

2019-04-03



INDUSTRY ANALYSIS

조선/운송

1Q19 Preview

- 1) 이익이 돌아서는 조선
- 2) 수주도 양호할 조선
- 3) 현대중공업의 대우조선해양 인수 진행 상황 및 쟁점

조선·운송. 유승우, 3773-9180

SK INDUSTRY Analysis



Analyst

유승우

yswbest@sk.com
02-3773-9180

조선/운송

1Q19 Preview

1Q19 에도 조선사 공사손실충당금 설정 비율이 하락하며 이익 턴어라운드 지속될 전망. LNG 캐리어 발주는 하절기 냉방 수요가 살아나며 재차 나올 것으로 기대됨. 현대중공업의 대우조선해양 실사가 시작되었고 글로벌 경쟁국들의 기업결합 심의가 주요 현안임. 쟁점은 LNG 캐리어 수주 독과점 이슈임. 하지만 대규모 합병을 준비중인 경쟁국 중국도 벌크선 수주 독과점 이슈에서 자유롭지 못하기에 반대표는 어려울 것

이익이 돌아서는 조선

1Q19 에도 4Q18 에 이어 조선사들의 공사손실충당금 설정 비율이 낮아질 것으로 전망되며, 조선사들의 수주잔고가 턴어라운드 지속되면서 1Q19 에도 선가 인상 기조가 지속될 것임. 이는 연말로 갈수록 이익 턴어라운드로 실현될 수 있는 부분임. 그러나 대우조선해양은 2019 년 인도 선종 믹스 변화로 2018 년만큼의 호실적은 어려울 것임

수주도 양호할 조선

현재에는 동절기가 끝나면서 LNG 에 대한 수요가 침체를 보이고 있음. 따라서 LNG 가격이 맥을 못 추고 있는 상황. 당연히 운임도 하락세를 지속중임. 그러나 여름철 냉방 수요가 살아나면 운임 반등과 함께 투기적인 발주세를 기대해 볼 수 있다는 판단임. 아울러 앞서 밝혔듯이 선가도 오를 기미를 보이고 있기 때문에 발주를 망설이던 선주들의 투기적 발주를 기대해 볼 수 있는 상황임. 물론 누차 밝혔듯이 러시아산 PNG 의 중국 유입으로 LNG 캐리어 시장은 펀더멘털이 흔들릴 수 있음

현대중공업의 대우조선해양 인수 진행 상황 및 쟁점

현재 산업은행은 현대중공업을, 현대중공업을 대우조선해양을 8 주에 걸친 실사 작업에 착수함. 이제 주요 현안은 글로벌 경쟁국들로부터의 기업결합 심의 단계임. 한국 조선사들의 LNG 캐리어 수주 독과점 이슈가 도마 위에 오른 상황임. 국가별로 기관과 절차가 다르기 때문에 소요 시간은 짧게는 120 일에서 길게는 1 년까지 걸릴 것으로 보임. SK 증권 리서치센터는 경쟁국들의 기업결합 심의 반대는 쉽지 않을 것으로 판단함. 예를 들어 중국 같은 경우는 자국 조선사인 CSIC 와 CSSC 의 합병을 추진중인데, 이들도 벌크선 수주 독과점 이슈에서 자유롭지 못하기 때문에 반대표를 던지면 추후 그들의 기업결합 심의 과정에서 마찰을 빚을 수 있음

Contents

1. 이익이 돌아서는 조선	3
2. 수주도 양호할 조선	7
3. 현대중공업의 대우조선해양 인수 진행 상황 및 쟁점	12
4. 기업분석	
1) 현대중공업	18
2) 삼성중공업	23
3) 대우조선해양	28
4) 현대미포조선	33
5) 현대글로벌비스	38
6) CJ 대한통운	43
7) 대한항공	48
8) 팬오션	53

Compliance Notice

- 작성자(유승우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 4월 3일 기준)

매수	88.89%	중립	11.11%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

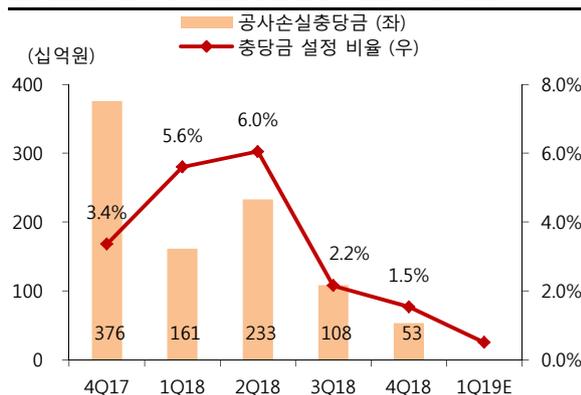
1. 이익이 돌아서는 조선

(1) 선가 인상 기조가 확연히 포착되고 있음

이익 턴어라운드 첫 번째 시그널은 공사손실충당금 감소 기조에서 파악할 수 있다. 현대중공업그룹은 2017년 4분기부터 신규수주분에 대하여 강제가 인상으로 인한 원가 상승분을 반영해 공사손실충당금을 쌓아왔다. 분기별 충당금 설정 비율(공사손실충당금/신규수주액)은 4Q17 3.4%, 1Q18 5.6%, 2Q18 6.0%로 꾸준히 상승해 왔다. 그런데 3Q18에 드디어 이 비율이 2.2%로 하락했다. 신규수주분의 선가 인상 폭이 확실하게 커졌기에 강제가 인상이 전망되는데도 불구하고 충당금 설정 비율이 하락한 것이다. 조금 더 정확히는, 역마진 폭이 그만큼 감소한 것으로 해석할 수 있다. 4Q18에도 충당금 설정 비율이 1.5%까지 하락했고 1Q19에도 이 비율은 하락할 전망이다.

