

자동차/운송

이병근

02)6742-3533

bglee@heungkuksec.co.kr

(005880)

대한해운

BUY(유지)

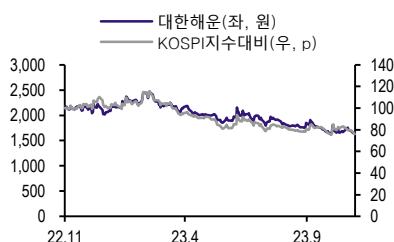
저시황도 문제없다는 것을 증명

목표주가		2,600원(유지)			
현재주가(11/16)		1,692원			
상승여력		53.7%			
시가총액		532십억원			
발행주식수		319,177천주			
52주 최고가 / 최저가		2,475 / 1,624원			
3개월 일평균거래대금		4십억원			
외국인 지분율		5.1%			
주요주주					
에스엠하이플러스 (외 4인)		49.4%			
국민연금공단 (외 1인)		6.0%			
자사주 (외 1인)		2.6%			
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월	
절대수익률	0.5	-11.0	-16.8	-25.2	
상대수익률(KOSPI)	-0.8	-7.8	-17.1	-25.5	

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2021	2022	2023E	2024E
매출액	1,154	1,612	1,410	1,487
영업이익	204	268	275	316
EBITDA	324	413	435	485
지배주주순이익	246	158	127	143
EPS	771	494	408	459
순차입금	1,769	2,122	2,135	2,074
PER	3.4	4.4	4.1	3.6
PBR	0.7	0.5	0.3	0.3
EV/EBITDA	8.0	6.8	6.1	5.4
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	23.9	11.2	8.0	8.3
컨센서스 영업이익	204	268	259	280
컨센서스 EPS	771	494	384	409

주가추이



3Q23 Review: 매출액 -23.6%, 영업이익 -5.7% YoY

대한해운은 '23년 3분기 매출액 3,363억원(-23.6% YoY, -21.6% QoQ), 영업이익 745억원(-5.7% YoY, +8.5% QoQ, OPM 22.2%)을 기록했다. 영업이익 컨센서스를 15.5% 상회했다. 전분기 대비 벌크선 시황은 좋지 않았지만, 전용선 중심으로 방어에 성공하면서 호실적을 시현했다.

LNG 이익 체력 Level Up

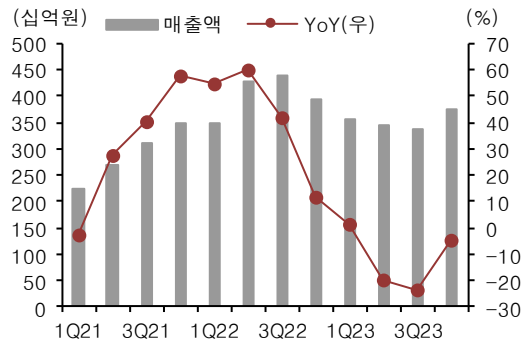
벌크선 부문은 매출액 1,485억원(-37.9% YoY, -1.7% QoQ), 영업이익 268억원(-43.9% YoY, +0.7% QoQ, OPM 18.1%)을 기록했다. 전용선 부문 영업이익은 1분기와 유사한 수준으로 추정, 부정기선을 운영하는 자회사들 중심으로 적자폭이 개선됐다. 자회사인 대한상선과 창명해운 각각 영업이익 100억원(+23.5% QoQ), 영업이익 -6억원(적자지속 QoQ)을 기록했다. 대한상선의 경우 시황과 다르게 전분기 대비 수익성이 개선, 2분기에 인식되지 않았던 매출이 3분기에 일회성으로 반영된 것으로 파악된다. 4분기에 3분기 대비 시황이 좋은 상황이기에, Spot 영업을 중심으로 하는 자회사들의 실적이 소폭 개선될 전망이다. 벌크 선황은 겨울 비수기에 진입, 중국 내 철광석 수요가 위축되는 상황에서 계절성을 이기고 운임이 더 오르기에 쉽지 않을 것으로 판단한다. 다만, 동사는 벌크선 운임이 조정을 받아도 이번 분기처럼 전용선을 중심으로 실적 방어가 가능할 것이다.

LNG선 부문은 매출액 837억원(-11.1% YoY, +0.4% QoQ), 영업이익 329억원(+83.9% YoY, +43.2% QoQ, OPM 39.2%)을 기록했다. 3분기 도입된 LNG선 2척은 4분기부터 온기 반영되기 시작하면서, LNG선 이익 체력은 올라갈 전망이다. 한 척당 연간 매출 규모는 약 280억원 수준이다.

