

대한해운(005880)

매수(유지)

목표주가: 45,000원(유지)

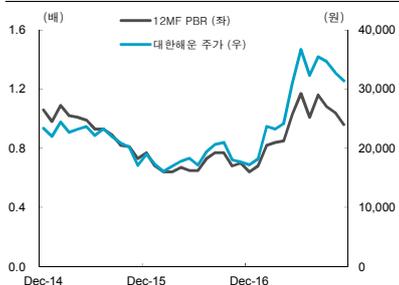
Stock Data

KOSPI(11/3)	2,558
주가(11/3)	31,400
시가총액(십억원)	767
발행주식수(백만)	24
52주 최고/최저가(원)	38,050/15,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	9,784
유동주식비율/외국인지분율(%)	49.8/6.1
주요주주(%)	티케이캐미칼 외 16인 50.2
	국민연금 7.9

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(9.4)	28.4	73.0
상대주가(%p)	(16.2)	13.2	44.1

12MF PBR 추이



자료: WISEfn 컨센서스

에스엠상선과 우방건설산업 합병 결정

2018년부터 에스엠상선은 대한해운의 연결실적에 제외

대한해운의 컨테이너선 사업부문인 에스엠상선과 우방건설산업의 합병이 결정됐다. 합병 회사는 자산 6,000억원 규모가 되며, 상반기말 221%에 달했던 에스엠상선의 부채비율은 우방건설산업과의 합병으로 약 50%p 낮아지게 된다. 이번 합병은 선박 투자자금 확보 및 재무안정성 제고를 위해 삼남마이다스(SM)그룹이 올해 8월부터 준비해 왔다. 당초 계획과 다르게 대한상선의 합병작업은 내년으로 미뤄졌다. 이번 합병으로 대한해운의 에스엠상선 지분율은 현재 26.0%에서 7.44%로 낮아지게 된다. 연결종속법인인 대한상선의 지분을 포함해도 14.02%로 2018년부터 에스엠상선은 연결 재무제표에서 제외될 전망이다.

벌크선 사업에 집중, 성장동력에 대한 고민 커져

시장이 우려한 대로 새로운 성장동력인 컨테이너선 사업이 연결실적에서 제외되고, 합병 비율은 당초 예상을 밑돌았다. 에스엠상선의 미래 수익가치에 대한 불확실성을 반영해 자산가치 비율과 유사하게 평가받은 것으로 추정된다. 에스엠상선은 2018년 대한해운의 영업이익에서 25%를 차지할 것으로 예상됐었다. 다만 초기 컨테이너선 사업진출에 따른 이익 불확실성 및 추가 지원 부담 등이 해소되는 만큼 대한해운은 장기운송계약 중심의 벌크선 본업에 집중할 수 있을 것이다. 에스엠상선 설립 초기에는 벌크해운 전문업체인 대한해운이 한진해운의 미주 컨테이너 해운사업에 진출하는 것을 부정적으로 보는 시각이 우세했다. 벌크선 사업은 포스코 9척, 한국가스공사 10척 등 장기 전용선 중심으로 이익 전망이 안정적이며 BDI 회복에 따라 Vale 등 신규 장기계약이 기대되는 시점이다.

단기 투자심리 훼손 불가피하나, 현 주가는 이미 벌크선 가치만 반영

대한해운에 대해 '매수' 의견과 목표주가 45,000원을 유지한다. 컨테이너 해운업 턱어라운드 대한 투자대안으로서 매력은 상실했고 에스엠상선과 대한상선의 합병 시점이 불분명해 단기 투자심리 훼손은 불가피하다. 다만 현 주가는 컨테이너선 사업의 수익성에 대한 의구심과 합병에 따른 지분율 희석 우려를 동시에 반영하고 있다. 에스엠상선의 이익기여가 본격화되기까지 걸리는 시간과 비용을 감안하면 이번 합병결정으로 초기 불확실성이 완화된다. BDI 상승추세에 따라 신규 장기계약 기회가 점차 늘어날 전망으로 새로운 성장동력에 대한 우려를 덜어낸다면 벌크해운 본업에 대한 재평가가 나타날 것이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2015A	532	86	39	1,594	(46.1)	169	11.9	7.6	0.8	7.4	-
2016A	540	44	30	1,220	(23.5)	129	14.1	13.4	0.7	5.1	-
2017F	1,538	142	102	4,176	242.3	244	7.5	9.7	1.2	16.0	-
2018F	1,925	187	122	4,978	19.2	299	6.3	8.7	1.0	16.8	-
2019F	2,118	227	149	6,105	22.7	348	5.1	7.9	0.8	17.3	-