Clarksons Research 기준 선종별로 선가 추이를 보면 2017년까지 바닥을 지지고 2018년 들어 본격적으로 우상향하기 시작했으며 2015년도 수준을 향해 지속적으로 상승 중이다. 한동안 선가 인상 기조를 이어가지 못하던 LNG 캐리어도 2018년 말부터 상승하고 있는 중이다. 최근 삼성중공업은 물론 고 스펙의 기자재가 투입되었다는 점을 감안해야 하지만 LNG 캐리어를 1.97억불에 수주하며 전 선종이 선가 인상 사이클에 접어들었음을 보여줬다.

현대중공업그룹의 공사손실충당금 설정 비율은 하락할 것임

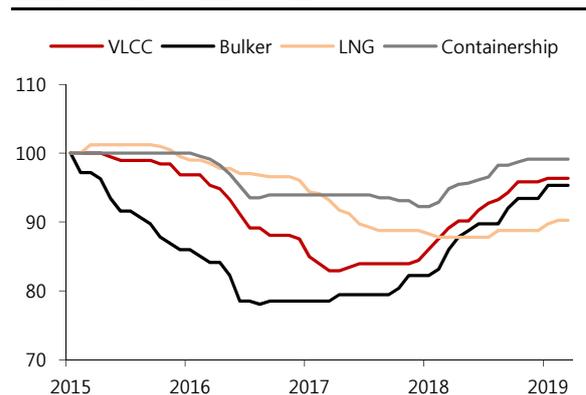


자료 : 현대중공업그룹, SK 증권

주 1: 현대중공업그룹 조선 3사 합산 공손충 및 조선 부문 신규수주액 기준임

주 2: 4Q17의 경우 2017년 전체 조선 신규수주량에 대해 한번에 공손충 설정

선종별로 선가는 모두 상승하고 있음



자료 : Clarksons Research, SK 증권

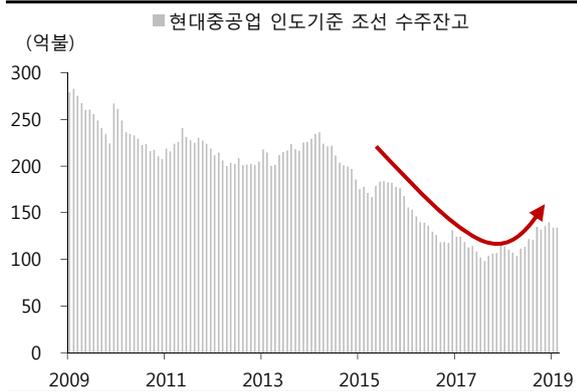
주: 2015년 1월이 100인 월간 지수

(2) 돌아서기 시작한 한국 수주잔고

그렇다면 중요한 것은 선가가 지속적으로 오를 가능성이 있다. 그래야 신규 수주분에 대한 총당금 설정액이 감소하거나 총당금 미설정으로 흑자 전환 및 증익 기조로 접어들 수 있기 때문이다. 선가 인상 가능성은 수주 잔고의 턴어라운드에서 찾을 수 있다.

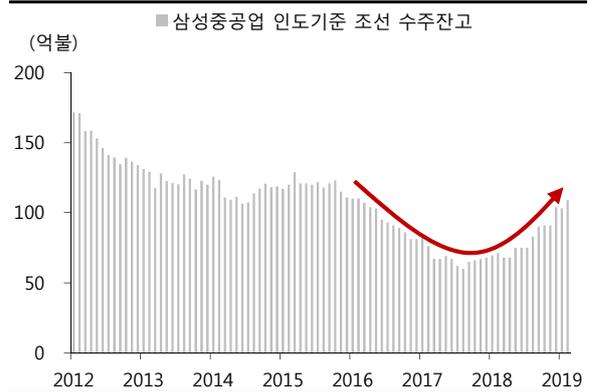
앞서 2018 년에 들어서면서 선종별 선가가 본격적으로 올랐음을 확인했는데, 그렇다면 2018 년 각 조선사들의 수주잔고는 하방을 다지고 있는 단계라는 것을 보여준다. 이미 현대중공업과 삼성중공업의 조선 부문은 인도기준 잔고가 돌아서서 이익 개선 시그널을 보여주고 있다. 반면 대우조선해양은 아직 하방을 다지고 있다. 3사 합산 기준으로는 턴어라운드가 확인되고 있기에 추가적인 선가 인상을 기대할 수 있는 상황이다.

