

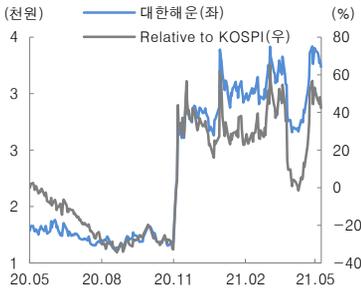
# 대한해운 (005880)

양지환 jh.wanyang@daishin.com 이지수 jane.lee@daishin.com

투자이견 **Marketperform**  
시장수익률, 유지  
6개월 목표주가 **4,000** 상향  
현재주가 **3,415**  
(21.05.17) 운송업종

KOSPI	3,134.52
시가총액	834십억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	197십억원
52주 최고/최저	3,600원 / 1,435원
120일 평균거래대금	539억원
외국인지분율	3.79%
주요주주	에스엠하이플러스 외 5 인 49.36%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	25.1	8.4	30.0	106.5
상대수익률	27.6	8.4	5.3	27.0



## 시황회복으로 수익성 개선

### 투자이견 시장수익률 유지, 목표주가 4,000원으로 상향

- 목표주가 4,000원으로 상향한 이유는 1)2021년 1분기 실적이 당사 예상을 상회함에 따라 연간 이익 추정치 상향(+21%), 2)건화물 시황 호황을 반영하여 적용 Multiple을 상향하였기 때문
- 2021년 1분기 실적은 당사 추정을 약 20% 상회한 깜짝 실적 시현
- 실적 호전의 이유는 1)건화물 업황 개선으로 Open 사선(부정기, 8척)의 수익성 개선, 2)전년동기대비 용선 척수 감소에 따른 용선료 등 비용 감소, 3)LNG사업부문의 외형 및 수익성 개선 때문
- LNG사업부문의 영업이익률이 크게 개선되었는데, 이는 2020년 1분기 LNG선 1척이 Dry-docking에 들어가면서 발생했던 비용 등 절감 때문임
- 건화물선 총 27척(장기용선1척, 사선 26척) 중 8척이 부정기 Spot 영업에 투입되고 있는데, 최근 건화물 시황 호황으로 부정기부문의 수익성 개선 이어질 것으로 예상함
- 다만, 건화물 업황 호전에도 Spot 선대 확장 등에 보수적으로 실적의 드라마틱한 호전 가능성은 높지 않아 투자이견 시장수익률 유지

### 2021년 1분기 실적 당사 및 시장 기대치를 크게 상회하는 깜짝 실적

- 대한해운의 2021년 1분기 실적은 매출액 2,255억원(-2.2% yoy), 영업이익 407억원(+20.6% yoy), 지배주주순이익 495억원(+25.5% yoy) 시현함
- 사업부문별로 [건화물] 매출액 1,023억원(-8.0% yoy), 영업이익 197억원(+16.7% yoy), [LNG] 매출액 399억원(+10.6% yoy), 영업이익 96억원(+102.8% yoy), [탱커] 매출액 232억원(-6.6% yoy), 영업이익 72억원(-9.4% yoy),

(단위: 십억원, %)

구분	1Q20	4Q20	직전추정		1Q21			2Q21		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	231	222	234	226	-2.2	1.5	224	221	5.0	-1.8
영업이익	34	36	34	41	20.6	12.2	34	40	13.9	-1.1
순이익	39	6	7	49	25.5	729.6	10	12	흑전	-76.1

자료: 대한해운, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	1,006	884	899	966	1,094
영업이익	129	146	160	169	194
세전순이익	89	27	86	88	116
총당기순이익	101	28	89	91	120
지배지분순이익	91	9	82	84	110
EPS	345	34	250	213	280
PER	6.2	84.5	13.5	15.9	12.1
BPS	3,161	2,945	3,280	2,949	3,229
PBR	0.7	1.0	1.0	1.1	1.0
ROE	11.5	1.1	8.9	7.5	9.1

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

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F
매출액	879	949	899	966	2.2	1.8
판매비와 관리비	51	57	59	63	15.8	10.0
영업이익	132	148	160	169	21.1	13.9
영업이익률	15.1	15.7	17.9	17.5	2.8	1.9
영업외손익	-111	-120	-74	-81	적자유지	적자유지
세전순이익	22	29	86	88	300.3	203.9
지배지분순이익	21	28	82	84	300.3	203.9
순이익률	2.5	3.2	9.9	9.4	7.4	6.3
EPS(지배지분순이익)	73	86	250	213	243.3	146.1

