

대한해운 (005880)

양지환
jhwan.yang@daishin.com

이지수
jane.lee@daishin.com

투자 의견

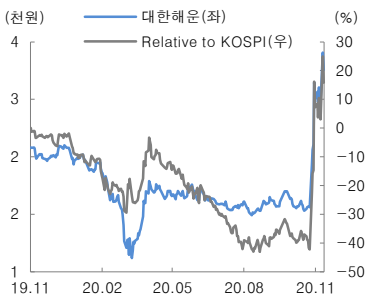
Marketperform
시장수익률, 하향

6개월 목표주가
3,100
상향

현재주가
(20.11.24)
3,185
운송업중

KOSPI	2617.76
시가총액	778십억원
시가총액비중	0.05%
자본금(보통주)	122십억원
52주 최고/최저	3,380원 / 1,055원
120일 평균거래대금	162억원
외국인지분율	5.27%
주요주주	에스엠하이플러스 외 7 인 55.40% 국민연금공단 6.63%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	93.6	106.8	77.4	45.4
상대수익률	74.6	84.1	33.5	16.8



니가 왜 거기서 나와

투자의견 시장수익률로 하향, 목표주가 3,100원 상향

- 목표주가 상향은 1)2020년 3분기 실적이 당사 추정치를 상회함에 따라 2020 ~ 2021년 실적 추정치 상향, 2)목표주가 산출시 적용 BPS를 2021년으로 변경했기 때문. 목표주가는 2021년 추정 BPS에 Target PBR 0.9x 적용
- 목표주가 상향에도 단기 급등에 따른 상승여력 제한으로 투자의견 하향
- 동사의 주가는 컨테이너운임상승에 따른 해운업황 개선 기대감에 11월에만 99% 급등함. 하지만 동사는 벌크전문선사로 컨테이너운임상승에 따른 수혜는 미미함
- 연결자회사인 대한상선이 컨테이너 사업을 하고는 있으나 동사 전체 매출액에서 차지하는 비중은 2.5%에 불과하며, SM그룹 계열로 SM Line(구 한진해운)이 있지만 동사와는 지분관계가 존재하지 않음
- 2020년 4분기 건화물 해운 시황은 10월말 중국의 호주산 석탄수입금지 소식 이후 조정국면에 진입하였으나, 추가적인 BDI의 하락은 제한적이라 판단
- 2021년 건화물 해운 시황은 신조 선박 인도 제한과 물동량 증가에 따른 수급 개선으로 2020년 대비 개선세에 진입할 것으로 전망함
- 하지만, 동사의 사업구조는 장기 계약 위주로 시황 노출도가 극히 적고, 회사의 전략도 건화물 해운 보다는 LNG 부문의 확장에 방점을 두고 있음
- 따라서 2021년 건화물 시황 개선에도 실적 개선은 제한적일 것으로 전망함

2020년 3분기 실적은 당사 및 시장 기대치를 상회

- 대한해운의 2020년 3분기 실적은 매출액 2,204억원(-16.0% yoy), 영업이익 405억원(+1.4% yoy), 지배주주순이익 9억원(-97.5% yoy)을 기록함
- 영업이익이 당사 추정치를 약 85억원 상회함. 이유는 LNG와 탱커, 그리고 기타 부문의 영업이익이 당사 추정치를 상회하였기 때문
- 사업부문별 실적은(증감율은 yoy) [벌크] 매출액 953억원(-27.9%), 영업이익 168억원(-22.7%), [LNG] 매출액 450억원(-24.1%), 영업이익 72억원(-38.4%), [탱커] 매출액 226억원(+142.8%), 영업이익 98억원(+550%), [컨테이너] 매출액 54억원(-57.4%), 영업이익 22억원(-69.1%)을 기록