현대중공업의 인도기준 조선 부문 수주잔고 추이



자료 : 현대중공업, SK 증권

삼성중공업의 인도기준 조선 부문 수주잔고 추이



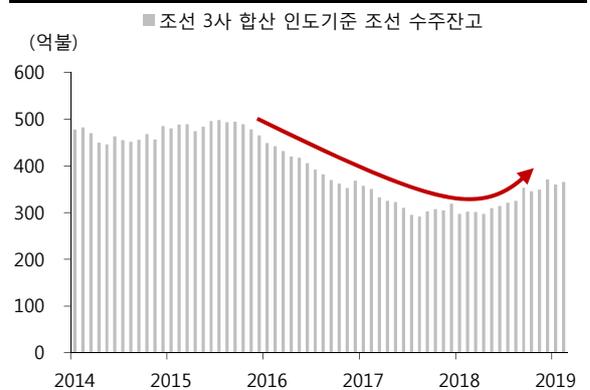
자료 : 삼성중공업, SK 증권

대우조선해양의 인도기준 조선 부문 수주잔고 추이



자료 : 대우조선해양, SK 증권

조선 3사 합산 인도기준 조선 부문 수주잔고 추이

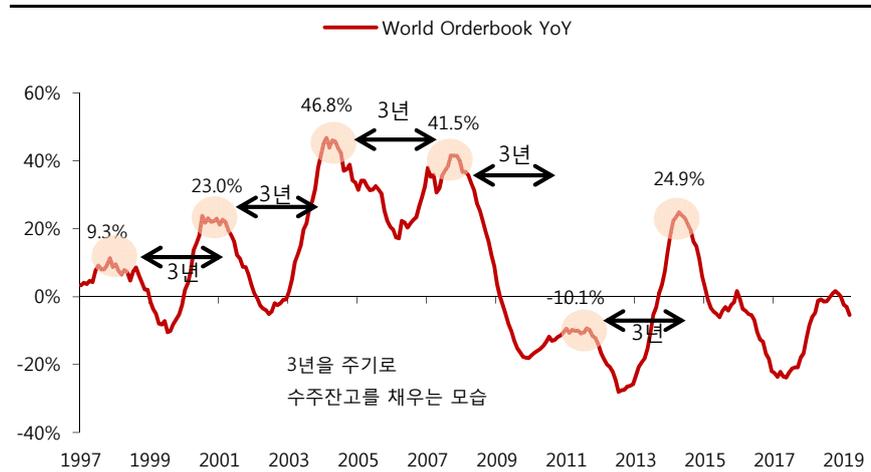


자료 : 현대중공업, 삼성중공업, 대우조선해양, SK 증권

하지만 이것이 글로벌 조선업의 턴어라운드를 의미하는 것은 아니다. 한국 조선사들이 글로벌 조선사들 대비 먼저 돌아선 것으로 보는 것이 맞다. CGT 기준의 전 세계 수주잔고 YoY 추이를 보면 2018 년에 비로소 방향성이 돌아서긴 했지만 2019 년 4 월 현재에도 아직 YoY 는 음의 영역이다.

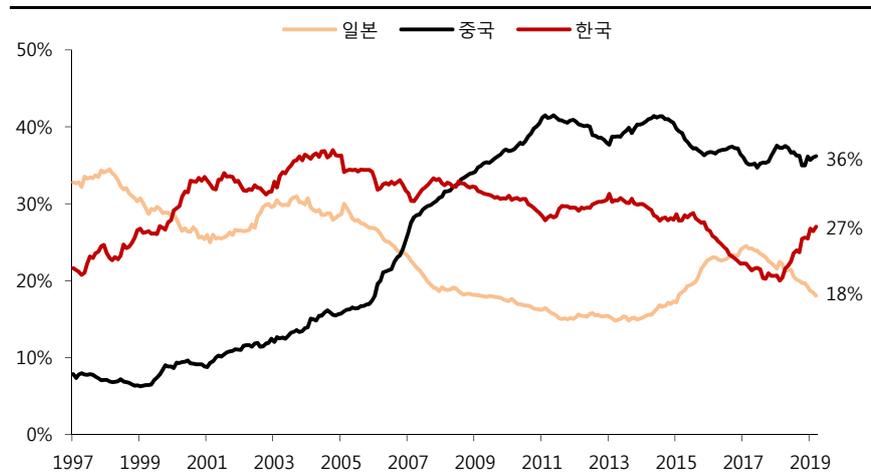
이 와중에 한국 조선사만 글로벌 M/S 를 높여왔을 뿐이다. 국가별 수주잔고 기준으로 조선사 점유율을 그려보면 중국 조선사는 최근 플랫폼, 일본 조선사는 다운사이클을 겪었고 한국 조선사만 2018 년을 기점으로 CGT 기준 27%까지 상승했다. 모두 LNG 캐리어 덕분이다.