투자의견 BUY, 목표주가 2,600원 유지

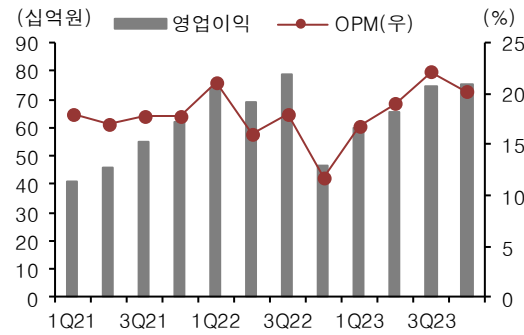
대한해운에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 2,600원을 유지한다. 동사 주가는 2023년 기준 PBR 0.3배로 극도로 저평가된 수준이다. 해운 시황이 전반적으로 좋지 않은 상황에서 Spot 비중이 낮은 동사의 수익성 악화는 제한적이라 판단, 현 시점 가장 안전한 해운주다.

그림 1 대한해운 매출액 추이 및 전망



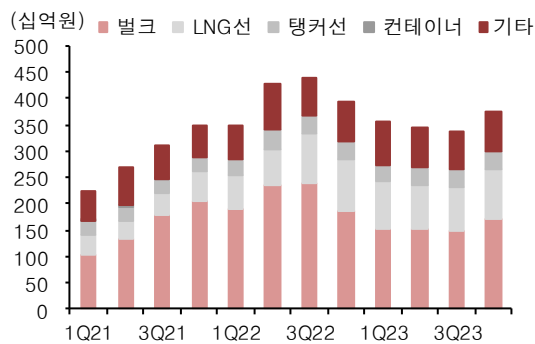
자료: 대한해운, 흥국증권 리서치센터

그림 2 대한해운 영업이익 추이 및 전망



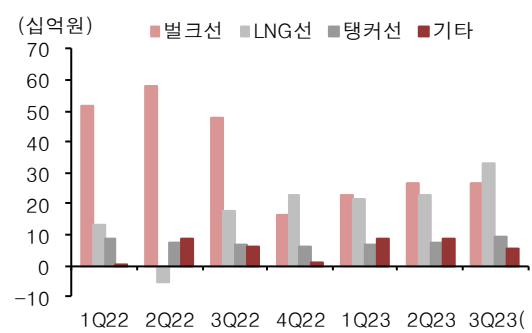
자료: 대한해운, 흥국증권 리서치센터

그림 3 대한해운 사업부별 매출액 추이



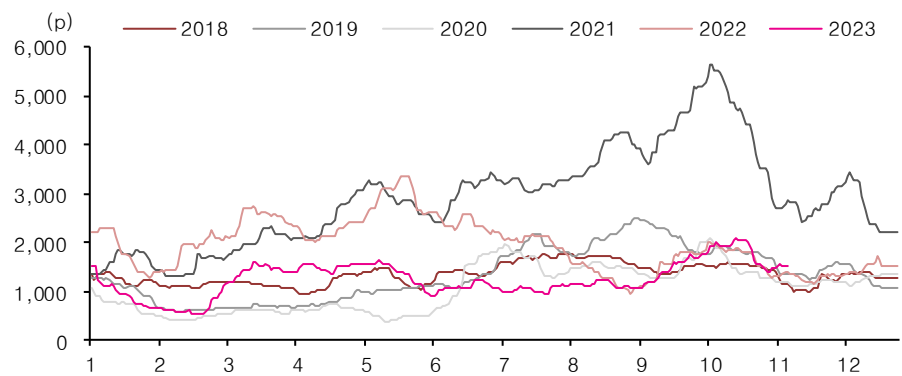
자료: 대한해운, 흥국증권 리서치센터

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	2Q23	3Q23	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	350	429	440	393	355	344	336	375	1,612	1,410	1,487
YoY(%)	55.1	59.9	42.2	12.1	1.4	-19.9	-23.6	-4.5	39.7	-12.6	5.5
QoQ(%)	-0.1	22.7	2.6	-10.8	-9.7	-3.1	-2.1	11.5			
[매출구성]											
벌크	189	234	239	187	152	151	148	171	849	622	647
LNG선	64	71	94	98	92	83	84	94	327	353	416
탱커선	32	35	34	33	31	34	35	36	134	135	131
컨테이너선	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
기타	65	90	73	75	80	75	69	75	303	300	292
영업이익	74	69	79	46	60	65	75	76	268	275	316
OPM(%)	21.0	16.0	18.0	11.8	16.9	19.0	22.2	20.2	16.6	19.5	21.2
YoY(%)	80.6	50.4	43.1	-25.6	-18.6	-5.0	-5.7	63.3	31.3	2.9	14.6
QoQ(%)	18.2	-6.6	15.1	-41.4	29.2	9.0	14.2	1.5			
세전이익	81	69	80	-46	44	28	39	35	185	146	162
YoY(%)	59.9	70.5	-47.5	-158.4	-46.3	-60.2	-51.1	-175.8	-42.9	-21.3	11.5
지배기업순이익	62	56	67	-28	37	25	35	30	158	127	143
NPM(%)	17.8	13.1	15.2	-7.0	10.5	7.4	10.4	8.0	9.8	9.1	9.6
YoY(%)	25.8	107.2	-44.7	적전	-40.3	-54.7	-47.5	흑전	-36.0	-18.9	11.6