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,285	1,006	908	914	1,031
영업이익	135	129	146	141	167
세전순이익	75	89	-10	26	67
총당기순이익	78	101	-10	26	66
지배지분순이익	76	91	-9	24	61
EPS	313	371	-37	98	248
PER	6.9	6.2	NA	34.6	13.6
BPS	3,069	3,394	3,357	3,455	3,703
PBR	0.7	0.7	1.0	1.0	0.9
ROE	10.9	11.5	-1.1	2.9	6.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 대한해운, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F
매출액	939	975	908	914	-3.2	-6.2
판매비와 관리비	56	55	57	53	2.4	-3.2
영업이익	134	135	146	141	8.9	4.7
영업이익률	14.3	13.8	16.1	15.5	1.8	1.6
영업외손익	-95	-105	-156	-115	적자유지	적자유지
세전순이익	40	30	-10	26	적자조정	-11.1
지배지분순이익	36	27	-9	24	적자조정	-11.1
순이익률	4.1	3.0	-1.1	2.8	적자조정	-0.2
EPS(지배지분순이익)	146	110	-37	98	적자조정	-11.1

자료: 대한해운, 대신증권 Research Center

대한해운의 분기별 실적 추정표

(단위: 십억원, %, \$mn, 천 DWT, \$/DWT)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	2019	2020F	2021F
KRW/USD	1,126	1,167	1,194	1,176	1,194	1,220	1,190	1,130	1,165	1,184	1,110
BDIY Index	798	995	2,030	1,562	590	783	1,510	1,410	1,346	1,073	1,455
매출액	243	279	276	208	231	211	220	247	1,006	908	914
% yoy	-18.1	-16.8	-16.6	-37.7	-5.0	-24.3	-20.1	18.4	-22.4	-9.7	0.6
영업이익	42	34	44	9	34	35	40	37	129	146	141
OPM	17.2	12.3	16.0	4.1	14.6	16.8	18.4	14.9	12.8	16.1	15.5
% yoy	40.8	-1.0	36.3	-77.7	-19.4	3.4	-8.3	328.5	-4.6	13.6	-3.4
사업부문별 매출액(십억원)											
해운	187	206	213	152	178	159	168	186	759	691	693
벌크	116	110	132	127	111	89	95	119	485	415	418
LNG	56	80	59	-3	36	40	45	36	192	156	157
탱커	5	4	9	11	25	25	23	24	30	96	95
컨테이너	10	12	13	17	6	6	5	7	51	24	24
무역업	23	25	24	14	16	11	10	13	87	50	50
제조업	1	1	0	0	7	8	10	10	1	34	41
기타	32	46	39	42	29	33	32	38	158	133	131
합계	243	279	276	208	231	211	220	247	1,006	908	914
사업부문별 영업이익											
해운	41	33	42	7	33	33	36	36	124	138	140
벌크	16	9	22	11	17	15	17	18	57	67	73
LNG	20	19	12	-16	5	7	7	6	35	25	26
탱커	-1	1	2	2	8	8	10	8	3	34	30
컨테이너	7	4	7	11	3	3	2	3	29	11	11
무역업	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
제조업	0	0	0	0	1	1	1	0	0	3	1
기타	0	1	2	2	-15	2	18	1	5	5	2
합계	42	34	44	9	34	35	40	37	129	146	141
사업부문별 OPM(%)											
해운	22.2	16.0	19.7	4.9	18.5	20.8	21.4	19.4	63	80	81
벌크	13.5	8.1	16.5	8.4	15.2	17.0	17.7	15.3	46	65	70
LNG	35.2	24.0	19.6	548.5	13.1	17.6	15.9	18.0	627	65	66
탱커	-16.7	21.3	16.3	14.7	31.9	33.7	43.6	35.0	36	144	129
컨테이너	72.4	33.6	56.1	63.9	56.6	46.4	40.7	43.0	226	187	180
무역업	0.6	0.9	-0.3	-3.5	0.0	-2.3	0.4	1.5	-2	0	-1
제조업	-34.0	-16.3	-333.3	0.0	11.6	9.2	15.3	3.0	-384	39	12
기타	1.3	2.4	5.5	3.8	-50.5	5.5	54.3	1.5	13	11	5
합계	17.2	12.3	16.0	4.1	14.6	16.8	18.4	14.9	50	65	62
매출추정											
Bulk(\$mn)	103	95	111	108	93	73	80	105	416	352	376
Capacity	3,051	3,051	3,051	3,051	3,701	3,701	3,863	3,863	12,202	15,127	15,452
Average Revenue per DWT	34	31	36	35	25	20	21	32	136	98	111
Change % yoy	-36.6	-46.5	-31.4	-34.6	-25.4	-36.3	-42.8	-9.7	-37.5	-28.5	13.9
LNG	50	68	50	-2	30	32	38	32	165	132	141
Capacity	795	795	795	810	810	810	810	810	3,196	3,241	3,241
Average Revenue per DWT	63	86	62	-3	37	90	66	-3	208	190	199
Change % yoy	21.4	33.5	-2.1	-103.6	-40.6	5.0	5.0	5.0	-21.2	-8.8	5.0
Tanker	5	4	8	10	21	20	19	21	26	81	85
Capacity	150	742	742	1,042	1,342	1,342	1,342	1,342	2,675	5,366	5,366
Average Revenue per DWT	31	5	10	9	16	5	11	9	55	41	43
Change % yoy	-34.8	-89.6	-79.0	-82.1	-49.1	3.0	3.0	3.0	-71.9	-25.7	5.0