CGT 기준 전 세계 수주 잔고 YoY 추이



자료 : Clarksons Research, SK 증권

국가별 수주잔고 기준 조선사 점유율 추이



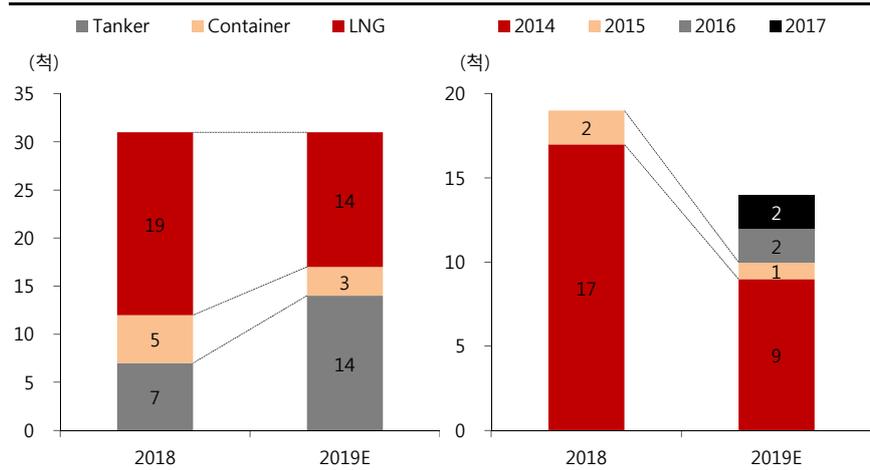
자료 : Clarksons Research, SK 증권

(3) 대우조선해양의 감익은 전체적인 증익 폭 제한할 것

하지만 대우조선해양의 인도 선종 믹스 변화는 다소 아쉽다. 2018년 탱커 7척, 컨테이너 5척, LNG 캐리어 19척을 인도한 대우조선해양은 2019년에는 탱커 인도량이 7척 늘고, LNG 캐리어 인도량이 5척 줄어든다. 상대적으로 저부가 선종인 탱커의 인도 비중 증가로 전체적인 절대 이익 규모는 2018년보다 낮을 수 밖에 없다.

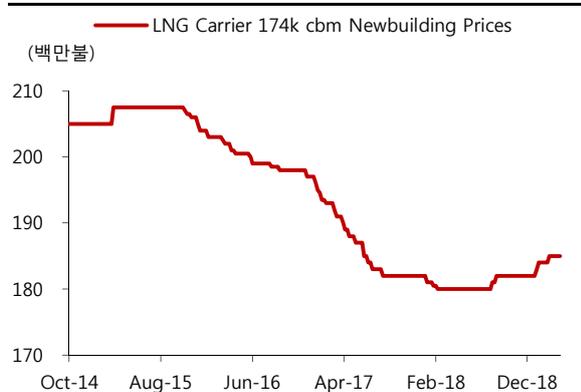
물론 LNG 캐리어 14척 인도는 인도량 자체로는 제법 견조한 수준이라고 할 수 있지만, 2019년에 인도되는 선종들은 2014년에 비싸게 수주한 LNG 캐리어가 아니다. 2018년에 인도된 LNG 캐리어는 2014년 수주분 17척과 2015년 수주분 2척인 반면, 2019년에는 2014년도 수주분 9척, 2015년 수주분 1척, 2016년 수주분 2척, 2017년 수주분 2척이 섞인다. 확실히 선가가 다운사이클을 그럴 때 수주한 물량들이다.

