



2017/08/16

# 대한해운(005880)

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

## 3Q17 컨테이너선 흑자전환하며 사상최대 실적 예상

### ■ 2Q17 Review: 벌크선과 컨테이너선사업부문 호실적 시현

동사의 2Q17 실적은 매출액 4,017억원(YoY +200.4%), 영업이익 295억원(YoY +251.0%)을 기록하며 영업이익이 시장 기대치에 부합했다. 벌크선과 컨테이너선 사업부문이 기대 이상의 실적을 시현하면서 기타사업부문의 부진에도 불구하고 시장 기대에 부합하는 실적을 시현했다.

**벌크선사업부문은 2Q17 평균 BDI가 1,006p로 1Q17 945p대비 개선되면서 영업이익이 QoQ +15.6% 증가했다.** 특히 대한상선의 부정기선 사업이 확대되면서 부정기선 매출액은 665억원으로 늘어났다.

**컨테이너선사업부문은 미주노선이 추가되면서 매출 734억원을 기록했으며 영업이익이 -57억원으로 QoQ 감소하는 고무적인 실적을 시현했다.** 매출액이 당사의 예상치인 1,042억원보다 낮은 이유는 1)4월 말부터 미주노선 영업을 시작해 2Q17에 10항차 밖에 영업을 하지 못했고, 2)2Q17 소석률이 당사의 예상치보다 낮았기 때문이다. 다만, 소석률의 경우 4월을 저점으로 높아져 6월에는 100%를 기록하는 등 개선되고 있어 문제가 없다는 판단이다.

**LNG선사업부문의 경우 한국가스공사와의 계약에 전용선 2척이 추가투입됐지만 선박 1척이 수리에 들어가면서 매출과 영업이익이 기대에 미치지 못했다.**

### ■ 3Q17 컨테이너선사업부문 흑자전환 예상

동사의 컨테이너선 사업부문은 3Q17 흑자전환할 것으로 예상한다. 컨테이너선 영업이 자리를 잡으면서 소석률이 90% 이상으로 높아졌고 컨테이너선사업부문이 계절적 성수기에 진입하기 때문이다. 동사는 미주노선 전체를 커버할 수 있는 네트워크를 구축해 2Q17부터 고정비가 크게 증가할 수 있다고 밝혔다. 그럼에도 불구하고 2분기 영업적자가 59억원에 그친 것으로 미루어 볼 때 매출 734억원 수준에서 증가한 고정비를 대부분 커버한 것으로 추정한다. 3Q17에는 컨테이너선사업부문이 성수기에 진입하면서 매출이 약 1,100억원을 상회할 것으로 예상되어 컨테이너선사업부문은 흑자 전환할 것으로 예상한다.

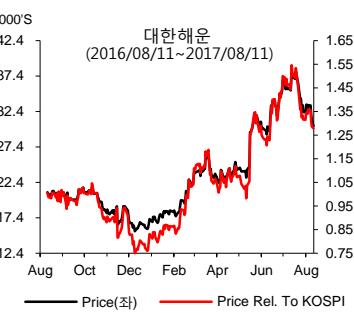
**Buy** (Maintain)

목표주가(12M)	47,000원
종가(2017/08/11)	30,300원

#### Stock Indicator

자본금	122십억원
발행주식수	2,443만주
시가총액	740십억원
외국인지분율	7.7%
배당금(2016)	-
EPS(2017E)	3,965원
BPS(2017E)	29,389원
ROE(2017E)	14.6%
52주 주가	15,500~38,050원
60일평균거래량	304,577주
60일평균거래대금	10.2십억원

