



BUY(Maintain)

목표주가: 31,500원

주가(05/15): 24,650원

시가총액: 6,021억원

조선/운송/여행

Analyst 조병희

02) 3787-5129 bhcho@kiwoom.com

RA 이창희

02) 5105-9767 jaydenlee@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (05/15)		2,290.65p
52 주 주가동향	26,200원	15,500원
최고/최저가 대비	-7.63%	56.13%
등락률	절대	상대
수익률	4.3%	-2.9%
1M	35.6%	17.7%
6M	43.2%	23.9%
1Y	26,200원	15,500원

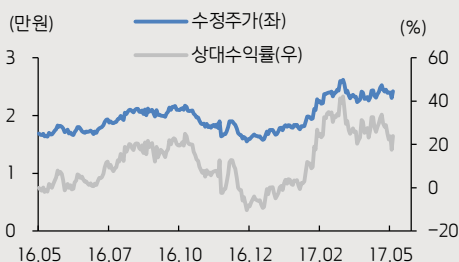
Company Data

발행주식수	24,427천주
일평균 거래량(3M)	282천주
외국인 지분율	7.30%
배당수익률(17E)	0.00%
BPS(17E)	31,207원
주요 주주	티케이케미칼 외 15인
	50.20%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	5,403	13,306	14,324	14,819
보고영업이익	441	1,287	1,352	1,352
핵심영업이익	441	1,287	1,352	1,352
EBITDA	1,285	2,093	2,160	2,164
세전이익	351	1,710	1,977	2,016
순이익	308	1,553	1,795	1,831
지배주주지분순이익	298	1,557	1,799	1,835
EPS(원)	1,220	6,374	7,367	7,513
증감률(%YoY)	-23.5	422.4	15.6	2.0
PER(배)	14.1	2.7	2.3	2.3
PBR(배)	0.7	0.6	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	13.6	7.9	6.9	6.1
보고영업이익률(%)	8.2	9.7	9.4	9.1
핵심영업이익률(%)	8.2	9.7	9.4	9.1
ROE(%)	5.2	22.1	20.6	17.4
순부채비율(%)	209.1	157.0	111.4	79.0

Price Trend



대한해운 (005880)

대한상선 효과로 벌크 부문 이익 확대



1분기 대한해운은 대한상선과 SM상선 인수 효과가 나타나며 매출이 크게 증가했고 벌크 부문 개선으로 영업이익은 더 크게 증가했습니다. 대한해운의 전용선대는 2분기에도 추가로 투입될 예정이어서 이익 개선 추세는 하반기까지 이어질 전망입니다. SM상선은 적자를 기록하기는 했지만 3월부터 사업을 시작했고, 운임도 지난해보다 높은 수준에 머무르고 있어 크게 우려할 상황은 아니라고 판단됩니다.

>>> 1Q 영업이익 320억원, 예상치 큰 폭 상회

지난 1Q 대한해운은 IFRS 연결 기준 매출액 3,101억원(YoY 기준 +170.3%), 영업이익 320억원(+185.5%), 당기순이익 294억원(+347.5%)을 발표했음. 대한상선과 SM상선이 처음으로 연결 법인으로 포함되었다는 점을 고려해도 시장 기대치를 크게 상회하는 실적으로 판단함. 별도 기준 대한해운이 유가 상승과 원유운반선 1척 신규 투입, 그리고 BDI지수 상승에 따른 사선 손익 개선이 나타났고, 대한상선이 120억원이 넘는 영업이익을 달성했음. 관심을 모으고 있는 SM상선은 70억원의 적자를 기록했는데 3월 8일 영업을 처음 시작했다는 점에서 향후 적자폭은 좀 더 지켜볼 필요가 있겠음.

>>> 시황 개선과 무관하게 공급은 제한적 증가 불가피

지난 1분기 BDI지수는 961에서 시작한 이후 1,338까지 급반등 이후 1,014에 머무르고 있음. 또한 케이프 급 선박 운임에 가장 큰 영향을 주는 철광석 가격도 톤당 500 위안에서 645 위안까지 급등한 이후 460 위안까지 하락한 상황임. 우리는 BDI지수가 단기 급등에 따른 조정 국면이며 추가 상승 가능성이 높다고 판단함. 철광석과 석탄, 곡물 등 물동량 변동성은 계속되겠지만 수년간 이어진 저운임 시황으로 벌크 선사들이 신조 발주에 소극적이었다는 점에서 선박 해체가 지연되는 점을 제외하면 향후 시황 개선과 무관하게 공급 증가 가능성이 낮기 때문임.