자료: 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

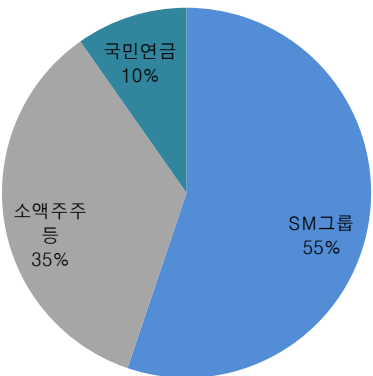
- 대한해운은 1968년 12월 12일에 설립되었으며 전용선(건화물&LNG), 부정기선(건화물), 탱커선(LPG&Product), 자동차선(PCTC), 원유선(Oil) 등에 영위
- 주요고객은 포스코, 한국전력, 한국가스공사, 현대글로벌비스
- 대한해운은 대한상선(주)외항 및 수출입 사업에 영위의 지분 71.34%를 보유

주가 변동요인

- BDI
- 장기계약물량 확보에 따른 실적 증가
- 원/달러환율(기동통화제 채택으로 원화약세시 수혜)

자료: 대한해운, 대신증권 Research Center

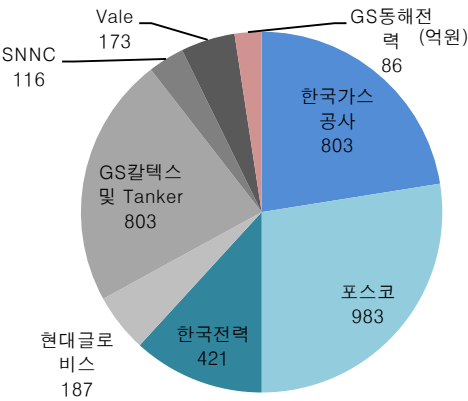
대한해운의 주주현황



자료: 대한해운, 대신증권 Research Center

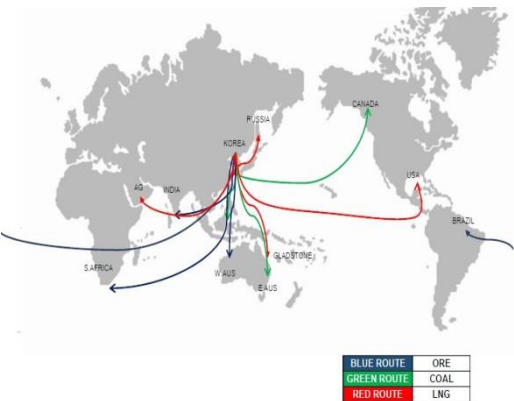
Earnings Driver

대한해운 3Q20 전용선부문 매출



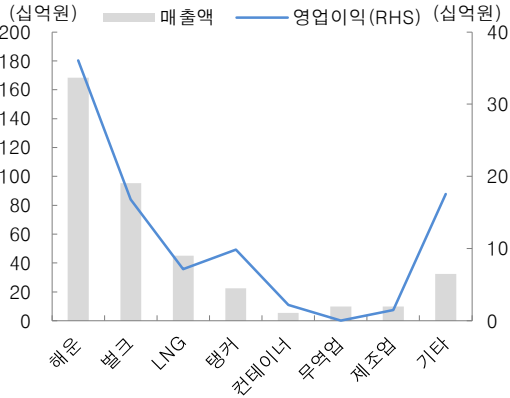
자료: 대한해운, 대신증권 Research Center

대한해운 전용선 주요 항로



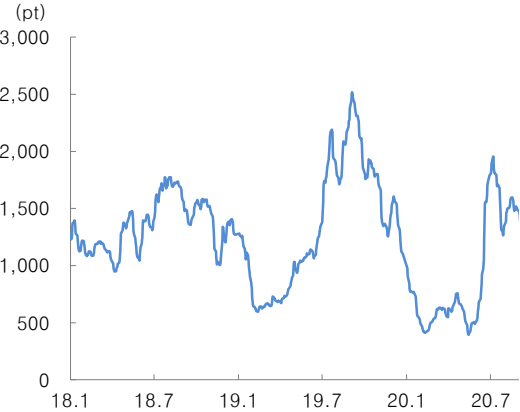
자료: 대한해운, 대신증권 Research Center

대한해운 3Q20 매출 및 영업이익 추이



자료: 대한해운, 대신증권 Research Center

BDI 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,285	1,006	908	914	1,031
매출원가	1,096	826	705	720	804
매출총이익	189	180	204	194	227
판매비와관리비	54	51	57	53	60
