

Company Brief

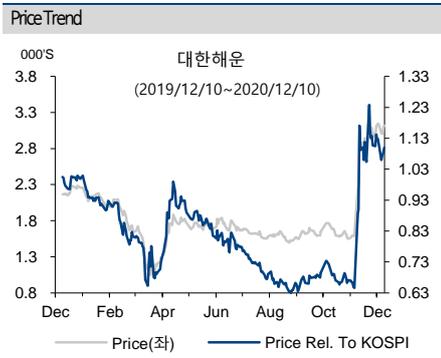
2020-12-11

Hold(Downgrade)

목표주가(12M)	3,300 원(상향)
증가(2020/12/10)	3,165 원
상승여력	4.3 %

Stock Indicator	
자본금	122십억원
발행주식수	24,427만주
시가총액	773십억원
외국인지분율	4.4%
52주 주가	1,055~3,380원
60일평균거래량	14,402,803주
60일평균거래대금	41.5십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	38.8	87.8	75.8	43.2
상대수익률	26.8	73.2	50.7	12.3



FY	2019	2020E	2021E	2022E
매출액(십억원)	1,006	876	874	919
영업이익(십억원)	129	145	145	146
순이익(십억원)	91	15	65	67
EPS(원)	371	61	265	275
BPS(원)	3,394	3,520	3,850	4,189
PER(배)	6.3	52.0	11.9	11.5
PBR(배)	0.7	0.9	0.8	0.8
ROE(%)	11.5	1.8	7.2	6.8
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	8.0	9.5	9.4	10.0

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

대한해운(005880)

2021 년 벌크선 수급개선과 경기회복 수혜 예상

2021 년 벌크선 수급개선과 경기회복 수혜 예상

동사는 2021 년 벌크선 수급개선과 글로벌 경기회복의 수혜를 받을 것으로 예상된다. 시장 조사기관 Clarkson 에 따르면 2021 년 벌크선 공급은 YoY +1.7%늘어나는 반면 벌크 물동량(수요)은 YoY +3.8% 증가할 전망이다. IMO2020 시행을 앞두고 2019 년 하반기부터 벌크선 발주가 감소해 2021 년부터 벌크선 인도량이 급격히 감소하기 때문이다. 또한 글로벌 경제는 2021 년 백신의 보급으로 코로나 19 영향에서 벗어나며 회복될 전망이다. IMF 에 따르면 2021 년 세계 경제 성장률은 5.2%에 달할 것으로 예상된다. 최근의 구리가격 상승은 이러한 전망을 반영하고 있다는 판단이다. 구리가격은 \$352.5/lb 로 2015 년 이후 최고치를 갱신하고 있다. 벌크선 수급개선과 글로벌 경기 회복에 힘입어 화주들의 전용선 발주가 시작된다면 동사가 수혜를 받을 것이다.

대한해운엘엔지의 성장 가능성 높지만 최근 주가 급등은 부담

2021 년에도 동사의 이익안정성은 돋보일 전망이다. 매출의 90%가 전용선에서 발생하기 때문이다. 동사는 안정적인 이익 시현을 위해 최근 3 년간 부정기선 매출 비중을 줄이고 전용선 사업에 집중하는 모습을 보여주었다. 이에 따라 전용선이 매출에서 차지하는 비중은 2018 년 62%에서 3Q20 91%까지 증가했다.

동사의 100% 자회사인 대한해운엘엔지의 성장 가능성도 높다. 대한해운엘엔지는 지난 11 월 30 일 세계 최초로 선박에서 다른 선박으로 LNG 를 공급하는 LNG 병커링을 성공적으로 진행했다. 친환경 선박에 대한 수요가 증가하고 있어 LNG 병커링 사업은 성장성이 매우 높다는 판단이다. 다만, 2021 년에 대한해운 및 연결회사들(대한상선, 대한해운엘엔지)의 신규 전용선 매출이 없다는 점은 아쉬운 부분이다. 2022 년부터는 Shell 社와의 계약에 신규 전용선이 투입된다.

