

대한해운 (005880)

2017년 외형이 두배로 커집니다

■ 4Q16 Preview: 시황개선과 환율상승으로 개선된 실적

동사의 4Q16 매출액은 1,406억원(YoY +16.0%), 영업이익은 149억원(YoY -0.1%)으로 시장기대치를 상회할 것으로 예상된다. 이는 1)4Q16 평균 BDI가 994.3p(QoQ +35.0%)로 전 분기대비 개선되었고, 2)4Q16 기말환율이 3Q16대비 무려 104.7원 상승했기 때문이다. 해운사들은 일반적으로 달러화를 기능통화로 사용하기 때문에 환율 상승은 원화기준 외형과 영업이익을 확대하는 효과가 있다.

4Q16에는 SNNC와 GS동해전력항 전용선 2척이 계획대로 운항에 투입되었던 것으로 파악된다. 다만, 예멘사태 여파가 길어지면서 LNG선 1척은 여전히 중동 노선에는 투입되지 못하고 있다.

■ 대한상선 인수로 전용선 시장점유율 상승 예상

1Q17부터 대한상선(舊 삼선로직스)이 연결로 잡히면서 동사의 매출은 1조원을 넘어설 것으로 예상된다. 대한상선은 동사가 지분 73.8%를 보유한 최대 주주이며 전용선 11척을 운영하고 있다. 동사는 대한상선과의 합병으로 단숨에 H-Line해운, 팬오션과 어깨를 나란히 하는 국내 전용선 시장의 강자로 올라서게 됐다. 이에 따라 동사는 항 후 있을 신규 전용선 입찰에서 유리한 위치를 차지하게 되었다는 판단이다.

■ SM그룹 차원의 SM상선 인수로 리스크 감소

대한해운 단독 인수가 아닌 SM그룹 차원의 한진해운 인수가 결정되면서 동사의 컨테이너선사업 직접 진출 위험은 감소했다는 판단이다. SM상선의 항 후 전략은 저렴한 운임을 바탕으로 다양한 서비스를 극복하는 박리다매 전략이다. 이는 동사와 같은 독립 선사에게 적합할 것으로 예상된다.

SM상선의 매출은 5,000TEU급 선박 11척으로 운영 가정 시 최소 약 4,204억원 정도로 추정된다. SM상선의 시장 안착이 성공한다면 동사는 글로벌 선사로 도약할 수 있는 계기가 될 것이며, 설령 시장 진입에 실패한다 하더라도 동사의 손실은 지분율에 제한될 것이다. 동사가 글로벌 선사가 될 수 있는 옵션을 구매했다는 판단이다.

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

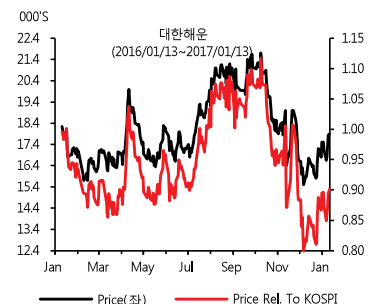
Buy (Maintain)

목표주가(6M)	27,000원
종가(2017/01/13)	17,900원

Stock Indicator

자본금	122십억원
발행주식수	2,443만주
시가총액	437십억원
외국인지분율	7.9%
배당금(2015)	0원
EPS(2016E)	1,815원
BPS(2016E)	25,696원
ROE(2016E)	5.6%
52주 주가	15,500~21,700원
60일평균거래량	203,179주
60일평균거래대금	3.5십억원

Price Trend



FY	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	BPS (원)	PBR (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2014	580	98	72	2,958	7.9	6.6	20,199	1.2	14.5	160.7
2015	532	86	39	1,594	11.9	7.6	23,056	0.8	7.4	166.6
2016E	521	43	33	1,815	9.9	11.2	25,696	0.7	5.6	182.9
2017E	608	69	30	1,213	14.8	9.9	28,188	0.6	4.5	207.9
2018E	687	85	46	1,903	9.4	7.4	31,370	0.6	6.4	170.4

자료 : 대한해운, 하이투자증권 리서치센터

<표1> 대한해운 4Q16 Preview

(단위: 억원)