대우조선해양의 2019년 인도 선종 믹스 변화



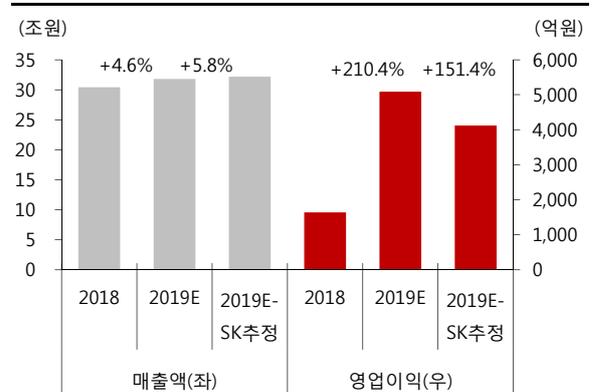
자료 : Clarksons Research, SK 증권

LNG 캐리어 선가는 2014년 이후 하락함



자료 : Clarksons Research, SK 증권

2019년 한국 조선사 합산 매출액, 영업이익 컨센서스와 추정치



자료 : DataGuide SK 증권

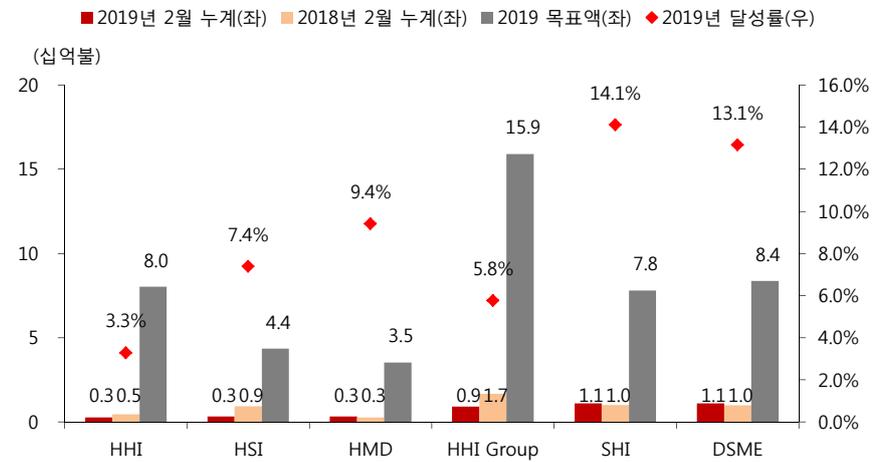
2. 수주도 양호할 조신

(1) 2019 년 시작은 관찮아 보인다

각 사별 2 월 말 기준 신규 수주액까지 발표된 가운데 2019 년 시작은 선방한 것으로 판단된다. 현대중공업그룹은 현대중공업의 부진으로 합산 기준 5.8%의 수주 목표 달성을 기록했다. 나눠서 보면 현대중공업이 3.3%, 삼호중공업이 7.4%, 현대미포조선이 9.4%를 기록했다. 삼성중공업은 14.1%, 대우조선해양은 13.1%를 기록하며 양호했다. 삼성중공업과 대우조선해양 신규 수주의 대부분은 LNG 캐리어였으며 2019 년에도 한국 대형 조선사들의 대부분의 수주는 LNG 캐리어 위주가 될 것으로 전망된다.

일단 모잠비크와 러시아 야말에서 4 월 중순 이후 발주가 기대되고 있다. 그리고 앞서 밝혔듯이 선가도 상승할 기미를 보이기 때문에 발주를 망설이던 선주들이 투기적으로 발주에 나설 개연성도 큰데다가 매년 그렇듯이 여름철 냉방 수요가 발주의 트리거가 되기도 한다.

2018 년도 수주 목표는 해양플랜트가 이십지만 상선으로 선방함



자료 : 현대중공업그룹, 삼성중공업, 대우조선해양, SK 증권

(2) 날이 더워지며 운임 반등이 예상되는 LNG 캐리어

4 월로 접어들며 동절기가 끝나가자 아시아에서는 확실히 가스에 대한 수요가 줄어들고 있다. 아시아 LNG 스팟 가격은 3 월 말 기준 \$4.3/mmbtu 까지 하락하며 3 년래 최저치 수준을 기록할 정도다. 수요가 다시 살아나려면 더위가 찾아올 때를 기다려야 한다는 판단이다.

원래 LNG 스팟 가격과 LNG 캐리어 스팟 운임은 방향성을 같이 한다. 그도 그럴 것이, LNG 가격 안에 운반비가 포함되어 있기 때문이다. 그런데 올해 4 분기에 들어서면서 갑자기 방향성이 바뀌었다. 아시아 LNG 12 월물 스팟 가격은 11 월 16 일 기준 \$10.1/mmbtu 를 기록하며 지속적으로 하락했는데, 160,000cbm LNG 캐리어 스팟 운임은 여름 이후 지속 상승해 \$190,000/day 를 기록하고 하락 전환했다.

운임이 급등을 보였던 것은 이 당시 아시아에 배가 부족했기 때문이다. 당시에는 빌린 배를 다시 누군가에게 빌려주는 전대 행태가 성행할 정도였다. 실제로 일본의 JERA 는 원자재 트레이딩 회사인 Trafigura 에게 \$185,000 ~ \$200,000/day 를 주고 배를 빌리기도 했다. Trafigura 는 또한 BP 에게 \$90,000/day 에 빌린 배를 다시 중국 Unipet 에 \$140,000/day 에 전대하기도 했다. 이렇다 보니 LNG 캐리어 스팟 운임이 치솟았었다.

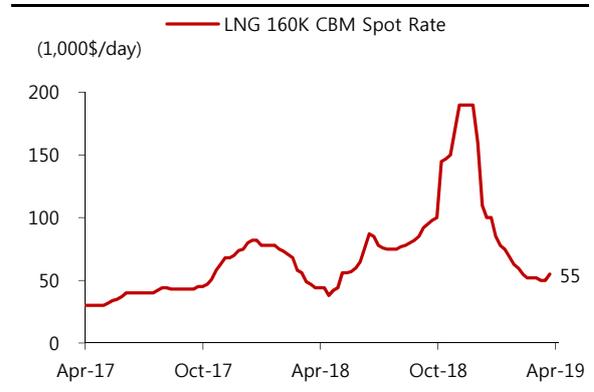
그러나 현재는 LNG 캐리어 스팟 선대가 open 으로 다수 전환되며 운임이 하락 전환했고 12 월 말부터 하락중이다. 이러한 하락세가 끝나고 반등을 모색하려면 냉방 수요가 살아나야 한다.