동사에 대한 투자 의견을 Hold 로 하향조정하고 목표주가는 3,300 원으로 상향조정한다. 동사의 펀더멘탈은 견조하지만 최근의 주가급등으로 상승여력이 제한적이기 때문에 투자 의견을 Hold 로 하향조정한다. 다만, 추가적인 벌크전용선이나 LNG 전용선 수주에 성공한다면 이익 추정치 상황이 가능하므로 목표주가 상승에 따른 투자 의견 상향 가능성이 충분히 존재한다. 목표주가 3,300 원은 2021 년 예상 BPS 3,850 원에 Target P/B 0.85 배를 적용해 산출했다. Target P/B 는 과거 3 년 평균 P/B 0.85 배를 적용했다.

표1. 해상운송업종(벌크선) Peer Valuation Table

업체명	단위	주가	시가총액 (십억)	P/E(배)			P/B(배)			EV/EBITDA(배)			ROE		
				2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
팬오션	KRW	4,190	2,239.8	16.6	15.2	11.9	0.7	0.7	0.7	7.1	9.1	7.7	4.5%	4.9%	5.9%
대한해운	KRW	3,165	773.1	107.2	23.9	10.1	0.9	0.9	0.8	n/a	10.7	10.1	0.8%	4.0%	7.8%
Star Bulk	USD	8.0	0.8	n/a	52.0	5.4	0.5	0.5	0.5	9.2	9.4	6.2	0.4%	3.2%	8.7%
Golden Ocean	USD	4.4	0.6	n/a	n/a	8.7	0.5	0.5	0.4	26.9	12.7	8.0	-8.6%	-2.9%	4.1%
COSCO Shipping Energy Trans	HKD	3.1	30.9	3.9	4.0	7.5	0.3	0.3	0.3	n/a	5.6	6.9	9.9%	11.2%	5.6%
Pacific Basin	HKD	1.4	6.5	n/a	n/a	17.4	0.8	0.8	0.8	437.3	9.3	6.8	-18.0%	-11.4%	5.0%

자료: Bloomberg, 리서치센터

표2. 대한해운 목표주가 산정

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	비고
EPS (원)	296	159	122	494	313	371	61	265	-
BPS (원)	2,020	2,306	2,483	2,656	3,069	3,394	3,520	3,850	-
고점 P/E (배)	10.2	16.5	19.9	7.9	11.2	7.7	60.3	13.8	과거 3년간 평균: 8.9
평균 P/E (배)	8.5	13.7	14.9	5.7	8.1	6.3	30.4	7.0	과거 3년간 평균: 6.7
저점 P/E (배)	7.0	10.6	12.3	3.3	6.3	5.6	17.2	3.9	과거 3년간 평균: 5.1
고점 P/B (배)	1.5	1.1	1.0	1.5	1.1	0.8	1.0	1.0	과거 3년간 평균: 1.1
평균 P/B (배)	1.3	1.0	0.7	1.1	0.8	0.7	0.5	0.5	과거 3년간 평균: 0.9
저점 P/B (배)	1.0	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.3	0.3	과거 3년간 평균: 0.6
ROE	-	7.4%	5.1%	19.2%	10.9%	11.5%	1.8%	7.2%	지배주주 순이익 기준
Target P/B (배)								0.85	과거 3년평균 P/B 배수
적용 BPS (원)								3,850	'20년 예상 BPS
적정주가 (원)								3,273	-
목표주가 (원)								3,300	-
전일 증가 (원)								3,165	-
상승 여력								4.3%	-