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

최고운

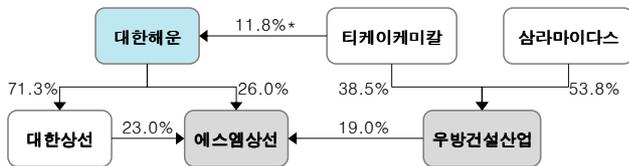
gowoon@truefriend.com

<표 1> 에스엠상선 설립 및 합병 추진 경과

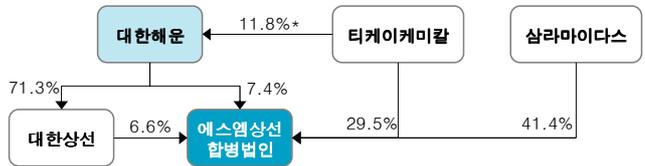
시기	주요 내용
2016년 11월	대한해운, 한진해운 북미항로 등 주요 영업자산 양수도 계약 체결
2016년 12월	에스엠상선 설립
2017년 1월	대한해운 임시주주총회에서 한진해운 미주 및 아주항로 영업권 인수 안건 부결 에스엠상선에 대한 지분투자 형태로 컨테이너선 사업에 참여
2017년 3월	에스엠상선, 태국/베트남 노선 등 아시아역내 서비스 공식 운항 시작
2017년 4월	북미서안 노선 운항 시작, 6500TEU급 선박 5척 투입
2017년 8월	에스엠상선-대한상선-우방건설산업 합병계획 발표
2017년 11월	11월 2일 이사회를 통해 에스엠상선-우방건설산업 합병 결정
2017년 12월	합병완료. 합병기일 12월 31일 예정
2018년	추가로 대한상선 합병 추진. 에스엠상선 미주동안 및 캐나다 노선 확장 계획

자료: 대한해운, 언론자료, 한국투자증권

[그림 1] 합병 이전 지분구조

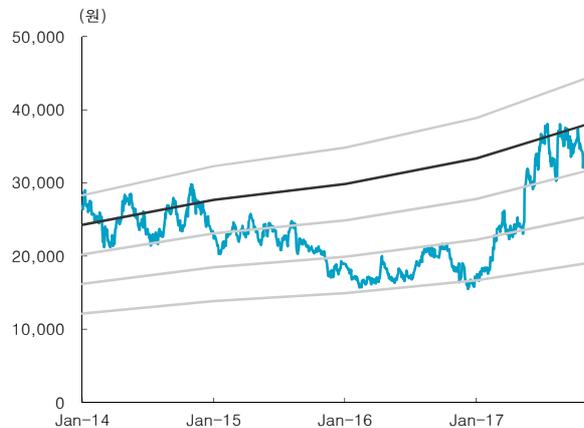


[그림 2] 합병 이후 지분구조



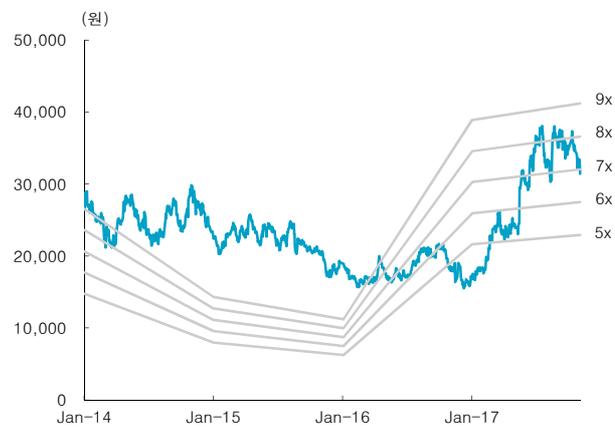
주: 티케이케미칼의 대한해운 지분은 티케이케미칼이 최대주인 특수목적법인 케이엘홀딩스와 케이엘홀딩스2호의 지분까지 포함할 경우 44.4%
 자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 3] PBR 밴드



자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 4] PER 밴드



자료: Quantwise, 한국투자증권

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
대한해운(005880)	2017.09.26	매수	45,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 11월 5일 현재 대한해운 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2017.9.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
78.6%	20.4%	1.0%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.