

자동차/운송
이병근
 02)6742-3533
 bglee@heungkuksec.co.kr

(005880)

대한해운

안정적인 해운주

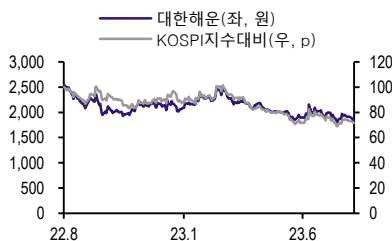
BUY(유지)

목표주가	2,600원(하향)			
현재주가(08/17)	1,843원			
상승여력	41.1%			
시가총액	588십억원			
발행주식수	319,177천주			
52주 최고가 / 최저가	2,495 / 1,797원			
3개월 일평균거래대금	5십억원			
외국인 지분율	5.0%			
주요주주				
에스엠하이플러스 (외 4인)	49.4%			
국민연금공단 (외 1인)	6.0%			
자사주 (외 1인)	2.6%			
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-9.2	-9.1	-18.5	-26.7
상대수익률(KOSPI)	-5.2	-10.9	-20.5	-26.4

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2021	2022	2023E	2024E
매출액	1,154	1,612	1,437	1,442
영업이익	204	268	259	278
EBITDA	324	413	420	445
지배주주순이익	246	158	132	147
EPS	771	494	425	473
순차입금	1,769	2,122	2,131	2,068
PER	3.4	4.4	4.3	3.8
PBR	0.7	0.5	0.4	0.3
EV/EBITDA	8.0	6.8	6.5	6.0
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	23.9	11.2	8.3	8.6
컨센서스 영업이익	204	268	258	282
컨센서스 EPS	771	494	453	503

주가추이



2Q23 Review: 매출액 -19.9%, 영업이익 -5.0% YoY

대한해운은 '23년 2분기 매출액 3,436억원(-19.9% YoY, -3.1% QoQ), 영업이익 653억원(-5.0% YoY, +9.0% QoQ, OPM 19.0%)을 기록했다. 영업이익 컨센서스 640억원에 부합했다. 전분기 대비 벌크선 운임이 소폭 반등 하면서, 자회사 부정기선을 중심으로 수익성이 개선됐다.

효자 사업부가 되어버린 LNG

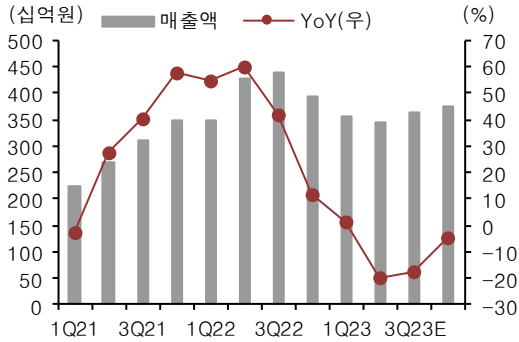
▪ 벌크선: 매출액 1,511억원(-35.5% YoY, -0.3% QoQ), 영업이익 266억원(-54.1% YoY, -0.3% QoQ, OPM 17.6%)을 기록했다. 전용선 부문은 1분기와 유사한 매출액을 기록, 전분기와 마찬가지로 동사의 이익을 방어하는데 큰 기여를 했다. 부정기선을 운영하는 자회사를 중심으로 적자폭이 개선된 것은 동사의 수익성 개선에 기인했다. 자회사인 대한상선과 창명해운 각가 영업이익 81억원(-1.2% QoQ), 영업이익 -4억원(적자지속 QoQ)를 기록했는데, Spot 영업을 위주로 하는 창명해운은 전분기 대비 적자폭이 14억원 축소됐다. 중국 부동산 리스크 및 조강생산량 통제 등으로 Capesize 시황 반등은 쉽지 않을 전망이지만, 성수기 진입 및 파나마 운하 체선 등으로 현재 운임 수준에서 추가 하락 가능성은 제한적일 것으로 예상된다.

