



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) | | |
|---------------|---------|-----------|
| 52주 주가동향 | 26,200원 | 2,290.65p |
| 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 | | |
|-------------|--------------|--------|
| 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

 실적 Review

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 지난해보다는 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%)를 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 가능성성이 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 가능성성이 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 전망임. 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 것이란 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 |
| 판매비 및 일반관리비 | 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 |
| 관계기업지분법손익 | -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, %)

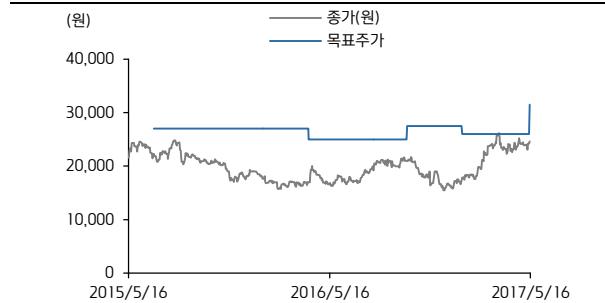
| 12월 결산, IFRS 연결 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 1,594 | 1,220 | 6,374 | 7,367 | 7,513 |
| BPS | 23,056 | 24,834 | 31,207 | 38,574 | 46,087 |
| 주당EBITDA | 6,934 | 5,262 | 8,567 | 8,844 | 8,859 |
| 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 |
| 투하자본이익률(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 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 간접없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 변동내역(2개년)

| 종목명 | 일자 | 투자의견 | 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



투자의견 및 적용기준

| 기업 | 적용기준(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 | 적용기준(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% |