>>> 대한상선 인수와 함께 벌크 선대 규모 확대

대한해운은 지난 해 국제 유가 급락과 기존 장기 운송 계약 만료 등이 겹치며 아쉬운 실적이 이어졌음. 하지만 금년부터는 장기 운송 계약 투입 선박이 다시 증가하고 있어 외형과 수익 모두 동시 증가가 무난할 전망이다. 여기에 대한상선(전 삼선로직스)의 연결 효과도 주목해야 할 것임. 대한상선도 법정관리 탈피 이후 대한해운이 경험한 것처럼 기존 운송 계약이 18년부터 일부 만료되는 영향이 나타날 수 있음. 하지만 재무구조가 건전한 대한해운으로 인수됨에 따라 신규 운송 계약 입찰에 다시 적극적으로 참여가 가능할 것이라 점에서 만료 이후 다시 신규 계약 증가가 가능할 것으로 기대함. 또한 기존 벌크업이 아니라 신규 컨테이너업 진출에 따른 우려가 있었던 SM상선도 사업 초기 불확실성이 남아있고 빠른 수익 창출도 쉽지 않겠지만 아시아-미주 노선 SCFI지수가 FEU당 1,432달러로 지난 해 대비 75%나 높은 수준을 기록하는 등 컨테이너 선사들의 경쟁이 추가로 심화되고 있지는 않다는 점은 긍정적이라고 판단함. 따라서 목표주가를 '31,500원'으로 상향 조정하고 투자의견 'BUY'를 유지함.

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	5,317	5,403	13,306	14,324	14,819
매출원가	4,285	4,775	11,349	12,194	12,567
매출총이익	1,032	629	1,957	2,130	2,252
판매비및일반관리비	171	188	670	779	900
영업이익(보고)	860	441	1,287	1,352	1,352
영업이익(핵심)	860	441	1,287	1,352	1,352
영업외손익	-456	-90	424	625	664
이자수익	13	8	52	70	74
배당금수익	1	1	4	6	6
외환이익	42	91	0	0	0
이자비용	306	279	454	454	454
외환손실	22	0	82	0	0
관계기업지분손익	-1	1	2	0	0
투자및기타자산처분손익	-107	-97	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-2	19	0	0	0
기타	-75	166	900	1,003	1,037
법인세차감전이익	404	351	1,710	1,977	2,016
법인세비용	9	43	157	181	185
유효법인세율 (%)	2.2%	12.3%	9.2%	9.2%	9.2%
당기순이익	395	308	1,553	1,795	1,831
지배주주지분순이익(억원)	389	298	1,557	1,799	1,835
EBITDA	1,693	1,285	2,093	2,160	2,164
현금순이익(Cash Earnings)	1,229	1,153	2,359	2,604	2,643
수정당기순이익	502	377	1,553	1,795	1,831
증감율(% YoY)					
매출액	-8.4	1.6	146.3	7.6	3.5
영업이익(보고)	-12.5	-48.8	192.0	5.0	0.1
영업이익(핵심)	-12.5	-48.8	192.0	5.0	0.1
EBITDA	-8.1	-24.1	62.8	3.2	0.2
지배주주지분 당기순이익	-45.7	-23.4	422.4	15.6	2.0
EPS	-46.1	-23.5	422.4	15.6	2.0
수정순이익	-10.1	-25.0	312.5	15.6	2.0

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,678	3,786	7,172	9,137	11,002
현금및현금성자산	564	844	1,322	2,839	4,487
유동금융자산	87	238	587	632	654
매출채권및유동채권	660	1,768	2,957	3,183	3,293
재고자산	367	935	2,304	2,480	2,566
기타유동비금융자산	0	1	3	3	3
비유동자산	13,501	18,258	18,441	18,550	18,652
장기매출채권및기타비유동채권	5	19	47	51	53
투자자산	69	75	133	144	154
유형자산	13,198	17,833	17,940	18,042	18,140
무형자산	33	131	118	107	98
기타비유동자산	197	199	202	205	207
자산총계	15,179	22,045	25,613	27,686	29,654
유동부채	2,389	3,799	5,011	5,179	5,261
매입채무및기타유동채무	571	1,096	2,699	2,905	3,006
단기차입금	514	1,067	1,067	1,067	1,067
유동성장기차입금	1,479	1,748	1,748	1,748	1,748
기타유동부채	-175	-112	-502	-540	-559
비유동부채	7,096	11,986	12,788	12,898	12,953
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	7,006	11,360	11,360	11,360	11,360
기타비유동부채	90	626	1,428	1,538	1,593
부채총계	9,486	15,784	17,799	18,077	18,214
자본금	1,221	1,221	1,221	1,221	1,221
주식발행초과금	310	310	310	310	310
이익잉여금	1,106	1,404	2,961	4,761	6,596
기타자본	2,994	3,130	3,130	3,130	3,130
지배주주지분자본총계	5,632	6,066	7,623	9,422	11,257
비지배주주지분자본총계	62	194	191	187	183
자본총계	5,694	6,260	7,814	9,609	11,440
순차입금	8,348	13,093	12,266	10,704	9,034
총차입금	8,999	14,175	14,175	14,175	14,175