영업이익	135	129	146	141	167
영업이익률	10.5	12.8	16.1	15.5	16.2
EBITDA	195	252	271	272	295
영업외손익	-60	-39	-156	-115	-100
관계기업손익	3	11	6	10	10
금융수익	5	7	5	5	5
외환관련이익	15	17	9	7	5
금융비용	-99	-101	-116	-121	-119
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	32	43	-52	-9	4
법인세비용차감전순손익	75	89	-10	26	67
법인세비용	3	12	0	-1	-1
계속사업순손익	78	101	-10	26	66
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	78	101	-10	26	66
당기순이익률	6.1	10.0	-1.1	2.8	6.4
비자배지분순이익	2	11	-1	2	5
자배지분순이익	76	91	-9	24	61
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	3	2	2	2	2
포괄순이익	107	117	6	42	82
비자배지분포괄이익	3	11	0	3	7
자배지분포괄이익	104	106	5	38	75

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	313	371	-37	98	248
PER	6.9	6.2	NA	34.6	13.6
BPS	3,069	3,394	3,357	3,455	3,703
PBR	0.7	0.7	1.0	1.0	0.9
EBITDAPS	797	1,033	1,108	1,114	1,206
EV/EBITDA	11.3	10.3	11.1	11.6	10.5
SPS	5,259	4,117	3,719	3,742	4,221
PSR	0.4	0.6	0.9	0.9	0.8
CFPS	585	1,087	1,303	1,407	1,503
DPS	0	0	0	0	0