자료: Quantiwise, 리서치센터

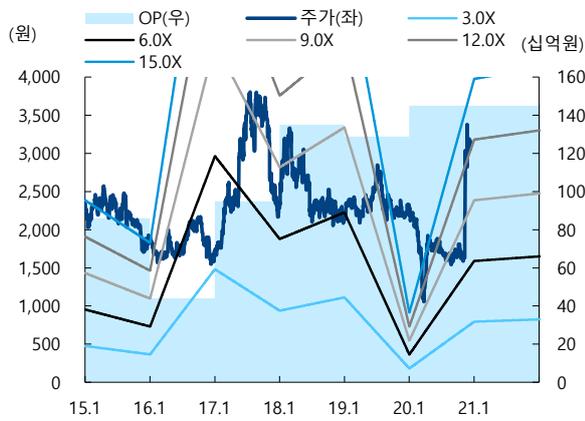
표3. 대한해운 실적추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출	246.8	246.5	262.4	250.0	230.7	210.8	220.4	214.2	1,005.7	876.1	873.9
YoY	-19.5%	-29.4%	-23.9%	-25.2%	-6.5%	-14.5%	-16.0%	-14.3%	-24.7%	-12.9%	-0.2%
별크선	116.0	110.5	132.1	127.0	111.2	89.3	95.3	93.9	485.5	389.7	388.6
YoY	-31.4%	-40.5%	-26.9%	-31.8%	-4.1%	-19.2%	-27.9%	-26.0%	-32.7%	-19.7%	-0.3%
LNG	56.3	51.4	45.8	38.8	36.1	39.5	45.0	38.1	192.3	158.7	163.6
YoY	27.4%	-6.9%	-19.4%	-48.5%	-35.8%	-23.1%	-1.8%	-2.0%	-17.0%	-17.5%	3.1%
탱커	5.2	4.4	9.3	11.2	24.9	24.7	22.6	24.5	30.1	96.7	99.1
YoY	-31.6%	-44.5%	10.4%	29.3%	381.6%	458.0%	142.8%	118.0%	-7.7%	220.8%	2.5%
컨테이너	9.6	11.9	12.8	16.9	6.0	5.5	5.4	5.6	51.2	22.6	22.7
YoY	-32.2%	-31.9%	-26.6%	-292.6%	-37.0%	-53.3%	-57.4%	-67.0%	-5.0%	3.0%	2.0%
영업이익	37.3	32.7	39.9	18.9	33.8	35.4	40.5	35.3	128.8	144.9	144.7
OPM	15.1%	13.3%	15.2%	7.5%	14.6%	16.8%	18.4%	16.5%	12.8%	16.5%	16.6%
YoY	19.7%	-14.3%	10.5%	-50.8%	-9.6%	8.3%	1.4%	87.2%	-10.4%	12.5%	-0.2%
별크선	15.6	8.9	21.8	10.7	16.9	15.2	16.8	16.2	57.0	65.1	68.0
OPM	13.5%	8.1%	16.5%	8.4%	15.2%	17.0%	17.7%	17.2%	11.7%	16.7%	17.5%
LNG	15.2	17.6	7.4	-5.3	4.7	7.0	7.2	6.9	34.9	25.7	25.5
OPM	27.1%	34.2%	16.1%	-13.7%	13.1%	17.6%	15.9%	18.0%	18.1%	16.2%	15.6%
탱커	-0.9	0.9	1.5	1.6	7.9	8.3	9.8	9.1	3.2	35.2	36.7
OPM	-16.7%	21.3%	16.3%	14.7%	31.9%	33.7%	43.6%	37.0%	10.8%	36.4%	37.0%
컨테이너	6.9	4.0	7.2	10.8	3.4	2.6	2.2	2.3	28.9	10.5	9.5
OPM	72.4%	33.6%	56.1%	63.9%	56.5%	46.5%	40.7%	42.0%	56.5%	46.7%	42.0%