#### Price Trend



## ■ 벌크선과 컨테이너선 모두 좋다. 3Q17 사상 최대 실적 예상

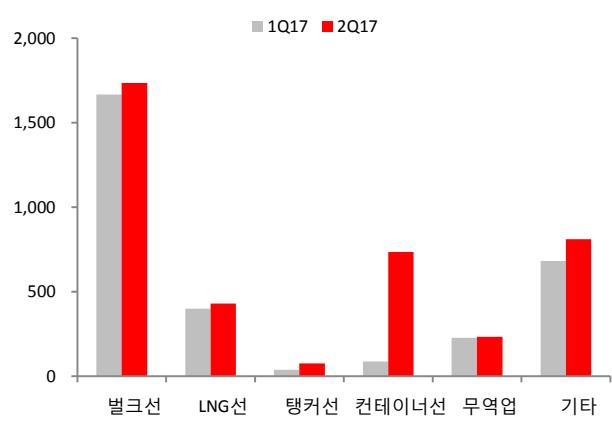
3Q17에는 매출 4,412억원(YoY +233.4%), 영업이익 476억원(YoY +454.8%)으로 사상최대 실적을 시현할 것으로 예상한다. 이는 1)벌크선사업부문이 운임 상승으로 영업이익이 QoQ 개선될 것으로 예상하고, 2)컨테이너선사업부문도 계절적 성수기 진입 및 미주노선 운기 반영으로 흑자전환할 것이며, 3)LNG선 사업부문에서 한국가스공사 매출이 온기 반영될 것이기 때문이다. 동사의 주가는 금년부터 늘어나는 벌크 전용선사업부문의 이익과 세계에서 가장 강력한 원가 경쟁력을 가지고 있는 SM상선의 가치를 아직 반영하지 못하고 있다는 판단이다. 이에 따라 동사에 대한 매수전략을 추천한다.

&lt;표 1&gt; 대한해운 2Q17 Review

	2Q16	1Q17	2Q17	증감률		컨센서스	
				YoY	QoQ	2Q17	대비
매출액	1,337	3,101	4,017	200.4%	29.5%	3,949	1.7%
영업이익	84	320	295	251.0%	-7.8%	295	0.1%

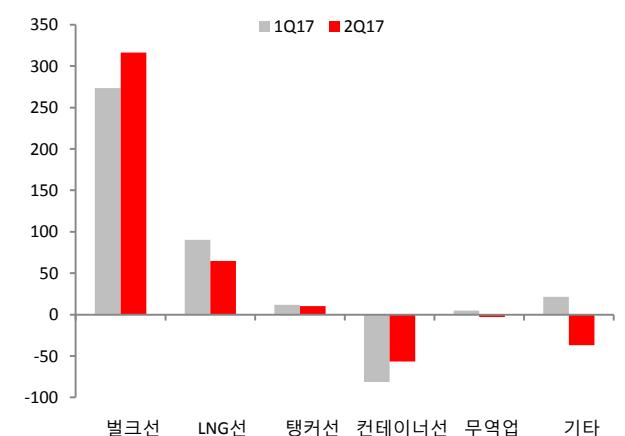
자료: Quantwise, 하이투자증권

&lt;그림 1&gt; 대한해운 사업부문별 매출 추이



자료: 대한해운, 하이투자증권

&lt;그림 2&gt; 대한해운 사업부문별 영업이익 추이



자료: 대한해운, 하이투자증권

## &lt;표 2&gt; 대한해운 실적추이 및 전망

(단위: 억원)

구 분	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	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	20,073
YoY	-21.1%	-2.1%	3.1%	31.5%	170.3%	200.4%	233.4%	166.3%	1.6%	192.0%	27.2%
벌크선	753	997	936	1,158	1,667	1,734	1,767	1,747	3,845	6,915	6,551
YoY	-16.4%	5.7%	11.2%	55.2%	121.2%	73.8%	88.8%	50.9%	12.0%	79.8%	-5.3%
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	7,319
YoY	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.0%	148.9%
<b>영업이익</b>	112	84	86	159	320	295	476	457	441	1,549	2,117
YoY	-65.9%	-61.3%	-47.7%	6.0%	185.5%	250.9%	454.8%	188.3%	-48.8%	251.4%	36.7%
영업이익률	9.8%	6.3%	6.5%	9.9%	10.3%	7.3%	10.8%	10.8%	8.2%	9.8%	10.5%
벌크선	30	55	43	106	274	316	327	323	234	1,240	1,251
OPM	4.0%	5.5%	4.6%	9.2%	16.4%	18.2%	18.5%	18.5%	6.1%	17.9%	19.1%
LNG선	69	16	27	60	90	65	81	94	173	331	368
OPM	22.7%	6.1%	9.7%	15.8%	22.6%	15.1%	16.0%	17.5%	14.1%	17.6%	18.1%
탱커선	2	3	-2	-1	12	10	10	10	2	42	91
OPM	10.5%	18.9%	-20.3%	-6.1%	31.1%	13.4%	13.0%	13.0%	3.4%	15.7%	30.0%
컨테이너	-	-	-	-	-81	-57	40	19	-	-78	384
OPM	-	-	-	-	-93.1%	-7.7%	3.5%	2.0%	-	-2.7%	5.3%