아시아 LNG 스팟 가격 추이



자료 : Reuters, SK 증권

160K CBM LNG 캐리어 스팟 운임



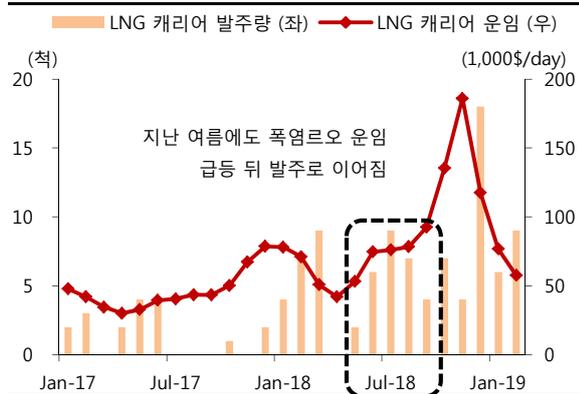
자료 : Clarksons Research, SK 증권

2018 년에도 동절기가 끝나고 봄철에 운임이 하락하며 발주세가 잦아들었고, 하절기에 진입하며 냉방 수요가 늘자 운임 급등과 함께 다량의 투기발주가 나왔었다. 이것을 기다려야 하는 시기가 2 분기라고 판단한다.

물론 어디까지나 투기적인 발주라고 본다. 다시 한번 강조하지만 선종별 잔고/선복량 추이로 보더라도 LNG 캐리어는 26.01% 수준으로 아직 공급 과잉상황이다. 그리고 일본은 후쿠시마 사태로 꺼버렸던 원전을 다시 재가동 중이다. 2017 년 3.5GW 에 달했던 원전 용량이 2018 년 말에는 9GW 에 달해 확실히 일본의 이번 겨울 가스 수요는 작년보다 많지 않았던 것이다.

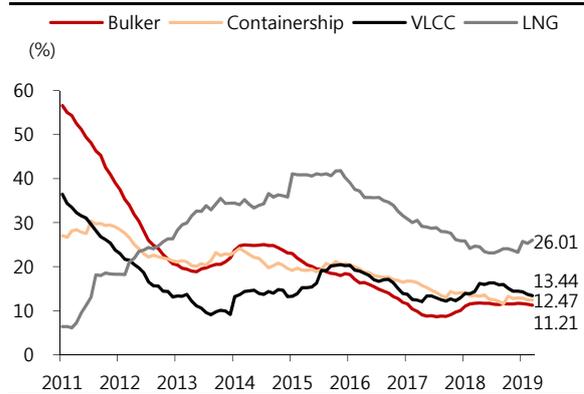
또한, SK 증권 리서치센터는 러시아에서 중국으로 유입되는 Power of Siberia 의 LNG 에 미치는 악영향에 대해 수차례 언급한 바 있다. 여러모로 LNG 캐리어 시장은 편더멘털리 안 좋은 상황이다.

지난 여름에도 폭염으로 운임이 급등하며 발주로 이어졌음



자료 : Clarksons Research, SK 증권

그러나 LNG 캐리어는 여전히 타 선종 대비 overcapa 국면임



자료 : Clarksons Research, SK 증권

일본은 원전 재가동에 나서고 있음

Asian spot prices drop to over 2-mth low on higher supply

Falling appetite for LNG in Japan, the largest importer of the commodity globally, will contribute to slower Asian demand-growth as gas is replaced by nuclear energy...***Japan is expected to have about 9 gigawatts (GW) of nuclear capacity online by this winter compared with 3.5 GW last winter***, FGE said earlier this week. (하락)

자료 : Reuters(2018-10-26), SK 증권

Power of Siberia 는 2018 년에 완공되었음

Gazprom completed bulk of activities at Power of Siberia pipeline

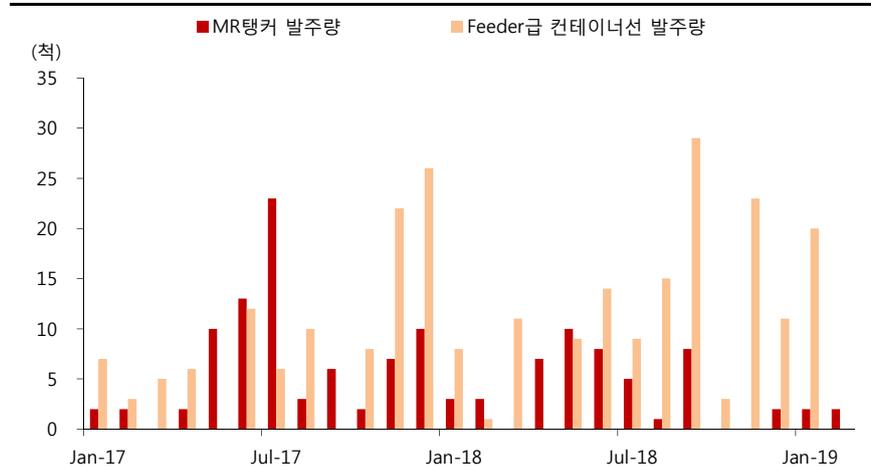
Gazprom has completed the bulk of activities for the Power of Siberia natural gas pipeline from Russia to China, the Russian gas holding reports on Friday, citing its CEO Alexei Miller. "We have reached an important milestone in construction of the Power of Siberia gas pipeline - the bulk of activities at its linepipe segment has been completed," the company says. (하락)