QoQ(%)	28.1	-9.9	19.1	-141.4	-234.5	-31.6	38.0	-14.2			
평균 KRW/USD	1,206	1,261	1,341	1,358	1,276	1,316	1,313	1,350	1,291	1,314	1,240
평균 BDI	2,041	2,530	1,655	1,523	1,010	1,313	1,194	1,520	1,937	1,259	1,525

자료: 흥국증권 리서치센터

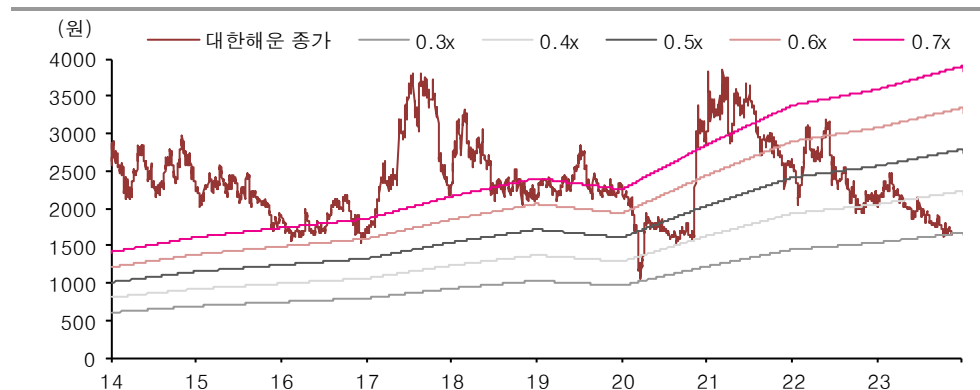
표 2 대한해운 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억원)

	변경 후		변경 전		변동률	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	1,410	1,487	1,437	1,442	-1.9%	3.1%
영업이익	275	316	259	278	6.2%	13.7%
세전이익	146	162	152	165	-3.9%	-1.8%
순이익	128	143	132	147	-3.0%	-2.7%

자료: 팬오션, 흥국증권 리서치센터

그림 6 대한해운 12개월 선행 PBR Band



자료: Dataguide, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,154	1,612	1,410	1,487	1,433
증가율 (Y-Y,%)	30.5	39.7	(12.6)	5.5	(3.7)
영업이익	204	268	275	316	308
증가율 (Y-Y,%)	39.7	31.3	2.9	14.6	(2.3)
EBITDA	324	413	435	485	480
영업외손익	120	(83)	(130)	(153)	(140)
순이자수익	(53)	(83)	(142)	(132)	(118)
외화관련손익	30	24	33	29	19
지분법손익	5	13	11	13	14
세전계속사업손익	324	185	146	162	169
당기순이익	307	172	132	147	152
지배기업당기순이익	246	158	127	143	148
증가율 (Y-Y,%)	2,700.7	(36.0)	(19.6)	12.5	3.9
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	(3.5)	17.0	16.8	8.8	(3.9)
영업이익증가율(3Yr)	14.7	27.6	23.6	15.7	4.8
EBITDA증가율(3Yr)	18.6	17.8	16.2	14.3	5.1
순이익증가율(3Yr)	57.6	19.5	68.6	(21.8)	(4.0)
영업이익률(%)	17.7	16.6	19.5	21.2	21.5
EBITDA마진(%)	28.1	25.6	30.9	32.6	33.5
순이익률 (%)	26.6	10.7	9.4	9.9	10.6
NOPLAT	193	249	250	285	278
(+) Dep	121	145	160	169	171
(-) 운전자본투자	141	15	(15)	1	2
(-) Capex	165	546	176	205	213
OpFCF	8	(167)	248	248	234