	4Q15	3Q16	당사추정			컨센서스		
			4Q16	YoY	QoQ	4Q16	YoY	QoQ
매출액	1,213	1,324	1,406	16.0%	6.3%	1,546	27.5%	16.8%
영업이익	150	86	149	-0.1%	74.2%	130	-13.1%	51.6%

자료: Quantiwise, 하이투자증권

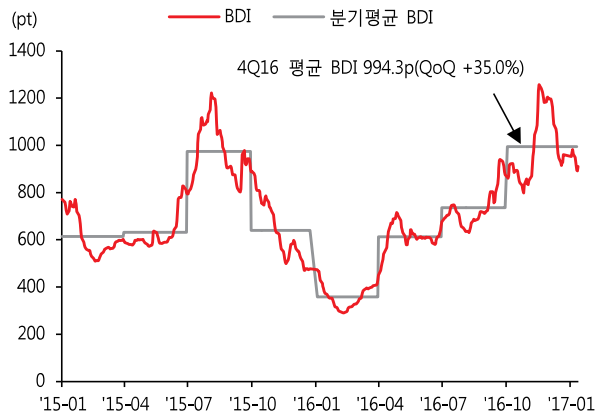
<표2> 대한해운 실적추이 및 전망(2017년부터 대한상선 연결 가정)

(단위: 억원)

구 분	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016E	2017E
매출액	1,147	1,337	1,324	1,406	2,596	2,608	2,850	2,847	5,317	5,215	10,901
YoY	-21.1%	-2.1%	3.1%	16.0%	126.3%	95.0%	115.3%	102.4%	-8.4%	-1.9%	109.0%
대한해운											
벌크선	753	997	936	999	1,116	1,116	1,116	1,116	3,433	3,687	4,466
YoY	-16.4%	5.7%	11.2%	33.9%	48.2%	11.9%	19.2%	11.7%	-8.1%	7.4%	21.1%
LNG선	304	261	281	341	306	306	519	524	1,281	1,187	1,654
YoY	-18.4%	7.4%	-9.1%	-4.5%	0.8%	17.1%	84.8%	53.5%	-19.6%	-7.4%	39.4%
탱커선	22	15	11	11	17	17	17	17	197	59	68
YoY	-76.4%	-51.8%	-70.5%	-67.9%	-23.4%	13.5%	54.7%	54.7%	52.8%	-69.9%	14.9%
기타	68	64	96	55	55	69	83	83	406	283	289
대한상선											
대한상선	-	-	-	-	552	550	565	557	-	-	2,225
YoY	-	-	-	-	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	-	-	-
대한상선 자회사	-	-	-	-	550	550	550	550	-	-	2,200
YoY	-	-	-	-	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-	-	-
영업이익	112	84	86	149	220	224	270	268	860	431	981
YoY	-65.9%	-61.3%	-47.7%	-0.1%	96.4%	165.9%	214.6%	79.0%	-12.5%	-49.8%	127.4%
영업이익률	9.8%	6.3%	6.5%	10.6%	8.5%	8.6%	9.5%	9.4%	16.2%	8.3%	9.0%