자료 : Tass(2018-12-21), SK 증권

(3) 화학 다운사이클의 수혜도 지속중

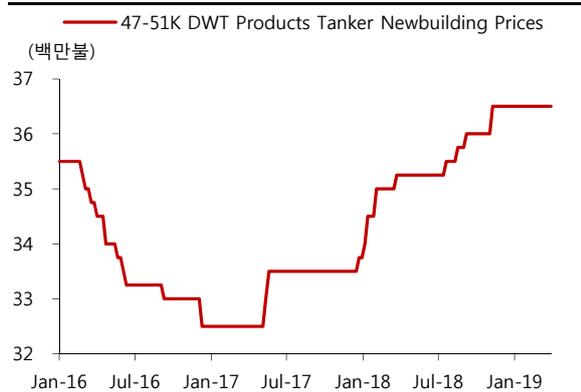
LNG 캐리어 말고도 지난 Cyclical Bulletin Release 12 에서 분석했던, 화학 다운사이클로 인한 컨테이너선 및 MR 탱커 발주 증가세는 지속될 것으로 전망한다. 화학 제품 공급 증가로 화학 섹터는 다운사이클이 불가피하지만, 해당 제품들을 운반하는 컨테이너선이라 MR 탱커는 지속적으로 발주되어야 하기 때문이다. MR 탱커와 Feeder 급 컨테이너선의 선가가 지속적으로 상승중인 점에서도 우호적인 발주 환경을 기늬해볼 수 있다.

MR 탱커와 Feeder 급 컨테이너선 발주량 추이



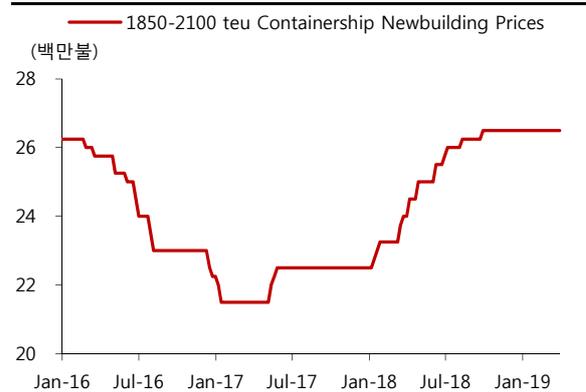
자료 : Clarksons Research, SK 증권

MR 탱커의 가격은 상승세 지속중



자료 : Clarksons Research, SK 증권

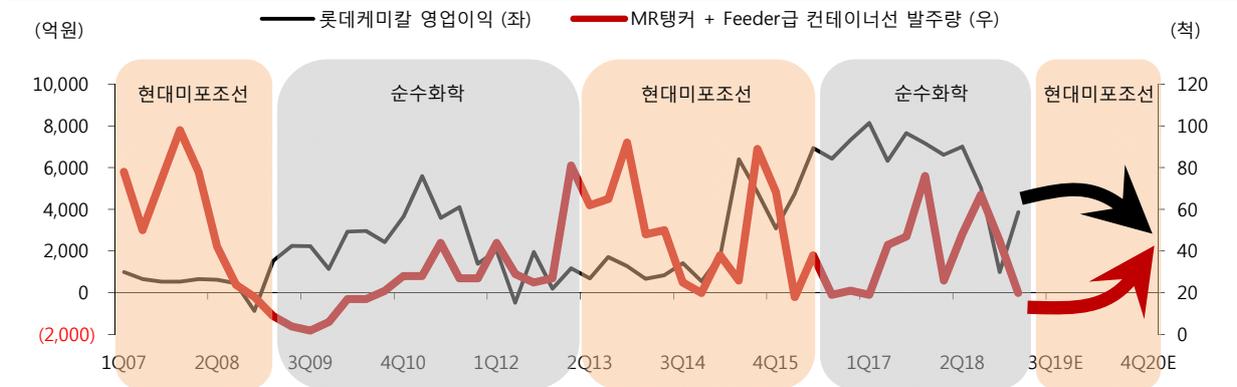
Feeder 급 컨테이너선의 가격도 상승세 지속중



자료 : Clarksons Research, SK 증권

화학 업체의 주가는 이익의 함수고 조선 업체의 주가는 수주의 함수인만큼 순수화학
 업종의 대표 종목인 롯데케미칼의 이익이 꺾이기 시작할 때에는 현대미포조선이 수주
 를 하며 주가가 오를 수 있는 시기다. 이미 롯데케미칼의 4Q18 영업이익은 1,004 억원
 으로 컨센서스를 크게 하회하며 QoQ 감익이 나타났었다. 춘절 효과 등으로 1Q19 영
 업이익은 4 월 1 일 기준 컨센서스가 3,869 억 수준이지만 기본적으로 섹터 전반적인
 down-cycle 국면을 탈피한 것은 아니다. 따라서 현대미포조선의 화학 유관 선종 수주
 확대를 자신한다.

