1	
목표주가(A*G)	33,590	기존 39,000원에서 15% 하향조정
현재주가	22,800	8/14(화) 주가
상승여력	44.7%	

자료: 한국투자증권

<표 3> 실적 전망

(단위: 십억원, %, % YoY)

	2017				2018				연간			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QF	4QF	2016	2017	2018F	2019F
매출액	310	402	401	448	307	349	353	348	540	1,561	1,356	1,432
증가율	170.3	200.4	202.8	181.0	(1.1)	(13.1)	(12.0)	(22.4)	1.6	188.9	(13.1)	5.6
벌크	167	173	177	136	169	186	186	181	385	654	722	773
LNG	40	43	45	56	44	55	56	56	123	184	211	222
기타	103	185	179	256	94	108	110	110	33	723	422	437
영업이익	32	30	32	7	31	38	39	40	44	101	149	163
증가율	185.5	251.0	276.1	(55.3)	(2.6)	29.2	21.9	470.6	(48.8)	128.9	47.8	9.3
영업이익률	10.3	7.3	8.0	1.6	10.2	10.9	11.2	11.6	8.2	6.5	11.0	11.4
세전이익	32	21	45	18	9	39	23	26	35	116	98	110
증가율	337.6	228.5	418.4	43.8	(71.9)	87.1	(47.8)	45.3	(13.2)	231.6	(15.7)	12.2
지배주주순이익	23	24	49	30	10	35	22	23	30	127	90	99
증가율	268.1	345.2	607.2	169.9	(56.0)	46.3	(56.5)	(21.8)	(23.4)	325.0	(28.7)	9.7

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	299	316	334
현금성자산	84	48	68	72	76
매출채권및기타채권	134	147	128	135	142
재고자산	94	48	42	44	47
비유동자산	1,826	2,272	2,199	2,371	2,568
투자자산	6	93	157	165	175
유형자산	1,783	2,131	2,000	2,162	2,347
무형자산	13	15	13	14	15
자산총계	2,204	2,587	2,498	2,688	2,902
유동부채	380	578	551	637	700
매입채무및기타채무	98	126	109	115	122
단기차입금및단기사채	107	197	230	299	311
유동성장기부채	150	228	161	156	156
비유동부채	1,199	1,321	1,168	1,173	1,218
사채	0	21	43	64	86
장기차입금및금융부채	1,145	1,254	1,086	1,067	1,088
부채총계	1,578	1,899	1,720	1,810	1,918
지배주주지분	607	662	752	851	958
자본금	122	122	122	122	122
자본잉여금	36	37	37	37	37
기타자본	6	6	6	6	6
이익잉여금	140	267	357	456	563
비지배주주지분	19	26	26	26	26
자본총계	626	688	778	877	984

**현금흐름표**

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	121	227	248	232	275
당기순이익	31	109	90	99	107
유형자산감가상각비	83	104	121	119	126
무형자산상각비	1	3	3	3	3
자산부채변동	(4)	(12)	39	9	37
기타	10	23	(5)	2	2
투자활동현금흐름	(374)	(777)	(50)	(294)	(325)
유형자산투자	(429)	(757)	(18)	(309)	(339)
유형자산매각	43	29	29	29	29
투자자산순증	1	(16)	(64)	(9)	(9)
무형자산순증	(0)	(3)	(1)	(3)	(4)
기타	11	(30)	4	(2)	(2)
재무활동현금흐름	277	523	(178)	66	54
자본의증가	0	24	0	0	0
차입금의순증	76	42	(178)	66	54
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	201	457	0	0	0
기타현금흐름	4	(10)	0	0	0
현금의증가	28	(36)	20	4	4

주: K-IFRS (연결) 기준

**손익계산서**

(단위: 십억원)

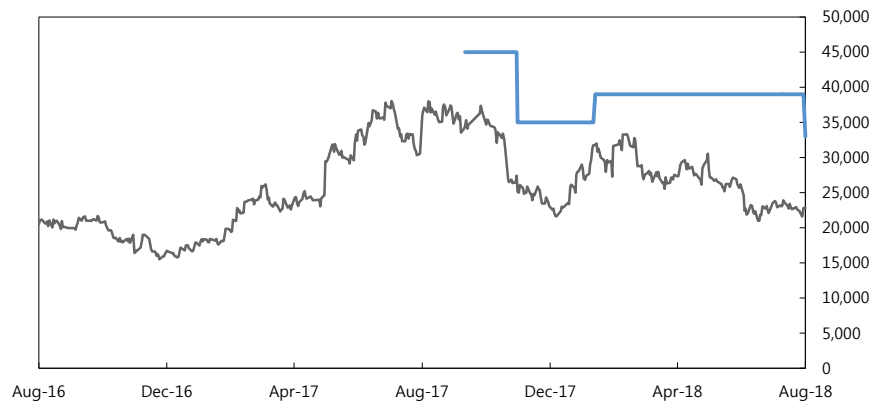
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	540	1,561	1,356	1,432	1,512
매출원가	477	1,370	1,093	1,154	1,219
매출총이익	63	191	263	278	293
판매관리비	19	90	114	115	120
영업이익	44	101	149	163	173
금융수익	1	2	18	4	4
이자수익	1	1	3	4	4
금융비용	30	68	87	78	81
이자비용	28	64	81	78	81
기타영업외손익	20	82	18	21	23
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	35	116	98	110	118
법인세비용	4	7	8	11	12
연결당기순이익	31	109	90	99	107
지배주주지분순이익	30	127	90	99	107
기타포괄이익	14	(78)	0	0	0
총포괄이익	45	31	90	99	107
지배주주지분포괄이익	44	53	90	99	107
EBITDA	129	208	273	284	302

**주요투자지표**

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	1,220	5,186	3,696	4,055	4,362
BPS	24,845	27,104	30,800	34,854	39,217
DPS	0	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	1.6	188.9	(13.1)	5.6	5.6
영업이익증가율	(48.8)	128.9	47.8	9.3	6.1
순이익증가율	(23.4)	325.0	(28.7)	9.7	7.6
EPS증가율	(23.5)	325.1	(28.7)	9.7	7.6
EBITDA증가율	(24.1)	61.8	31.1	4.4	6.0
수익성(%)					
영업이익률	8.2	6.5	11.0	11.4	11.4
순이익률	5.5	8.1	6.7	6.9	7.0
EBITDA Margin	23.8	13.3	20.1	19.9	19.9
ROA	1.7	4.6	3.6	3.8	3.8
ROE	5.1	20.0	12.8	12.4	11.8
배당수익률	-	-	-	-	-
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	1,294	1,634	1,439	1,501	1,550
차입금/자본총계비율(%)	224.1	247.6	196.0	181.4	167.3
Valuation(X)					
PER	14.1	4.4	6.2	5.6	5.2
PBR	0.7	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	13.4	10.7	7.4	7.3	7.1

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				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	-31.7	-14.6
	2018.08.16	매수	33,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 8월 16일 현재 대한해운 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 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 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	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 돕기 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.