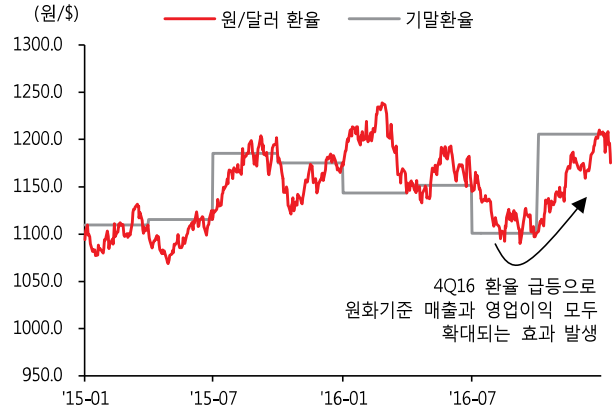
자료: 하이투자증권

<그림1> BDI 및 분기평균 BDI 추이



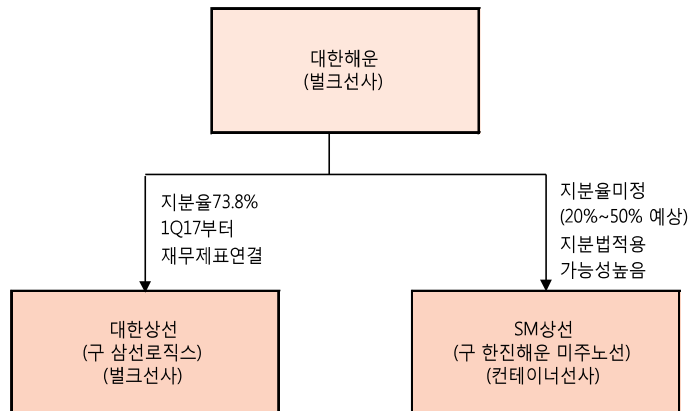
자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림2> 원/달러 환율 추이



자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림3> 대한해운 및 대한상선, SM상선 지배구조



자료: 대한해운, 하이투자증권

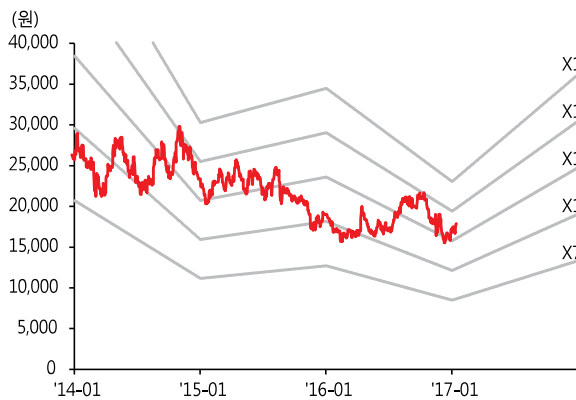
<표3> 국내 전용선 시장 현황: 대한해운과 대한상선이 합병함으로써 전용선 시장의 강자에 등극

(단위: 척)

선주/화주	한진	포스코	현대제철	한국가스공사	기타	계
대한해운	3	9	-	8	7	38
대한상선	10	1	-	-	-	
H-Line해운	15	13	0	7	3	38
팬오션	6	4	3	-	14 (Vale 8척)	27
현대상선	8	4	0	0	0	12
SK해운	5	0	1	0	0	6

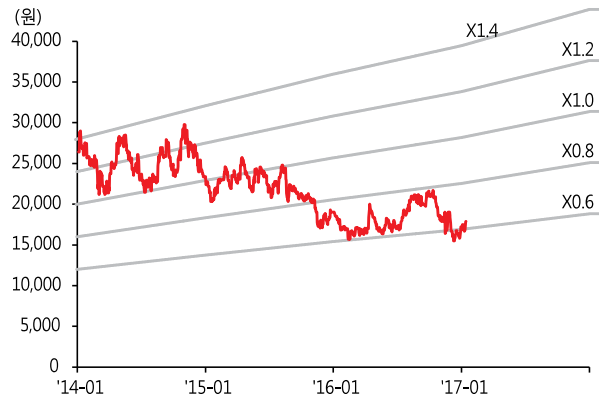
자료: 각 사, 하이투자증권

<그림4> 대한해운 PER밴드



자료: Quantiwise, 하이투자증권

<그림5> 대한해운 PBR밴드



자료: Quantiwise, 하이투자증권

<표4> SM상선 매출규모 추정

1항차 당 컨테이너선 1척 운반가능 컨테이너 수	5000TEU
컨테이너 1TEU 운임(2016년 평균 대비 20% 할인 가정) (2016년 아시아 - 미국 서안 평균 운임: \$1,270/TEU)	\$1,016/TEU
1항차 당 컨테이너선 1척 매출 (a) = (b) + (c)	\$381만
아시아 → 미주 소석률	50%
아시아 → 미주 노선 매출 (b)	\$254만 = 5000TEU * \$1,016/TEU * 50%
미주 → 아시아 소석률	25%
미주 → 아시아 노선 매출 (c)	\$127만 = 5000TEU * \$1,016/TEU * 25%
컨테이너선 1척당 연간 매출 (컨테이너선 1척은 아시아- 미국 서안 8.5항차 가능)	\$3,239만 = \$381만 * 8.5항차
컨테이너선 11척 연간 매출 (환율 \$1 = 1,180원 가정)	\$35,063만 = \$3,239만 * 11척 약 4,204억원