자료: 대한해운, 하이투자증권

&lt;표 3&gt; 대한해운 컨테이너선사업부문 매출 추정

	2Q17	3Q17E	4Q17E
평균환율(원/USD) 1130원/USD 가정	1,130	1,130	1,130
컨테이너선 매출(억원) (a) = (b) +(c)	734	1,147	971
아시아노선 매출(억원) (b)	147	147	147
미주노선 매출(억원) (c) = (d) * (f)	588	1,000	824
미주노선 운임(\$/FEU) (d)	1,348	1,483	1,348
미주노선 분기 항차 수 (e)	10	13	13
미주노선 분기 물동량(FEU) (f) = (e) * (g)	38,605	59,704	54,080
투입 컨테이너선 선복량(6,655TEU = 3,328FEU 가정) (g)	3,328	3,328	3,328
아시아 → 미주 노선 소석률 가정 (h)	80%	95%	85%
아시아 → 미주 노선 운반된 컨테이너 물동량(FEU) (i) = (g) * (h)	2,662	3,162	2,829
미주 → 아시아 노선 소석률 (j)	36%	43%	40%
미주 → 아시아 노선 운반된 컨테이너 물동량(FEU) (k) = (g) * (j)	1,198	1,431	1,331
1항차 당 컨테이너 1척이 운반하는 컨테이너 수(FEU) (l) = (i) +(k)	3,860	4,593	4,160

