



BUY(Maintain)

목표주가: 26,000원

주가(01/12): 17,850원

시가총액: 5,130억원

조선/운송/여행

Analyst 조병희

02) 3787-5129 bhcho@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (01/12)		2,087.14p
52 주 주가동향	21,700원	15,500원
최고/최저가 대비	-17.74%	15.16%
등락률	절대	상대
수익률	12.3%	9.0%
1M	0.3%	-4.3%
6M	-1.4%	-10.7%
1Y	21,700원	15,500원

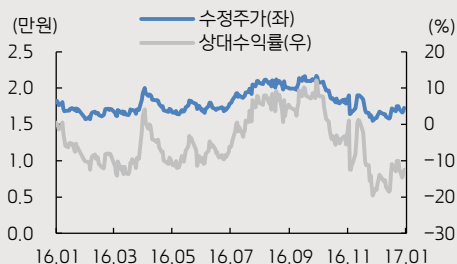
Company Data

발행주식수	24,427천주
일평균 거래량(3M)	194천주
외국인 지분율	7.83%
배당수익률(16E)	0.00%
BPS(16E)	24,236원
주요 주주	티케이케미칼 외 4인
	50.19%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	5,317	5,264	6,461	7,207
보고영업이익	860	426	561	667
핵심영업이익	860	426	561	667
EBITDA	1,693	1,204	1,405	1,512
세전이익	404	350	475	572
순이익	395	304	414	498
지배주주지분순이익	389	288	391	470
EPS(원)	1,594	1,180	1,601	1,925
증감률(%YoY)	-46.1	-26.0	35.6	20.3
PER(배)	11.9	16.1	11.9	9.9
PBR(배)	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	7.6	11.6	9.7	8.7
보고영업이익률(%)	16.2	8.1	8.7	9.3
핵심영업이익률(%)	16.2	8.1	8.7	9.3
ROE(%)	7.4	5.2	6.7	7.5
순부채비율(%)	143.5	150.7	136.4	120.4

Price Trend



대한해운 (005880)

늘어나는 전용선, 정상화되는 수익성



전용선 계약 갱신과 LNG 선박 운항 차질, 낮은 BDI지수 등으로 부진하던 대한해운의 영업이익은 4Q 144억원을 기록, 회복이 예상됩니다. 아직 벌크 시황에 대한 불확실성은 남아 있지만 전용선대가 16년 1Q 21척에서 27척까지 늘어났고 17년에도 추가 투입이 예정되어 있어 수익성 정상화가 기대됩니다. 또한 지난 해 인수한 대한상선의 외형과 이익 기여도 17년부터 본격화 될 전망입니다.

>>> 4Q 영업이익 144억원, 의미 있는 회복

지난 4Q 대한해운은 IFRS 연결 기준 매출액 1,455억원(YoY 기준 +20.0%), 영업이익 144억원(-3.5%)을 기록했을 전망이다. 영업이익 규모가 14~15년에 비해 큰 폭으로 감소했었던 지난 2,3분기에 비해 의미 있는 회복이 나타났다는 점이 주요 포인트가 될 것임. 전용선 중심의 사업 구조를 가지고 있지만 부정기 사선 6척을 가지고 있어 BDI지수 반등 효과도 더해졌고, 전용선 선박수도 지난 1분기를 저점으로 늘어나며 외형과 이익 성장으로 반영되는 것으로 해석됨.

>>> 이익 감소 요인 마무리, 전용선 확대와 시황 반등

전용선 계약이 안정적 수익을 발생시키는 것은 사실이지만 과거에 비해 수익성이 낮아지고 있는 것은 사실임. 실제 대한해운 전용선 규모는 14년 수준을 이미 상회하고 있지만 과거 계약 선박이 만료되고 신규 계약 선박이 투입되는 과정에서 이익 규모가 감소했음. 여기에 고수익을 제공하던 LNG선박도 지역 분쟁 장기화 영향이 부담 요인이었지만 대체 노선 투입을 통해 추가로 악화되지는 않고 있음. 또한 BDI 지수가 지난 2월 사상 최저인 290 기록 이후 반등하고 있는 것도 수익으로 연결되고 있음. 따라서 16년을 저점으로 영업이익 개선은 무난히 진행될 전망이다.