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	502	561	568	595	620
현금성자산	171	173	169	192	213
매출채권	114	143	152	152	152
재고자산	105	137	139	139	138
비유동자산	3,357	3,929	4,076	4,157	4,246
투자자산	993	1,072	1,103	1,148	1,195
유형자산	2,355	2,848	2,964	3,000	3,043
무형자산	10	10	9	9	9
자산총계	3,860	4,490	4,644	4,753	4,866
유동부채	390	722	884	841	796
매입채무	130	151	175	176	175
유동성이자부채	231	521	657	611	564
비유동부채	1,951	1,984	1,855	1,863	1,874
비유동이자부채	1,709	1,774	1,647	1,655	1,664
부채총계	2,342	2,706	2,738	2,704	2,669
자본금	160	160	160	160	160
자본잉여금	188	188	188	188	188
이익잉여금	653	810	937	1,080	1,228
자본조정	287	369	354	354	354
자기주식	(15)	(15)	(15)	(15)	(15)
자본총계	1,518	1,784	1,906	2,049	2,197
투하자본	3,213	3,809	3,937	4,014	4,100
순차입금	1,769	2,122	2,135	2,074	2,016
ROA	6.8	3.8	2.8	3.0	3.1
ROE	23.9	11.2	8.0	8.3	8.0
ROIC	6.6	7.1	6.4	7.2	6.9

주요투자지표

(단위:십억원, 원)

결산기	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Per share Data					
EPS	771	494	408	459	476
BPS	4,031	4,783	5,134	5,580	6,044
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	3.4	4.4	4.1	3.6	3.5
PBR	0.7	0.5	0.3	0.3	0.3
EV/ EBITDA	8.0	6.8	6.1	5.4	5.3
배당수익율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PCR	2.5	1.7	1.9	1.7	1.7
PSR	0.7	0.4	0.4	0.4	0.4
재무건전성 (%)					
부채비율	154.2	151.7	143.7	132.0	121.5
Net debt/Equity	116.5	119.0	112.0	101.2	91.8
Net debt/EBITDA	545.2	513.9	490.6	427.8	420.2
유동비율	128.7	77.7	64.3	70.8	77.9
이자보상배율	3.9	3.2	1.9	2.4	2.6
이자비용/매출액	5.9	5.5	10.9	9.3	8.7
자산구조					
투하자본(%)	73.4	75.4	75.6	75.0	74.4
현금+투자자산(%)	26.6	24.6	24.4	25.0	25.6
자본구조					
차입금(%)	56.1	56.3	54.7	52.5	50.4
자기자본(%)	43.9	43.7	45.3	47.5	49.6

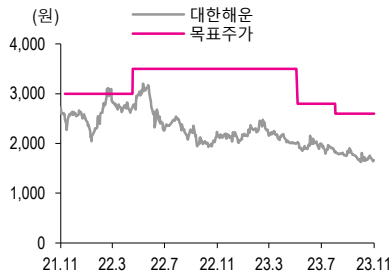
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업현금	320	392	293	308	315
당기순이익	307	172	132	147	152
자산상각비	121	145	160	169	171
운전자본증감	(9)	(22)	8	(1)	(2)
매출채권감소(증가)	10	5	1	(0)	1
재고자산감소(증가)	(46)	(38)	1	0	1
매입채무증감(감소)	19	13	15	1	(1)
투자현금	(133)	(497)	(175)	(250)	(260)
단기투자자산감소	(107)	(12)	(2)	(5)	(5)
장기투자증감감소	(22)	0	0	1	1
설비투자	(165)	(546)	(176)	(205)	(213)
유무형자산감소	141	20	0	(0)	(0)
재무현금	(222)	104	(124)	(38)	(37)
차입금증가	(490)	(132)	(125)	(38)	(37)
자본증가	185	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	5	(5)	(6)	20	17
총현금흐름(Gross CF)	332	418	283	309	317
(-) 운전자본증감(감소)	141	15	(15)	1	2
(-) 설비투자	165	546	176	205	213
(+) 자산매각	141	20	0	(0)	(0)
Free Cash Flow	167	(124)	122	103	101
(-) 기타투자	22	0	(0)	(1)	(1)
잉여현금	145	(124)	123	103	102

대한해운 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자이전 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2021-11-26	Buy	3,000	(12.8)	3.8
2022-05-03	담당자변경			
2022-05-03	Buy	3,500	(34.3)	(8.4)
2023-05-21	Buy	2,800	(30.6)	(23.0)
2023-08-18	Buy	2,600	(32.8)	(26.7)
2023-11-17	Buy	2,600		

투자의견(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 09월 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, 대어, 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