재무비율	(단위: 원 배, %)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
성장성					
매출액 증가율	-15.8	-21.7	-9.7	0.6	12.8
영업이익 증가율	42.3	-4.6	13.6	-3.4	18.3
순이익 증가율	-24.1	29.1	적전	흑전	153.8
수익성					
ROIC	8.1	7.3	6.7	6.2	7.2
ROA	4.9	4.1	4.3	4.0	4.6
ROE	10.9	11.5	-1.1	2.9	6.9
안정성					
부채비율	276.3	273.2	288.0	292.8	270.1
순차입금비율	211.3	220.1	240.0	247.2	225.4
이자보상배율	1.7	1.4	1.4	1.3	1.6

자료: 대한해운, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	498	420	360	351	380
현금및현금성자산	77	100	51	37	45
매출채권 및 기타채권	151	89	82	83	93
재고자산	66	59	53	54	61
기타유동자산	204	171	173	177	181
비유동자산	2,435	2,921	3,076	3,228	3,234
유형자산	1,722	2,014	2,121	2,221	2,174
관계기업투자금	21	55	93	134	176
기타비유동자산	692	852	862	873	885
자산총계	2,933	3,341	3,436	3,579	3,614
유동부채	781	775	782	706	611
매입채무 및 기타채무	193	146	140	140	148
차입금	222	317	308	298	289
유동성채무	278	268	290	222	127
기타유동부채	89	44	44	45	46
비유동부채	1,372	1,670	1,769	1,962	2,027
차입금	183	206	374	634	762
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1,190	1,464	1,395	1,328	1,265
부채총계	2,153	2,446	2,550	2,668	2,638
자배지분	750	829	820	844	904
자본금	122	122	122	122	122
자본잉여금	38	43	43	43	43
이익잉여금	330	394	385	408	469
기타지분변동	259	270	270	270	270
비자배지분	30	66	65	67	72
자본총계	779	895	885	911	977
순차입금	1,647	1,970	2,125	2,252	2,201

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	258	351	269	280	297
당기순이익	78	101	-10	26	66
비현금항목의 가감	65	165	328	318	301
감가상각비	60	124	124	131	127
외환손익	-8	-1	26	7	-5
지분법평가손익	-3	-11	-6	-10	-10
기타	16	53	184	190	189
자산부채의 증감	121	78	49	42	35
기타현금흐름	-5	8	-99	-105	-104
투자활동 현금흐름	-307	-473	-264	-268	-118
투자자산	9	-35	-38	-42	-42
유형자산	-260	-374	-230	-230	-80
기타	-56	-63	4	4	4
재무활동 현금흐름	79	136	451	453	293
단기차입금	61	86	-10	-10	-10
사채	-13	-32	0	0	0
장기차입금	214	143	168	260	128
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-183	-61	292	202	175
현금의 증감	29	22	-48	-14	8
기초 현금	48	77	100	51	37
기말 현금	77	100	51	37	45
NOPLAT	140	146	143	138	164
FCF	-76	-255	18	19	191

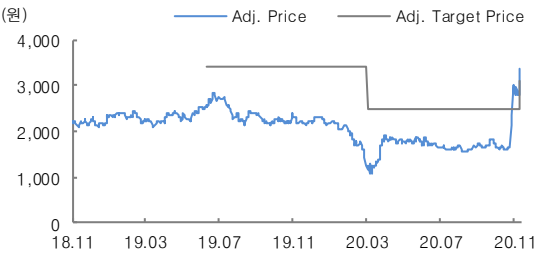
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:양지환)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

대한해운(005880) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	20.11.25	20.09.16	20.03.16	19.12.23	19.06.23
투자의견	Marketperform	6개월 경과	Buy	6개월 경과	Buy
목표주가	3,100	2,500	2,500	3,400	3,400
과리율(평균.%)		(22.05)	(33.47)	(41.83)	(30.65)
과리율(최대/최소.%)		35.20	(23.00)	(31.47)	(16.32)
제시일자					
투자의견					
목표주가					
과리율(평균.%)					
과리율(최대/최소.%)					
제시일자					
투자의견					
목표주가					
과리율(평균.%)					
과리율(최대/최소.%)					

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20201122)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중	Underperform(매도)
비율	88.5%	10.6%	1.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상