>>> SM상선 우려보다 대한상선 인수 효과 기대

컨테이너 해운업은 일정 규모의 선대를 구축해서 해당 노선에 대한 지속적인 서비스를 제공해야 한다는 점에서 1~2회 spot 운항이 가능한 벌크 해운업과는 큰 차이를 가지고 있어 한진해운 노선 인수를 통한 컨테이너 사업 진출 발표 이후 주가는 조정을 받았음. 하지만 지난 주주총회 결과에 따라 SM그룹의 컨테이너 사업 진출은 변함없지만 대한해운의 역할은 직접 수행이 아닌 일부 지분 참여 수준으로 축소 가능성이 높아 대한해운 주가에는 긍정적으로 작용할 것임. 대한해운의 전용선은 16년 1Q 21척에서 16년 말 27척으로 늘어났고, 17년 말에는 32척까지 늘어날 계획이고, 기존 계약이 만료되는 선박도 없어 수익성 악화 가능성은 제한적임. 여기에 스팟 시장에 투입되는 6척의 사선을 통해 시황 개선에도 대응할 수 있고, 대한상선(전 삼선로직스) 인수 효과도 17년 본격화될 전망이다. 대한상선은 11척의 전용선을 운항하고 있고, 법정관리를 거쳤기 때문에 추가 부실 발생 가능성보다는 사업 안정화에 따른 대한해운으로의 이익 기여가 크게 나타날 전망이다. 따라서 안정성이 회복됐고, 시황 개선 기대감도 남아 있다는 점에서 투자자의견 'BUY'와 목표주가 '26,000원'을 제시함.

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	5,803	5,317	5,264	6,461	7,207
매출원가	4,728	4,285	4,648	5,673	6,286
매출총이익	1,075	1,032	616	788	920
판매비및일반관리비	92	171	190	227	254
영업이익(보고)	983	860	426	561	667
영업이익(핵심)	983	860	426	561	667
영업외손익	-440	-456	-77	-85	-95
이자수익	16	13	2	0	0
배당금수익	1	1	0	0	0
외환이익	42	42	5	0	0
이자비용	554	306	54	0	0
외환손실	0	22	61	0	0
관계기업지분손익	1	-1	2	0	0
투자및기타자산처분손익	74	-107	-96	0	0
금융상품평가및기타금융이익	47	-2	148	0	0
기타	-68	-75	-24	-85	-95
법인세차감전이익	543	404	350	475	572
법인세비용	-176	9	45	62	74
유효법인세율 (%)	-32.4%	2.2%	13.0%	13.0%	13.0%
당기순이익	719	395	304	414	498
지배주주지분순이익(억원)	717	389	288	391	470
EBITDA	1,842	1,693	1,204	1,405	1,512
현금순이익(Cash Earnings)	1,578	1,229	1,082	1,258	1,343
수정당기순이익	558	502	264	414	498
증감율(% YoY)					
매출액	8.4	-8.4	-1.0	22.7	11.5
영업이익(보고)	-3.1	-12.5	-50.4	31.5	19.0
영업이익(핵심)	-3.1	-12.5	-50.4	31.5	19.0
EBITDA	-5.1	-8.1	-28.9	16.7	7.6
지배주주지분 당기순이익	-81.3	-45.7	-25.9	35.6	20.3
EPS	-90.9	-46.1	-26.0	35.6	20.3
수정순이익	N/A	-10.1	-47.3	56.4	20.3

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	1,750	1,383	1,213	1,163	1,283
당기순이익	719	395	304	414	498
감가상각비	844	812	765	837	840
무형자산상각비	16	21	13	8	5
외환손익	-37	-42	55	0	0
자산처분손익	74	160	96	0	0
지분법손익	-1	1	-2	0	0
영업활동자산부채 증감	164	-155	39	-95	-59
기타	-28	191	-57	0	0
투자활동현금흐름	-1,068	-2,513	-2,105	-938	-928
투자자산의 처분	27	30	1	-27	-17
유형자산의 처분	0	325	0	0	0
유형자산의 취득	-1,099	-2,872	-2,000	-900	-900
무형자산의 처분	0	-6	0	0	0
기타	3	10	-106	-11	-11
재무활동현금흐름	-894	1,138	1,026	44	61
단기차입금의 증가	-581	-1,330	0	0	0
장기차입금의 증가	438	1,680	1,000	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-750	788	26	44	61
현금및현금성자산의순증가	-307	141	134	270	416
기초현금및현금성자산	730	423	564	698	968
기말현금및현금성자산	423	564	698	968	1,384
Gross Cash Flow	1,586	1,537	1,174	1,258	1,343
Op Free Cash Flow	1,226	-1,359	-860	274	391