▪ LNG선: 매출액 834억원(+18.0% YoY, -8.8% QoQ), 영업이익 229억원(흑자전환 YoY, +6.2% QoQ, OPM 27.5%)을 기록했다. 3분기 도입 예정인 LNG 2척은 4분기부터 본격적으로 실적에 기여할 것으로 판단된다. 올해는 저시황으로 인한 벌크선 부문 부진을 LNG선 이익 성장이 상쇄해줄 수 있을 것이다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 2,600원으로 하향

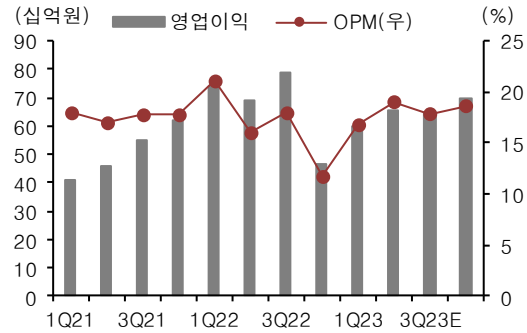
대한해운에 대한 투자의견은 Buy를 유지하지만, 실적 추정치를 하향함에 따라 목표주가는 2,600원으로 하향한다. 목표주가는 하향했지만, 동사 주가는 2023년 기준 PBR 0.4배로 저평가된 수준이다. 벌크 시황センチ멘탈이 좋지 않은 상황이지만, Spot 비중이 낮은 동사의 수익성 악화는 제한적이기 때문에, 현 시점 가장 안전한 해운주라 판단한다.