자료: 대한해운, 대신증권 Research Center

대한해운의 분기별 실적 추정표

(단위: 십억원, %, \$mn, 천 DWT, \$/DWT)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2020	2021F	2022F
KRW/USD	1,194	1,220	1,188	1,118	1,115	1,120	1,110	1,100	1,180	1,111	1,125
BDIY Index	590	783	1,510	1,370	1,739	2,950	2,700	3,100	1,063	2,622	2,838
<b>매출액</b>	231	211	220	222	226	221	216	235	884	899	966
% yoy	-5.0	-24.3	-20.1	6.7	-2.2	5.0	-1.9	6.0	-12.1	1.6	7.5
<b>영업이익</b>	34	35	40	36	41	40	39	40	146	160	169
OPM	14.6	16.8	18.4	16.3	18.1	18.2	18.2	17.0	16.5	17.9	17.5
% yoy	-19.4	3.4	-8.3	324.4	20.6	13.9	-2.9	10.5	13.3	9.9	5.4
<b>사업부문별 매출액(십억원)</b>											
해운	178	159	168	165	168	169	165	178	671	680	731
벌크	111	89	95	105	102	98	93	111	401	405	413
LNG	36	40	45	36	40	42	44	42	157	168	204
탱커	25	25	23	21	23	24	22	21	93	91	96
컨테이너	6	6	5	3	2	5	5	3	20	16	17
무역업	16	11	10	15	22	10	10	15	52	57	60
제조업	7	8	10	11	9	10	10	10	36	39	45
기타	29	33	32	31	26	32	32	32	126	123	130
<b>합계</b>	231	211	220	222	226	221	216	235	884	899	966
<b>사업부문별 영업이익</b>											
해운	33	33	36	34	38	40	39	40	136	156	168
벌크	17	15	17	21	20	19	18	20	70	77	80
LNG	5	7	7	9	10	10	11	10	27	41	51
탱커	8	8	10	5	7	7	7	8	32	29	31
컨테이너	3	3	2	-1	2	3	3	2	7	9	6
무역업	0	0	0	0	1	0	0	0	0	1	0
제조업	1	1	1	2	1	0	0	0	5	2	1
기타	-15	2	18	0	1	0	0	0	5	2	2
<b>합계</b>	34	35	40	36	41	40	39	40	146	160	169
<b>사업부문별 OPM(%)</b>											
해운	18.5	20.8	21.4	20.5	22.6	23.5	23.6	22.3	81	92	92
벌크	15.2	17.0	17.7	16.0	19.3	19.3	19.8	18.2	66	77	78
LNG	13.1	17.6	15.9	16.0	24.1	25.0	24.0	24.8	63	98	100
탱커	31.9	33.7	43.6	30.0	30.9	30.0	31.0	35.0	139	127	129
컨테이너	56.6	46.4	40.7	35.0	61.1	60.0	55.0	50.0	179	226	140
무역업	0.0	-2.3	0.4	1.5	4.9	0.5	0.6	-1.8	0	4	1
제조업	11.6	9.2	15.3	3.0	11.3	3.0	3.0	3.0	39	20	12
기타	-50.5	5.5	54.3	15.0	2.2	1.5	1.3	1.2	24	6	5
<b>합계</b>	14.6	16.8	18.4	16.3	18.1	18.2	18.2	17.0	66	71	70
<b>매출추정</b>											
Bulk(\$mn)	93	73	80	94	92	88	84	101	341	365	367
Capacity	3,701	3,701	3,863	3,863	3,863	3,863	3,863	3,863	15,127	15,452	15,452
Average Revenue per DWT	25	20	21	24	24	36	26	34	90	119	123
Change % yoy	-25.4	-36.3	-42.7	-31.2	-5.6	83.0	23.6	37.9	-34.0	32.3	2.8
<b>LNG</b>	30	32	38	33	36	37	40	38	133	151	181
Capacity	810	810	810	810	810	810	810	810	3,241	3,241	3,763
Average Revenue per DWT	37	40	47	40	44	46	49	47	164	187	196
Change % yoy	-40.6	-53.4	-25.1	흑전	18.4	5.0	5.0	5.0	-21.0	13.5	5.0
<b>Tanker</b>	21	20	19	19	21	21	20	19	79	82	86
Capacity	1,342	1,342	1,342	1,342	1,342	1,342	1,342	1,342	5,366	5,366	5,366
Average Revenue per DWT	16	15	14	14	16	16	15	15	59	61	64
Change % yoy	-49.1	3.0	3.0	4.0	5.0	5.0	5.0	5.0	6.0	3.7	5.0