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	1,721	1,678	1,767	2,280	2,847
현금및현금성자산	423	564	698	968	1,384
유동금융자산	120	87	86	106	118
매출채권및유동채권	889	660	619	760	848
재고자산	289	367	363	446	498
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	11,286	13,501	14,737	14,811	14,883
장기매출채권및기타비유동채권	89	5	5	6	6
투자자산	69	69	72	80	84
유형자산	10,896	13,198	14,433	14,496	14,556
무형자산	46	33	20	12	8
기타비유동자산	187	197	207	218	229
자산총계	13,007	15,179	16,503	17,091	17,730
유동부채	2,643	2,389	2,383	2,513	2,594
매입채무및기타유동채무	643	571	566	694	774
단기차입금	275	514	514	514	514
유동성장기차입금	1,717	1,300	1,300	1,300	1,300
기타유동부채	8	4	4	4	5
비유동부채	5,375	7,096	8,122	8,167	8,227
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	5,043	7,006	8,006	8,006	8,006
기타비유동부채	332	90	116	160	221
부채총계	8,018	9,486	10,506	10,679	10,821
자본금	1,221	1,221	1,221	1,221	1,221
주식발행초과금	305	310	310	310	310
이익잉여금	717	1,106	1,395	1,786	2,256
기타자본	2,689	2,994	2,994	2,994	2,994
지배주주지분자본총계	4,932	5,632	5,920	6,311	6,781
비지배주주지분자본총계	57	62	78	100	128
자본총계	4,989	5,694	5,998	6,412	6,909
순차입금	6,493	8,170	9,037	8,747	8,319
총차입금	7,035	8,821	9,821	9,821	9,821

투자지표

(단위: 원, 배, %)

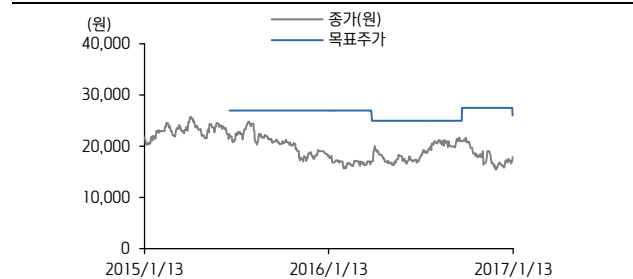
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	2,958	1,594	1,180	1,601	1,925
BPS	20,199	23,056	24,236	25,837	27,762
주당EBITDA	7,597	6,934	4,931	5,752	6,190
CFPS	6,508	5,031	4,430	5,151	5,497
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	7.9	11.9	16.1	11.9	9.9
PBR	1.2	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	6.6	7.6	11.6	9.7	8.7
PCFR	3.6	3.8	4.3	3.7	3.5
수익성(%)					
영업이익률(보고)	16.9	16.2	8.1	8.7	9.3
영업이익률(핵심)	16.9	16.2	8.1	8.7	9.3
EBITDA margin	31.7	31.8	22.9	21.7	21.0
순이익률	12.4	7.4	5.8	6.4	6.9
자기자본이익률(ROE)	15.9	7.4	5.2	6.7	7.5
투자자본이익률(ROIC)	11.4	6.7	2.3	2.8	3.4
안정성(%)					
부채비율	160.7	166.6	175.2	166.6	156.6
순차입금비율	130.1	143.5	150.7	136.4	120.4
이자보상배율(배)	1.8	2.8	7.9	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	6.5	6.9	8.2	9.4	9.0
재고자산회전율	21.1	16.2	14.4	16.0	15.3
매입채무회전율	10.1	8.8	9.3	10.3	9.8

- 당사는 01월 12일 현재 '대한해운' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 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.

투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
대한해운(005880)	2015/07/01	BUY(Initiate)	27,000원
	2015/10/13	BUY(Maintain)	27,000원
	2016/04/08	BUY(Maintain)	25,000원
	2016/10/05	BUY(Maintain)	27,500원
	2017/01/13	BUY(Maintain)	26,000원

목표주가 추이



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비+20%이상주가상승예상
Outperform(시장수익률상회)	시장대비+10~+20%주가상승예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비+10~-10%주가변동예상
Underperform(시장수익률하회)	시장대비-10~-20%주가하락예상
Sell(매도)	시장대비-20%이하주가하락예상

업종	적용 기준(6개월)
Overweight(비중확대)	시장대비+10%이상초과수익예상
Neutral(중립)	시장대비+10~-10%변동예상
Underweight(비중축소)	시장대비-10%이상초과하락예상

투자등급 비율 통계 (2016/01/01~2016/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	175	95.15%
중립	7	3.85%
매도	0	0.00%