



BUY(Maintain)

목표주가: 37,000원
 주가(08/14): 30,550원
 시가총액: 7,462억원

조선/운송/여행

Analyst 조병희

02) 3787-5129 bhcho@kiwoom.com

RA 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (08/14)	2,334.22pt
52주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	38,050원
등락률	-19.71%
수익률	절대 상대
1M	-18.0%
6M	55.1%
1Y	47.6%
	-15.2%
	37.8%
	29.6%

Company Data

발행주식수	24,427천주
일평균 거래량(3M)	303천주
외국인 지분율	7.83%
배당수익률(17E)	0.00%
BPS(17E)	28,752원
주요 주주	티케이케미칼 외 4인
	50.20%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	5,403	15,305	18,426	20,188
보고영업이익	441	1,286	1,584	1,759
핵심영업이익	441	1,286	1,584	1,759
EBITDA	1,285	2,092	2,393	2,570
세전이익	351	1,029	1,190	1,327
순이익	308	991	1,164	1,297
지배주주지분순이익	298	957	1,164	1,297
EPS(원)	1,220	3,918	4,765	5,312
증감률(%YoY)	-23.5	221.2	21.6	11.5
PER(배)	14.1	4.4	3.6	3.2
PBR(배)	0.7	0.6	0.5	0.4
EV/EBITDA(배)	13.6	8.3	7.0	6.1
보고영업이익률(%)	8.2	8.4	8.6	8.7
핵심영업이익률(%)	8.2	8.4	8.6	8.7
ROE(%)	5.2	14.7	14.9	14.3
순부채비율(%)	209.1	180.8	148.2	118.5

Price Trend

 실적 Review

대한해운 (005880)

전용선의 안정성에 시황 개선 효과가 더해진다



대한해운은 지난 2분기에도 대한상선과 SM상선 등 신규 편입된 자회사들의 매출 및 이익 기여 효과가 반영됐습니다. SM상선은 화주들과의 신뢰 구축을 위한 시간이 좀 더 필요할 전망이지만 대한해운과 대한상선 등 벌크 선사는 전용선 계약을 통한 안정적 영업이익 기반에 제한적 공급 증가와 중국 수요 급증이 spot 운임 상승으로 연결되고 있어 추가적인 이익 개선도 가능할 전망입니다.

>>> 2Q 영업이익 295억원, 계속되는 대한상선과 SM상선 효과

지난 2Q 대한해운은 IFRS 연결 기준 매출액 4,017억원(YoY 기준 +200.4%), 영업 이익 295억원(+251.0%), 당기순이익 211억원(+269.3%)를 기록했음. 매출 증가는 지난 1분기부터 반영되기 시작한 대한상선과 SM상선 등 신규 편입 자회사 효과로 판단되며, 영업이익은 SM상선이 본격적인 운항을 시작하며 매출은 증가했지만 영업 적자가 시장 우려와 달리 크게 확대되지 않은 반면 대한해운과 대한상선 등 벌크 부문이 꾸준한 이익을 창출한 영향이 반영된 것으로 판단됨.

>>> 대한해운과 대한상선으로부터 안정적 수익 창출

국제 유가와 운임 등 변동성이 높은 외부 변수에 노출되어 있는 Spot 영업보다 안정성이 높은 전용선 사업에 무게를 두고 있는 대한해운과 대한상선의 영업이익은 하반기에도 꾸준히 유지될 것으로 전망함. 특히 대한해운의 건화물 전용선 계약은 짧게는 5년부터 20년까지 이어지는 계약들이어서 각종 비용 상승이 수익성에 미치는 부정적 영향이 크지 않다는 점이 장점이 될 것임. 또한 수익성 개선을 위해 부정 기선에 투입할 2척의 벌크선도 내년에 인도될 예정임. 최근 벌크 시황은 수년간의 신조선 발주 공백으로 공급 증가 여력이 제한적인 가운데 철광석을 비롯한 원자재 수요는 꾸준히 증가하며 BDI지수가 계절적 비수기에도 상승세를 유지하고 있어 전용선 계약이 체결되지 않은 사선 부문에서 추가적인 이익 기여가 기대됨.

>>> 컨테이너 해운업은 신뢰 구축까지 시간이 필요

금년부터 운항을 시작한 SM상선은 아직 적자가 이어지고 있음. 한진해운 사태 이전에도 대형 선사 중심이었던 컨테이너 업계는 이후 대형 선사들이 중형급 선사들을 흡수하는 형태의 M&A가 더욱 가속화되며 선복량 기준 2%가 넘는 점유율을 가진 선사가 10개 이내로 재편되고 있는 상황임. SM상선은 알파라이너 기준 48,315TEU의 선복량으로 30위 수준에 머무르고 있어 대형 선사들과 규모의 경쟁은 사실상 불가능하지만 저시황 시기에 선대를 구축한 결과로 컨테이너 선박 원가 측면에서 경쟁력은 확보된 것으로 추정됨. 다만 컨테이너 화물은 화주가 다양하고 해당 노선 운항 정시성에 대한 신뢰 구축이 필요한 만큼 수익 창출로 연결되기 까지는 좀 더 시간이 필요할 것으로 전망됨. 결국 컨테이너선 부문은 빠른 개선이 쉽지 않겠지만 벌크선 부문이 기존 전용선대의 안정성에 시황 개선에 따른 부정기 사선의 추가적인 이익 기여가 기대된다는 점에서 투자의견 'BUY'를 유지하고 목표주가를 '37,000 원'으로 상향 조정함.