그림 1 대한해운 매출액 추이 및 전망



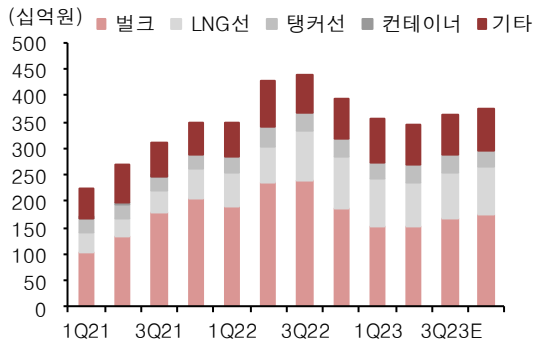
자료: 대한해운, 흥국증권 리서치센터

그림 2 대한해운 영업이익 추이 및 전망



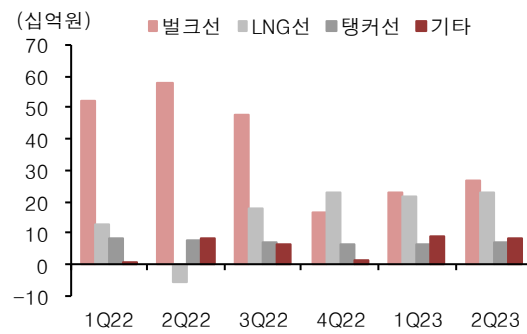
자료: 대한해운, 흥국증권 리서치센터

그림 3 대한해운 사업부별 매출액 추이



자료: 대한해운, 흥국증권 리서치센터

그림 4 대한해운 사업부별 영업이익 추이



자료: 대한해운, 흥국증권 리서치센터

그림 5 BDI 추이



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

표 1 대한해운 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	350	429	440	393	355	344	364	375	1,612	1,437	1,442
YoY(%)	55.1	59.9	42.2	12.1	1.4	-19.9	-17.3	-4.6	39.7	-10.9	0.4
QoQ(%)	-0.1	22.7	2.6	-10.8	-9.7	-3.1	6.0	2.9			
[매출구성]											
벌크	189	234	239	187	152	151	168	176	849	647	644
LNG선	64	71	94	98	92	83	87	89	327	351	368
탱커선	32	35	34	33	31	34	32	32	134	129	123
컨테이너선	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
기타	65	90	73	75	80	75	77	77	303	310	307
영업이익	74	69	79	46	60	65	65	69	268	259	278
OPM(%)	21.0	16.0	18.0	11.8	16.9	19.0	17.8	18.5	16.6	18.0	19.3
YoY(%)	80.6	50.4	43.1	-25.6	-18.6	-5.0	-18.0	49.9	31.3	-3.1	7.1
QoQ(%)	18.2	-6.6	15.1	-41.4	29.2	9.0	-0.7	7.2			
세전이익	81	69	80	-46	44	28	40	41	185	152	165
YoY(%)	59.9	70.5	-47.5	-158.4	-46.3	-60.3	-50.6	-188.3	-42.9	-18.0	9.0
지배기업순이익	62	56	67	-28	37	25	34	36	158	132	147
NPM(%)	17.8	13.1	15.2	-7.0	10.5	7.4	9.3	9.5	9.8	9.2	10.2
YoY(%)	25.8	107.2	-44.7	적전	-40.3	-54.7	-49.6	흑전	-36.0	-16.2	11.4
QoQ(%)	28.1	-9.9	19.1	-141.4	-234.5	-31.6	32.6	5.9			
평균 KRW/USD	1,206	1,261	1,341	1,358	1,276	1,316	1,280	1,270	1,291	1,285	1,205
평균 BDI	2,041	2,530	1,655	1,523	1,010	1,313	1,500	1,600	1,937	1,356	1,981

자료: 흥국증권 리서치센터

표 2 대한해운 목표주가 산정 PBR Multiple Valuation

	2023E	2024E	비고
지배기업자본총계 (십억원)	1,638	1,775	
적용주식수 (천주)	319,177	319,177	
BPS (원)	5,131	5,563	12M Fwd BPS 5,368
목표 PBR (배)		0.5	
목표주가 (원)		2,600	
현재주가(원)		1,843	
상승여력 (%)		41.1	

자료: 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,154	1,612	1,437	1,442	1,416
증가율 (Y-Y,%)	30.5	39.7	(10.9)	0.4	(1.8)
영업이익	204	268	259	278	278
증가율 (Y-Y,%)	39.7	31.3	(3.1)	7.1	0.1
EBITDA	324	413	420	445	448
영업외손익	120	(83)	(108)	(112)	(122)
순이자수익	(53)	(83)	(137)	(139)	(139)
외화관련손익	30	24	32	29	19
지분법손익	5	13	14	13	14
세전계속사업손익	324	185	152	165	156
당기순이익	307	172	136	149	140
지배기업당기순이익	246	158	132	147	139
증가율 (Y-Y,%)	2,700.7	(36.0)	(16.3)	11.4	(5.7)
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	(3.5)	17.0	17.6	7.7	(4.2)
영업이익증가율(3Yr)	14.7	27.6	21.1	10.8	1.3
EBITDA증가율(3Yr)	18.6	17.8	14.8	11.1	2.7
순이익증가율(3Yr)	57.6	19.5	70.4	(21.4)	(6.6)
영업이익률(%)	17.7	16.6	18.0	19.3	19.6
EBITDA마진(%)	28.1	25.6	29.2	30.9	31.6
순이익률 (%)	26.6	10.7	9.5	10.3	9.9
NOPLAT	193	249	233	250	250
(+) Dep	121	145	161	167	170
(-) 운전자본투자	141	15	(6)	2	2
(-) Capex	165	546	164	205	213
OpFCF	8	(167)	236	211	204

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	502	561	595	614	616
현금성자산	171	173	190	204	203
매출채권	114	143	152	152	152
재고자산	105	137	139	139	138
비유동자산	3,357	3,929	4,071	4,155	4,247
투자자산	993	1,072	1,131	1,177	1,224
유형자산	2,355	2,848	2,931	2,969	3,013
무형자산	10	10	10	10	10
자산총계	3,860	4,490	4,666	4,769	4,863
유동부채	390	722	928	874	819
매입채무	130	151	175	176	175
유동성이자부채	231	521	704	647	590
비유동부채	1,951	1,984	1,829	1,838	1,849
비유동이자부채	1,709	1,774	1,617	1,626	1,635
부채총계	2,342	2,706	2,756	2,712	2,668
자본금	160	160	160	160	160
자본잉여금	188	188	188	188	188
이익잉여금	653	810	942	1,089	1,228
자본조정	287	369	354	354	354
자기주식	(15)	(15)	(15)	(15)	(15)
자본총계	1,518	1,784	1,910	2,057	2,196
투하자본	3,213	3,809	3,937	4,017	4,106
순차입금	1,769	2,122	2,131	2,068	2,023
ROA	6.8	3.8	2.9	3.1	2.9
ROE	23.9	11.2	8.3	8.6	7.5
ROIC	6.6	7.1	6.0	6.3	6.2