자료: 리서치센터

그림1. 대한해운 P/E 밴드



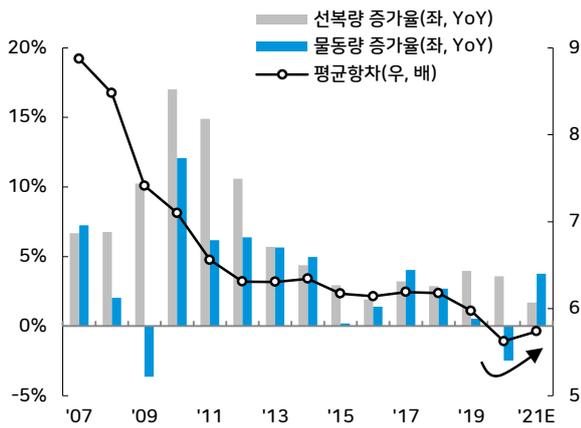
자료: Quantwise, 리서치센터

그림2. 대한해운 P/B 밴드



자료: Quantwise, 리서치센터

그림3. 벌크선 선복량/물동량 증가율 및 추이



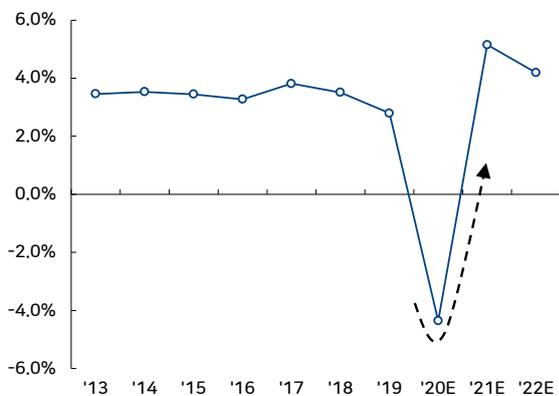
자료: Clarkson, 리서치센터

그림4. 벌크선 선복량 대비 수주잔고 추이



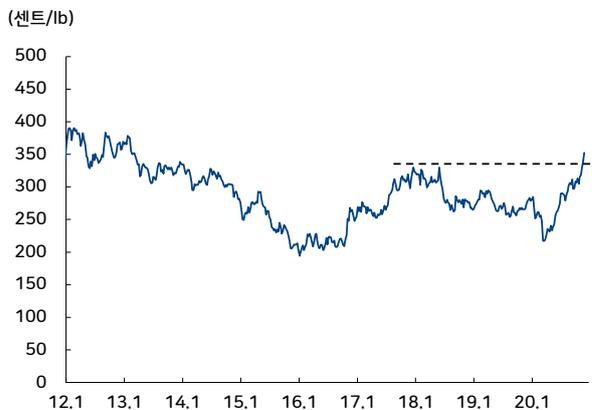
자료: Clarkson, 리서치센터

그림5. 세계 경제성장률 추이 및 전망



자료: IMF, 리서치센터

그림6. 구리가격 추이



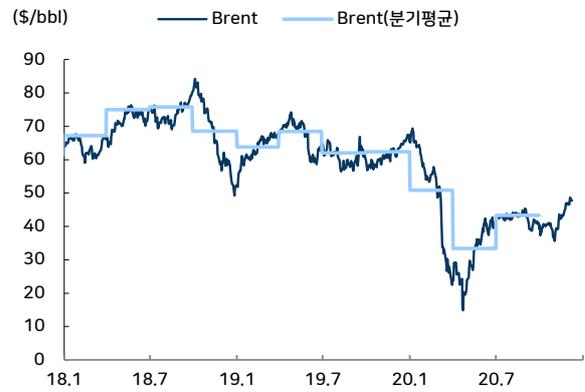
자료: Bloomberg, 리서치센터

그림7. 원/달러 환율 추이



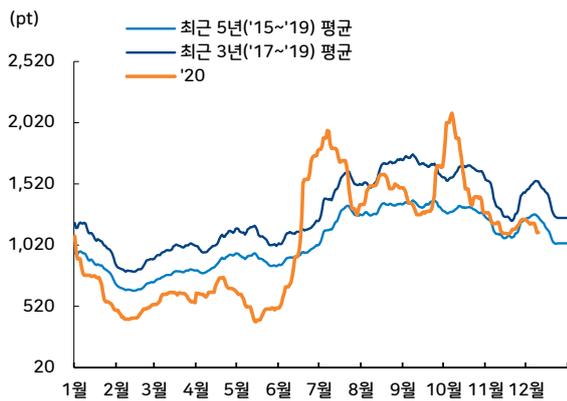
자료: Bloomberg, 리서치센터

그림8. 국제유가 추이



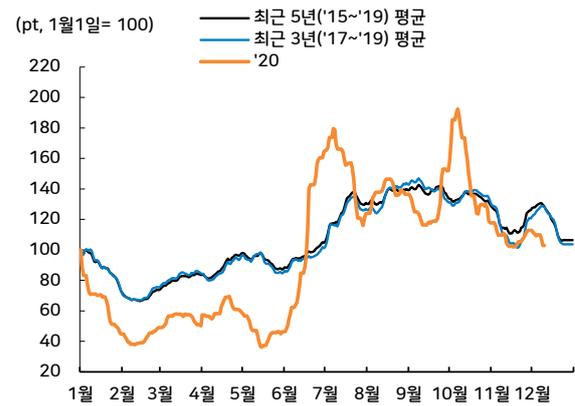
자료: Bloomberg, 리서치센터

그림9. 2020년 BDI 및 과거 BDI 추이



자료: Bloomberg, 리서치센터

그림10. 2019년 BDI 및 과거 BDI 추이(상대지수)