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	5,317	5,403	15,305	18,426	20,188
매출원가	4,285	4,775	13,106	15,702	17,150
매출총이익	1,032	629	2,200	2,724	3,038
판매비 및 일반관리비	171	188	914	1,139	1,279
영업이익(보고)	860	441	1,286	1,584	1,759
영업이익(핵심)	860	441	1,286	1,584	1,759
영업외손익	-456	-90	-257	-394	-432
이자수익	13	8	0	0	0
배당금수익	1	1	0	0	0
외환이익	42	91	0	0	0
이자비용	306	279	0	0	0
외환손실	22	0	82	0	0
관계기입지분법손익	-1	1	2	0	0
투자및기타자산처분손익	-107	-97	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-2	19	114	0	0
기타	-75	166	-292	-394	-432
법인세차감전이익	404	351	1,029	1,190	1,327
법인세비용	9	43	38	26	29
유효법인세율 (%)	2.2%	12.3%	3.7%	2.2%	2.2%
당기순이익	395	308	991	1,164	1,297
지배주주지분순이익(억원)	389	298	957	1,164	1,297
EBITDA	1,693	1,285	2,092	2,393	2,570
현금순이익(Cash Earnings)	1,229	1,153	1,797	1,973	2,109
수정당기순이익	502	377	904	1,164	1,297
증감율(% YoY)					
매출액	-8.4	1.6	183.3	20.4	9.6
영업이익(보고)	-12.5	-48.8	191.9	23.2	11.0
영업이익(핵심)	-12.5	-48.8	191.9	23.2	11.0
EBITDA	-8.1	-24.1	62.8	14.4	7.4
지배주주지분 당기순이익	-45.7	-23.4	221.2	21.6	11.5
EPS	-46.1	-23.5	221.2	21.6	11.5
수정순이익	-10.1	-25.0	140.1	28.7	11.5

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,678	3,786	7,118	8,991	10,652
현금및현금성자산	564	844	389	889	1,775
유동금융자산	87	238	675	813	890
매출채권및유동채권	660	1,768	3,401	4,095	4,486
재고자산	367	935	2,650	3,190	3,495
기타유동비금융자산	0	1	3	4	5
비유동자산	13,501	18,258	18,462	18,588	18,698
장기매출채권및기타비유동채권	5	19	55	66	72
투자자산	69	75	146	168	180
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	25,580	27,579	29,349
유동부채	2,389	3,799	5,342	5,857	6,148
매입채무및기타유동채무	571	1,096	3,104	3,737	4,095
단기차입금	514	1,067	1,067	1,067	1,067
유동성장기차입금	1,479	1,748	1,748	1,748	1,748
기타유동부채	-175	-112	-577	-695	-762
비유동부채	7,096	11,986	12,987	13,307	13,489
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	7,006	11,360	11,360	11,360	11,360
기타비유동부채	90	626	1,627	1,947	2,129
부채총계	9,486	15,784	18,329	19,164	19,637
자본금	1,221	1,221	1,221	1,221	1,221
주식발행초과금	310	310	310	310	310
이익잉여금	1,106	1,404	2,362	3,526	4,823
기타자본	2,994	3,130	3,130	3,130	3,130
지배주주지분자본총계	5,632	6,066	7,023	8,187	9,485
비지배주주지분자본총계	62	194	228	228	228
자본총계	5,694	6,260	7,251	8,415	9,713
순차입금	8,348	13,093	13,111	12,473	11,509
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	-49	1,242	1,697
당기순이익	395	308	991	1,164	1,297
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	-1,843	-730	-413
기타	191	-66	-83	0	0
투자활동현금흐름	-2,513	-3,666	-1,407	-1,062	-993
투자자산의 처분	30	8	-505	-159	-90
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	-2	-3	-3
재무활동현금흐름	1,138	2,773	1,002	320	182
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	1,002	320	182
현금및현금성자산의순증가	141	280	-455	500	886
기초현금및현금성자산	423	564	844	389	889
기말현금및현금성자산	564	844	389	889	1,775
Gross Cash Flow	1,537	1,242	1,794	1,973	2,109
Op Free Cash Flow	-1,359	-3,168	-962	379	832

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	1,594	1,220	3,918	4,765	5,312
BPS	23,056	24,834	28,752	33,517	38,829
주당EBITDA	6,934	5,262	8,565	9,797	10,523
CFPS	5,031	4,719	7,356	8,076	8,635
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	11.9	14.1	4.4	3.6	3.2
PBR	0.8	0.7	0.6	0.5	0.4
EV/EBITDA	7.7	13.6	8.3	7.0	6.1
PCFR	3.8	3.6	2.3	2.1	2.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	16.2	8.2	8.4	8.6	8.7
영업이익률(핵심)	16.2	8.2	8.4	8.6	8.7
EBITDA margin	31.8	23.8	13.7	13.0	12.7
순이익률	7.4	5.7	6.5	6.3	6.4
자기자본이익률(ROE)	7.4	5.2	14.7	14.9	14.3
투하자본이익률(ROIC)	6.6	2.3	4.7	5.5	5.9
안정성(%)					
부채비율	166.6	252.1	252.8	227.7	202.2
순차입금비율	146.6	209.1	180.8	148.2	118.5
이자보상배율(배)	2.8	1.6	N/A	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	6.9	4.5	5.9	4.9	4.7
재고자산회전율	16.2	8.3	8.5	6.3	6.0
매입채무회전율	8.8	6.5	7.3	5.4	5.2

Compliance Notice

- 당사는 8월 14일 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.

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
대한해운(005880)	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
	2017/08/16	BUY(Maintain)	37,000원

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 (2016/07/01~2017/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	97.73%
중립	4	2.27%
매도	0	0.00%