주요투자지표

(단위:십억원, 원)

결산기	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Per share Data					
EPS	771	494	425	473	446
BPS	4,031	4,783	5,150	5,611	6,045
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	3.4	4.4	4.3	3.8	4.1
PBR	0.7	0.5	0.4	0.3	0.3
EV/ EBITDA	8.0	6.8	6.5	6.0	5.8
배당수익율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PCR	2.5	1.7	2.3	1.9	1.9
PSR	0.7	0.4	0.4	0.4	0.4
재무건전성 (%)					
부채비율	154.2	151.7	144.3	131.9	121.5
Net debt/Equity	116.5	119.0	111.6	100.6	92.1
Net debt/EBITDA	545.2	513.9	507.3	464.8	451.9
유동비율	128.7	77.7	64.1	70.2	75.2
이자보상배율	3.9	3.2	1.9	2.0	2.0
이자비용/매출액	5.9	5.5	10.2	10.2	10.4
자산구조					
투하자본(%)	73.4	75.4	74.9	74.4	74.2
현금+투자자산(%)	26.6	24.6	25.1	25.6	25.8
자본구조					
차입금(%)	56.1	56.3	54.9	52.5	50.3
자기자본(%)	43.9	43.7	45.1	47.5	49.7

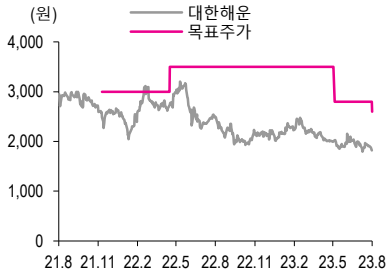
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업현금	320	392	268	311	303
당기순이익	307	172	136	149	140
자산상각비	121	145	161	167	170
운전자본증감	(9)	(22)	11	(2)	(2)
매출채권감소(증가)	10	5	(2)	(0)	1
재고자산감소(증가)	(46)	(38)	(1)	0	1
매입채무증감(감소)	19	13	25	1	(1)
투자현금	(133)	(497)	(190)	(251)	(261)
단기투자자산감소	(107)	(12)	(3)	(4)	(5)
장기투자증감감소	(22)	0	1	1	1
설비투자	(165)	(546)	(164)	(205)	(213)
유무형자산감소	141	20	(0)	(0)	(0)
재무현금	(222)	104	(53)	(48)	(47)
차입금증가	(490)	(132)	(29)	(48)	(47)
자본증가	184	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	5	(5)	24	11	(5)
총현금흐름(Gross CF)	332	418	257	312	306
(-) 운전자본증감(감소)	141	15	(6)	2	2
(-) 설비투자	165	546	164	205	213
(+) 자산매각	141	20	(0)	(0)	(0)
Free Cash Flow	167	(124)	100	105	90
(-) 기타투자	22	0	(1)	(1)	(1)
잉여현금	145	(124)	100	106	91

대한해운 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자 의견 및 목표주가 변경

날짜	투자 의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2021-11-26	Buy	3,000	(12.8)	3.8
2022-05-03	담당자 변경			
2022-05-03	Buy	3,500	(34.2)	(8.4)
2023-05-21	Buy	2,800	(30.5)	(23.0)
2023-08-18	Buy	2,600		

투자 의견(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상
		산업	

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2023년 06월 30일 기준)

Buy (99.1%)	Hold (0.9%)	Sell (0.0%)
-------------	-------------	-------------

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대여, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 if 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.



<http://www.heungkuksec.co.kr>

- 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 14층)
(리서치센터) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 6층)
- 전화번호 영업부 대표 02) 6742-3635
- 팩스 영업부 대표 02) 739-6286