자료: Bloomberg, 리서치센터

그림11. 대한해운엘앤지의 SM JEU2 호 의 LNG 병커링 모습



자료: 대한해운, 리서치센터

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	420	387	380	366
현금 및 현금성자산	100	81	85	88
단기금융자산	131	111	100	75
매출채권	89	103	103	108
재고자산	59	52	51	54
비유동자산	2,921	2,966	3,031	3,324
유형자산	2,014	2,017	2,040	2,291
무형자산	11	10	9	8
자산총계	3,341	3,353	3,410	3,690
유동부채	775	756	742	727
매입채무	70	61	61	64
단기차입금	317	317	312	302
유동성장기부채	268	268	268	268
비유동부채	1,670	1,670	1,655	1,860
사채	-	-	-	-
장기차입금	1,601	1,601	1,586	1,791
부채총계	2,446	2,426	2,397	2,587
자배주주지분	829	860	940	1,023
자본금	122	122	122	122
자본잉여금	43	43	43	43
이익잉여금	394	409	473	540
기타자본항목	-3	-3	-3	-3
비자배주주지분	66	67	73	79
자본총계	895	927	1,013	1,102

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,006	876	874	919
증가율(%)	-21.7	-12.9	-0.2	5.2
매출원가	826	672	669	710
매출총이익	180	204	205	209
판매비와관리비	51	59	60	63
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	129	145	145	146
증가율(%)	-4.6	12.5	-0.2	1.2
영업이익률(%)	12.8	16.5	16.6	15.9
이자수익	6	4	4	3
이자비용	89	95	89	88
지분법이익(손실)	11	11	11	11
기타영업외손익	43	-41	9	9
세전계속사업이익	89	18	73	75
법인세비용	-12	2	2	2
세전계속이익률(%)	8.9	2.1	8.3	8.2
당기순이익	101	16	70	73
순이익률(%)	10.0	1.8	8.0	7.9
지배주주귀속 순이익	91	15	65	67
기타포괄이익	16	16	16	16
총포괄이익	117	32	86	89
지배주주귀속총포괄이익	105	29	79	82

현금흐름표

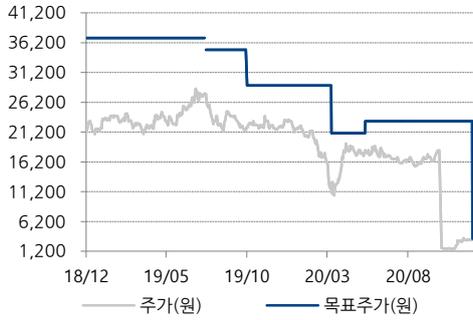
(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	351	184	255	255
당기순이익	101	16	70	73
유형자산감가상각비	122	147	147	149
무형자산상각비	2	1	1	1
지분법관련손실(이익)	11	11	11	11
투자활동 현금흐름	-473	-248	-277	-493
유형자산의 처분(취득)	-374	-150	-170	-400
무형자산의 처분(취득)	1	-	-	-
금융상품의 증감	7	-39	-7	-22
재무활동 현금흐름	136	270	265	330
단기금융부채의증감	46	-	-5	-10
장기금융부채의증감	-	-15	205	250
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	22	-19	4	3
기초현금및현금성자산	77	100	81	85
기말현금및현금성자산	100	81	85	88

주요투자지표

(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)				
EPS	371	61	265	275
BPS	3,394	3,520	3,850	4,189
CFPS	876	666	871	888
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER	6.3	52.0	11.9	11.5
PBR	0.7	0.9	0.8	0.8
PCR	2.7	4.7	3.6	3.6
EV/EBITDA	8.0	9.5	9.4	10.0
Key Financial Ratio(%)				
ROE	11.5	1.8	7.2	6.8
EBITDA 이익률	25.1	33.4	33.5	32.2
부채비율	273.2	261.7	236.6	234.8
순부채비율	218.5	215.2	195.6	199.5
매출채권회전율(x)	8.4	9.1	8.5	8.7
재고자산회전율(x)	16.1	15.8	17.0	17.4

자료 : 대한해운, 하이투자증권 리서치본부

대한해운
최근 2년간 투자이전 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이전	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2019-07-24(담당자변경)	Buy	35,000	1년	-93.3%	-92.3%
2019-10-10	Buy	29,000	1년	-92.8%	-91.8%
2020-03-18	Buy	21,000	1년	-92.3%	-90.8%
2020-05-21	Buy	23,000	1년	-91.8%	-85.3%
2020-12-11	Hold	3,300	1년		

Compliance notice

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-mail 등을 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 간섭 없이 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 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
 - Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
 - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
 - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시기총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
 - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2020-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.2%	9.8%	-