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	1,383	1,130	982	2,361	2,521
당기순이익	395	308	1,553	1,795	1,831
감가상각비	812	830	793	798	802
무형자산상각비	21	15	13	11	9
외환손익	-42	-90	82	0	0
자산처분손익	160	246	0	0	0
지분법손익	1	-1	-2	0	0
영업활동자산부채 증감	-155	-112	-1,375	-238	-116
기타	191	-66	-83	-4	-6
투자활동현금흐름	-2,513	-3,666	-1,306	-955	-928
투자자산의 처분	30	8	-403	-52	-25
유형자산의 처분	325	427	0	0	0
유형자산의 취득	-2,872	-4,287	-900	-900	-900
무형자산의 처분	-6	-1	0	0	0
기타	10	186	-3	-3	-3
재무활동현금흐름	1,138	2,773	802	110	55
단기차입금의 증가	-1,330	-1,038	0	0	0
장기차입금의 증가	1,680	1,801	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	788	2,010	802	110	55
현금및현금성자산의순증가	141	280	478	1,517	1,648
기초현금및현금성자산	423	564	844	1,322	2,839
기말현금및현금성자산	564	844	1,322	2,839	4,487
Gross Cash Flow	1,537	1,242	2,357	2,600	2,637
Op Free Cash Flow	-1,359	-3,168	-494	695	821

투자지표

(단위: 원, 배, %)

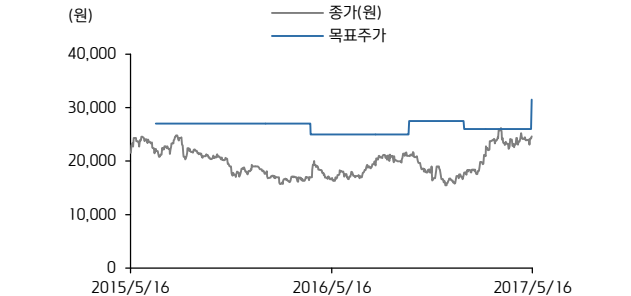
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	1,594	1,220	6,374	7,367	7,513
BPS	23,056	24,834	31,207	38,574	46,087
주당EBITDA	6,934	5,262	8,567	8,844	8,859
CFPS	5,031	4,719	9,658	10,661	10,819
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	11.9	14.1	2.7	2.3	2.3
PBR	0.8	0.7	0.6	0.4	0.4
EV/EBITDA	7.7	13.6	7.9	6.9	6.1
PCFR	3.8	3.6	1.8	1.6	1.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	16.2	8.2	9.7	9.4	9.1
영업이익률(핵심)	16.2	8.2	9.7	9.4	9.1
EBITDA margin	31.8	23.8	15.7	15.1	14.6
순이익률	7.4	5.7	11.7	12.5	12.4
자기자본이익률(ROE)	7.4	5.2	22.1	20.6	17.4
투자자본이익률(ROIC)	6.6	2.3	4.8	4.8	4.8
안정성(%)					
부채비율	166.6	252.1	227.8	188.1	159.2
순차입금비율	146.6	209.1	157.0	111.4	79.0
이자보상배율(배)	2.8	1.6	2.8	3.0	3.0
활동성(배)					
매출채권회전율	6.9	4.5	5.6	4.7	4.6
재고자산회전율	16.2	8.3	8.2	6.0	5.9
매입채무회전율	8.8	6.5	7.0	5.1	5.0

- 당사는 05월 15일 현재 '대한해운' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 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
	2017/05/16	BUY(Maintain)	31,500원

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 (2016/04/01~2017/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	183	96.32%
중립	7	3.68%
매도	0	0.00%