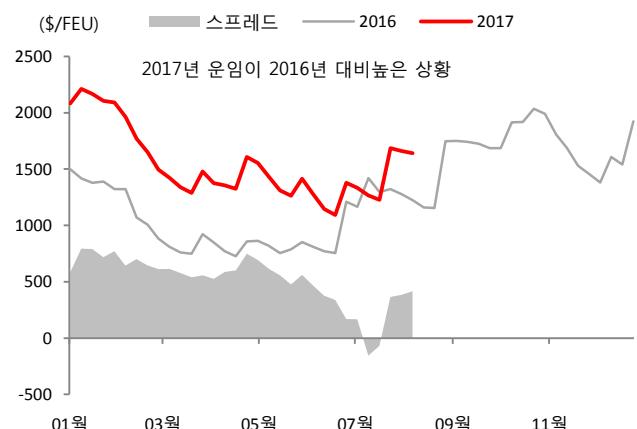
자료: 대한해운, 하이투자증권

&lt;그림 3&gt; BDI 및 분기평균 BDI 추이



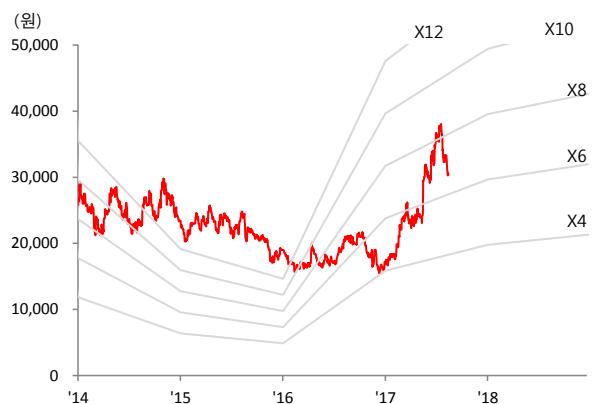
자료: Bloomberg, 하이투자증권

&lt;그림 4&gt; 미주노선 SCFI 운임 추이



자료: SSE, 하이투자증권

<그림 5> 대한해운 PER 밴드



자료: Quantwise 하이투자증권

<그림 6> 대한해운 PBR 밴드



자료: Quantwise 하이투자증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표		(단위:십억원)				포괄손익계산서		(단위:십억원%)			
		2016	2017E	2018E	2019E			2016	2017E	2018E	2019E
유동자산		379	468	539	609	매출액		540	1,578	2,007	2,457
현금 및 현금성자산		84	120	131	131	증가율(%)		1.6	192.0	27.2	224
단기금융자산		24	25	25	29	매출원가		477	1,332	1,679	2,079
매출채권		134	164	201	241	매출총이익		63	246	328	378
재고자산		94	114	136	162	판매비와관리비		19	91	117	140
비유동자산		1,826	2,247	2,232	2,250	연구개발비		-	-	-	-
유형자산		1,783	2,208	2,195	2,214	기타영업수익		-	-	-	-
무형자산		13	9	7	6	기타영업비용		-	-	-	-
자산총계		2,204	2,715	2,772	2,859	영업이익		44	155	212	238
유동부채		380	525	566	623	증가율(%)		-48.8	251.5	36.7	12.3
매입채무		71	208	265	325	영업이익률(%)		8.2	9.8	10.5	9.7
단기차입금		107	107	107	107	이자수익		1	1	1	1
유동성장기부채		150	150	123	105	이자비용		28	59	56	52
비유동부채		1,199	1,444	1,304	1,149	지분법이익(손실)		0	0	0	0
사채		-	-	-	-	기타영업외손익		20	18	0	0
장기차입금		1,136	1,381	1,241	1,086	세전계속사업이익		35	115	158	188
부채총계		1,578	1,969	1,870	1,771	법인세비용		4	10	16	17
지배주주지분		607	718	853	998	세전계속이익률(%)		6.5	7.3	7.9	7.7
자본금		122	122	122	122	당기순이익		31	105	142	171
자본잉여금		36	36	36	36	순이익률(%)		5.7	6.7	7.1	7.0
이의잉여금		140	237	358	488	지배주주귀속 순이익		30	97	121	130
기타자본항목		6	6	6	6	기타포괄이익		14	14	14	14
비지배주주지분		19	28	49	90	총포괄이익		45	120	156	186
자본총계		626	746	902	1,088	지배주주귀속총포괄이익		44	110	133	141

현금흐름표		(단위:십억원)				주요투자지표					
		2016	2017E	2018E	2019E			2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름		121	332	317	345	주당지표(원)					
당기순이익		31	105	142	171	EPS		1,220	3,965	4,943	5,333
유형자산감가상각비		83	105	138	136	BPS		24,834	29,389	34,922	40,844
무형자산상각비		1	4	2	1	CFPS		4,678	8,428	10,678	10,971
지분법관련손실(이익)		0	0	0	0	DPS		-	-	-	-
투자활동 현금흐름		-374	-504	-98	-131	Valuation(배)					
유형자산의 처분(취득)		-386	-530	-125	-155	PER		14.1	7.6	6.1	5.7
무형자산의 처분(취득)		0	-	-	-	PBR		0.7	1.0	0.9	0.7
금융상품의 증감		43	37	11	3	PCR		3.7	3.6	2.8	2.8
재무활동 현금흐름		277	216	83	88	EV/EBITDA		13.3	8.5	5.8	5.0
단기금융부채의증감		76	-	-28	-18	Key Financial Ratio(%)					
장기금융부채의증감		245	-140	-155	-150	ROE		5.1	14.6	15.4	14.1
자본의증감		-	-	-	-	EBITDA 이익률		23.8	16.7	17.5	15.3
배당금지급		-	-	-	-	부채비율		252.1	264.1	207.2	162.8
현금및현금성자산의증감		28	36	11	-1	순부채비율		205.2	200.2	145.7	104.6
기초현금및현금성자산		56	84	120	131	매출채권회전율(x)		5.9	10.6	11.0	11.1
기말현금및현금성자산		84	120	131	131	재고자산회전율(x)		8.3	15.2	16.1	16.5

자료 : 대한해운, 하이투자증권 리서치센터

## 주가와 목표주가와의 추이



## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

의견제시일자	투자의견	목표주가
2017-07-17	Buy	47,000
2017-05-16	Buy	37,000
2016-07-19	Buy	27,000
2016-01-19	Buy	24,000
2015-11-23	Buy	28,000

## 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-mail 등을 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 돋기 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(매수): 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 투자비율 등급 공시 2017-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	89.2 %	10.8 %	-