자료: 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

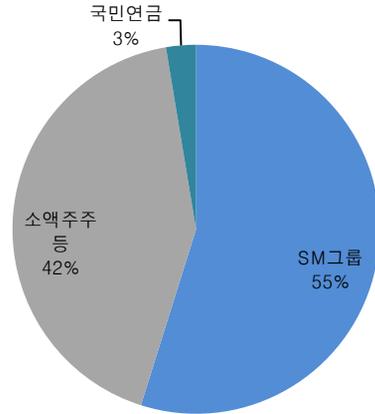
- 대한해운은 1968년 12월 12일에 설립되었으며 전용선(건화물&LNG), 부정기선(건화물), 탱커선(LPG&Product), 자동차선(PCTC), 원유선(Oil) 등에 영위
- 주요고객은 포스코, 한국전력, 한국가스공사, 현대글로벌비스
- 대한해운은 대한상선(주)외항 및 수출입 사업에 영위의 자본 71.34%를 보유

주가 변동요인

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

자료: 대한해운, 대신증권 Research Center

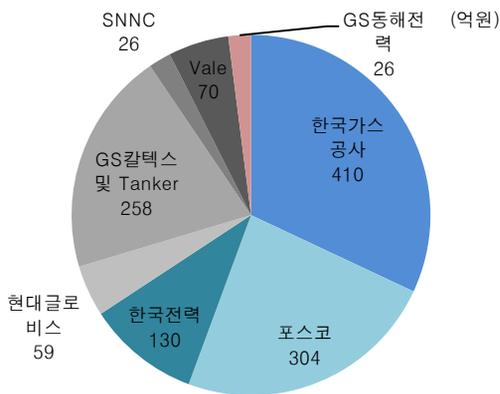
대한해운의 주주현황



자료: 대한해운, 대신증권 Research Center

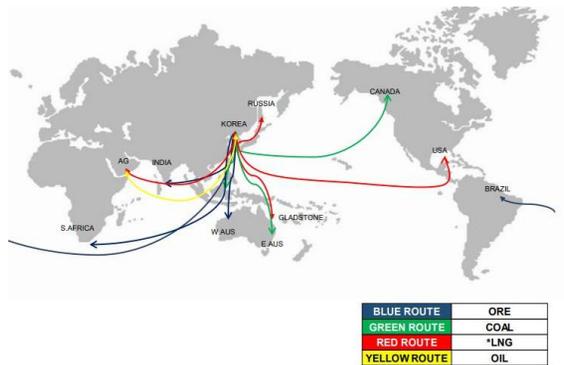
Earnings Driver

대한해운 1Q20 전용선부문 매출



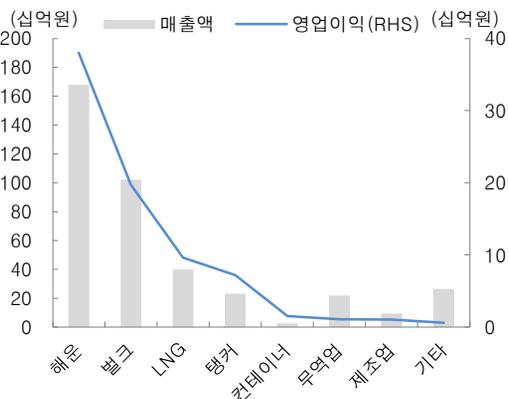
자료: 대한해운, 대신증권 Research Center

대한해운 전용선 주요 항로



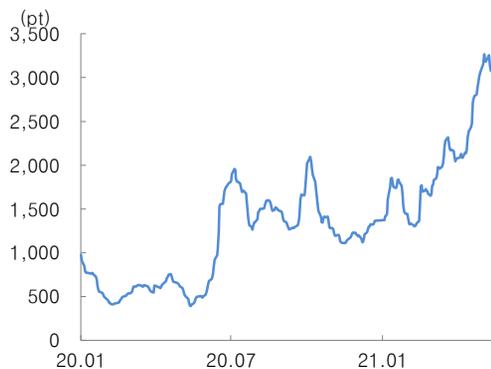
자료: 대한해운, 대신증권 Research Center

대한해운 1Q21 매출 및 영업이익 추이



자료: 대한해운, 대신증권 Research Center

BDI 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

재무제표

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	1,006	884	899	966	1,094
매출원가	826	680	679	734	829
매출총이익	180	204	219	232	266
판매비외관리비	51	58	59	63	72
영업이익	129	146	160	169	194
영업이익률	12.8	16.5	17.9	17.5	17.7
EBITDA	252	277	273	274	296
영업외손익	-39	-119	-74	-81	-78
관계기업손익	11	0	9	7	7
금융수익	7	7	7	7	7
외환관련이익	17	0	0	0	0
금융비용	-101	-107	-83	-74	-72
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	43	-19	-7	-21	-21
법인세비용차감전순이익	89	27	86	88	116
법인세비용	12	1	3	3	4
계속사업순이익	101	28	89	91	120
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	101	28	89	91	120
당기순이익률	10.0	3.1	9.9	9.4	11.0
비지배지분순이익	11	19	7	7	10
지배지분순이익	91	9	82	84	110
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	2	-6	-6	-6	-6
포괄순이익	117	-37	25	27	55
비지배지분포괄이익	11	15	25	2	4
지배지분포괄이익	106	-52	0	25	51