자료: 대한해운, 하이투자증권

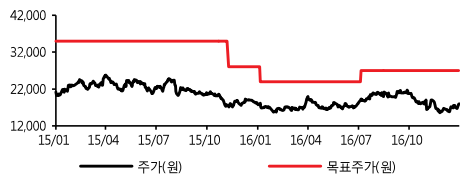
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
	(단위:십억원)					(단위:십억원,%)			
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	168	174	187	200	매출액	532	521	608	687
현금 및 현금성자산	56	63	64	62	증가율(%)	-8.4	-1.9	16.7	13.0
단기금융자산	9	9	9	10	매출원가	429	459	518	578
매출채권	50	49	57	64	매출총이익	103	62	90	110
재고자산	37	36	40	45	판매비와관리비	17	19	22	25
비유동자산	1,350	1,619	1,952	1,889	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	1,320	1,591	1,925	1,862	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	3	1	0	0	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	1,518	1,793	2,139	2,089	영업이익	86	43	69	85
유동부채	239	238	244	221	증가율(%)	-12.5	-49.9	59.2	24.0
매입채무	32	31	36	41	영업이익률(%)	16.2	8.3	11.3	12.4
단기차입금	51	51	51	51	이자수익	1	1	1	1
유동성장기부채	130	130	130	103	이자비용	31	26	36	35
비유동부채	710	921	1,201	1,096	지분법이익(손실)	0	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-16	19	-1	-1
장기차입금	701	912	1,192	1,087	세전계속사업이익	40	37	33	50
부채총계	949	1,159	1,444	1,317	법인세비용	1	3	3	4
지배주주지분	563	628	689	766	세전계속이익률(%)	7.6	7.0	5.4	7.3
자본금	122	122	122	122	당기순이익	40	33	30	46
자본잉여금	37	37	37	37	순이익률(%)	7.4	6.4	4.9	6.8
이익잉여금	111	144	174	220	지배주주귀속 순이익	39	33	30	46
기타자본항목	6	6	6	6	기타포괄이익	31	31	31	31
비지배주주지분	6	6	6	6	총포괄이익	71	64	61	78
자본총계	569	634	695	772	지배주주귀속총포괄이익	70	64	61	78

현금흐름표					주요투자지표				
	(단위:십억원)					(단위:십억원,%)			
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	138	156	170	209	주당지표(원)				
당기순이익	40	33	30	46	EPS	1,594	1,815	1,213	1,903
유형자산감가상각비	81	85	106	133	BPS	23,056	25,696	28,188	31,370
무형자산상각비	2	2	1	0	CFPS	5,005	6,556	5,600	7,359
지분법관련손실(이익)	0	-	-	-	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-251	-355	-439	-71	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-255	-356	-440	-70	PER	11.9	9.9	14.8	9.4
무형자산의 처분(취득)	1	-	-	-	PBR	0.8	0.7	0.6	0.6
금융상품의 증감	11	7	1	0	PCR	3.8	2.7	3.2	2.4
재무활동 현금흐름	114	55	89	47	EV/EBITDA	7.6	11.2	9.9	7.4
단기금융부채의증감	-18	-	-	-28	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	211	280	-105	-75	ROE	7.4	5.6	4.5	6.4
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	31.8	24.9	28.9	31.8
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	166.6	182.9	207.9	170.4
현금및현금성자산의증감	14	7	1	-2	순부채비율	143.5	161.1	187.2	151.3
기초현금및현금성자산	42	56	63	64	매출채권회전율(x)	9.5	10.6	11.5	11.4
기말현금및현금성자산	56	63	64	62	재고자산회전율(x)	16.2	14.3	16.1	16.3

자료 : 대한해운, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가의 차이



투자등급추이

의견제시 일자	투자의견	목표가격
2016-07-19	Buy	27,000
2016-01-19	Buy	24,000
2015-11-23	Buy	28,000

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 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 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 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 하준영)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 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 (추천일기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 6개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함. (2014년 5월 12일부터 적용)-Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상 -Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락 -Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임) - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2016-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	88.4%	11.6%	-