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	345	34	250	213	280
PER	6.2	84.5	13.5	15.9	12.1
BPS	3,161	2,945	3,280	2,949	3,229
PBR	0.7	1.0	1.0	1.1	1.0
EBITDAPS	962	1,058	830	696	750
EV/EBITDA	10.3	9.7	8.4	7.8	6.8
SPS	3,834	3,371	2,733	2,451	2,776
PSR	0.6	0.8	1.2	1.4	1.2
CFPS	1,013	1,029	1,235	999	1,054
DPS	0	0	0	0	0

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증가율	-21.7	-12.1	1.6	7.5	13.3
영업이익 증가율	-4.6	13.3	9.9	5.4	14.6
순이익 증가율	29.1	-72.8	224.4	2.0	31.7
수익성					
ROIC	7.3	7.4	8.7	9.9	11.8
ROA	4.1	4.4	4.8	5.2	6.0
ROE	11.5	1.1	8.9	7.5	9.1
안정성					
부채비율	273.2	292.1	178.4	147.1	130.6
순차입금비율	220.1	219.1	114.4	92.9	74.8
이자보상배율	1.5	1.7	2.4	2.9	3.5

자료: 대한해운, 대신증권 Research Center

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	420	431	570	508	605
현금및현금성자산	100	95	227	150	224
매출채권 및 기타채권	89	66	67	72	80
재고자산	59	56	57	61	69
기타유동자산	171	214	219	225	230
비유동자산	2,921	2,914	2,747	2,665	2,637
유형자산	2,014	1,923	1,761	1,656	1,604
관계기업투자금	55	55	69	81	93
기타비유동자산	852	936	917	929	941
자산총계	3,341	3,346	3,317	3,173	3,242
유동부채	775	597	393	246	254
매입채무 및 기타채무	149	76	77	81	88
차입금	317	146	96	96	96
유동성채무	265	309	153	0	0
기타유동부채	44	66	67	69	70
비유동부채	1,670	1,896	1,732	1,643	1,582
차입금	206	153	141	188	188
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1,464	1,742	1,591	1,455	1,394
부채총계	2,446	2,492	2,125	1,889	1,836
자배지분	829	772	1,078	1,162	1,273
자본금	122	122	197	197	197
자본잉여금	43	43	192	192	192
이익잉여금	394	402	485	568	679
기타지분변동	270	204	204	204	204
비지배지분	66	81	113	122	133
자본총계	895	853	1,192	1,284	1,406
순차입금	1,970	1,870	1,363	1,193	1,052

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	351	259	290	282	303
당기순이익	101	28	89	91	120
비현금항목의 가감	165	242	317	302	296
감가상각비	124	131	112	105	102
외환손익	-1	40	24	24	24
지분법평가손익	-11	0	-9	-7	-7
기타	53	71	190	181	178
자산부채의 증감	78	-9	-59	-63	-68
기타현금흐름	8	-2	-57	-48	-45
투자활동 현금흐름	-473	-203	167	119	69
투자자산	-35	-22	-14	-12	-12
유형자산	-374	-286	51	1	-49
기타	-63	105	131	130	130
재무활동 현금흐름	136	-59	271	160	265
단기차입금	86	-160	-50	0	0
사채	-32	42	0	0	0
장기차입금	143	15	-12	47	0
유상증자	0	0	224	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-61	44	110	113	265
현금의 증감	22	-4	132	-77	74
기초 현금	77	100	95	227	150
기말 현금	100	95	227	150	224
NOPLAT	146	151	166	175	201
FCF	-255	-105	229	180	153

[Compliance Notice]

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	21.05.18	21.04.01	21.03.25	21.02.19	20.11.25	20.09.16
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Buy	Marketperform	6개월 경과
목표주가	4,000	3,300	3,700	3,400	2,900	2,300
과리율(평균.%)		(5.89)	(13.84)	(5.45)	4.98	(20.00)
과리율(최대/최소.%)		10.40	(6.24)	4.32	(8.08)	35.17
제시일자	20.03.16	19.12.23	19.06.23			
투자의견	Buy	6개월 경과	Buy			
목표주가	2,300	3,200	3,200			
과리율(평균.%)	(33.48)	(41.82)	(30.65)			
과리율(최대/최소.%)	(23.02)	(31.47)	(16.32)			
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균.%)						
과리율(최대/최소.%)						

### 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일 자:20210515)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	90.2%	8.8%	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 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상