순수화학의 다운사이클 본격화로 화학제품 운반 선종인 MR 탱커와 Feeder 급 컨테이너선 발주는 지속적으로 증가할 것



자료 : Clarksons Research, DataGuide, SK 증권
 주: 롯데케미칼의 1Q19E 영업이익은 컨센서스인 3,869 억원임

3. 현대중공업의 대우조선해양 인수 진행 상황 및 쟁점

(1) 8주에 걸친 기업 실사 착수

현대중공업의 대우조선해양 인수와 관련해 현재 진행중인 단계는 실사다. 4월 1일 현대중공업그룹은 약 8주에 걸친 대우조선해양 실사에 착수했다. 동시에 산업은행도 현대중공업에 대한 실사에 착수했다. 당초 3월 초 시작될 예정이었으나 세부 작업으로 시간이 추가적으로 소요되며 4월로 미뤄졌다.

실사 방식은 현대중공업그룹과 산업은행이 직접 하는 것이 아니라 회계법인과 법무법인 등 각각의 자문사를 구성해 진행한다. 영업 기밀과 관련된 문서들은 자문사들만 열람하기로 했다고 전해진다. 이 과정에서 대우조선해양 노조와 충돌 가능성이 있다.

가장 큰 난관은 해외 경쟁국들의 기업결합 심의다. 10여개 국가에서 심의를 받아야 하는 것으로 알려져 있는데, 카자흐스탄, 싱가포르, EU, 중국, 일본 등이 포함되어 있다. 미국은 포함되지 않는다. 심의 일정은 국가별로 상이하기 때문에 일률적으로 표시할 수 없는 상황이며 약 120일에서 최대 1년까지도 소요될 것으로 알려져 있다. 이 과정에서 주요 경쟁국인 중국과 일본의 견제가 가장 우려스러운 상황이다.

현대중공업의 대우조선해양 인수 작업 관련 일정

구분	일정
본계약 체결	2019년 3월 8일
현대중공업그룹의 대우조선해양 실사 및 산업은행의 현대중공업 실사	2019년 4월 1일부터 8주
현대중공업을 중간지주사와 사립회사로 물적분할	2019년 6월 1일(분할기일) 2019년 6월 3일(분할등기일)
국내외 관계자들의 기업결합승인	미정
거래 종결일(조선중간지주 주주배정 납입일이자 산업은행의 조선중간지주에 대한 대우조선해양 주식 현물출자일)	국내외 기업결합승인 완료 등 선행조건이 모두 충족된 날로부터 60영업일 이내로, 당사자들이 합의하는 날
대우조선해양 15조원 증자	거래종결일 이후

자료 언론 자료, SK 증권

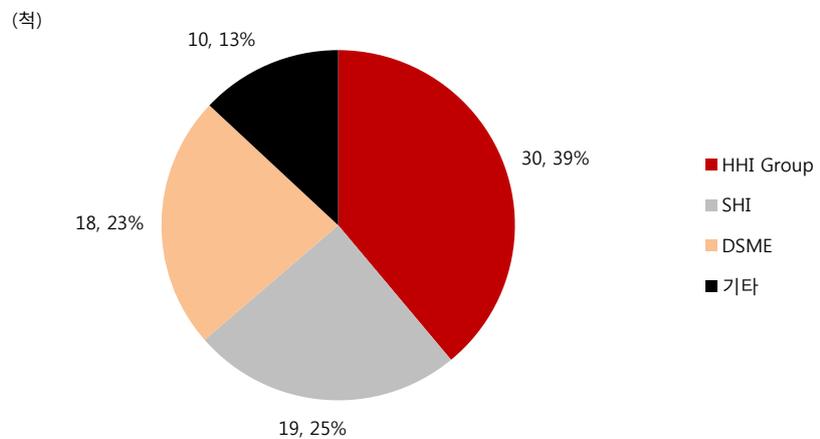
(2) 기업결합심의 핵심 쟁점: LNGC 독과점 이슈

현재 현대중공업의 대우조선해양 인수와 관련하여 해외 주요 경쟁국들의 기업결합심의 과정에의 핵심 쟁점은 LNG 캐리어 독과점 이슈다. 한국 조선사들이 2018 년에도 LNG 캐리어 수주를 싹쓸이 했기 때문에 독과점 이슈는 뜨거운 감자였다.

앞서 설명한 바 있지만 국가별 수주잔고 기준 조선사 점유율 추이를 보면 2018 년에 중국 조선사들은 36% 안팎을 유지하며 화려한 모습이었고, 일본 조선사들은 내리막길을 걸었다. 하지만 한국 조선사는 돋보일 정도로 수주잔고 기준 점유율을 급격하게 끌어 올렸다. 모조리 LNG 캐리어 덕분이라고 봐도 무방하다.

실제로 작년에 글로벌리 발주된 77 척의 LNG 캐리어 중 한국의 조선사들이 수주한 LNG 캐리어는 총 67 척으로 점유율이 87%를 기록했다. 이 중에서 LNG 병커링선과 소형 LNG 를 제외하면 사실상 수주 점유율이 100%에 육박한다. 이런 면에서 LNG 캐리어에 대한 해외 경쟁국들의 독과점 문제 제기는 일리 있어 보인다.

조선사별 2018 년 LNG 캐리어 수주 척수

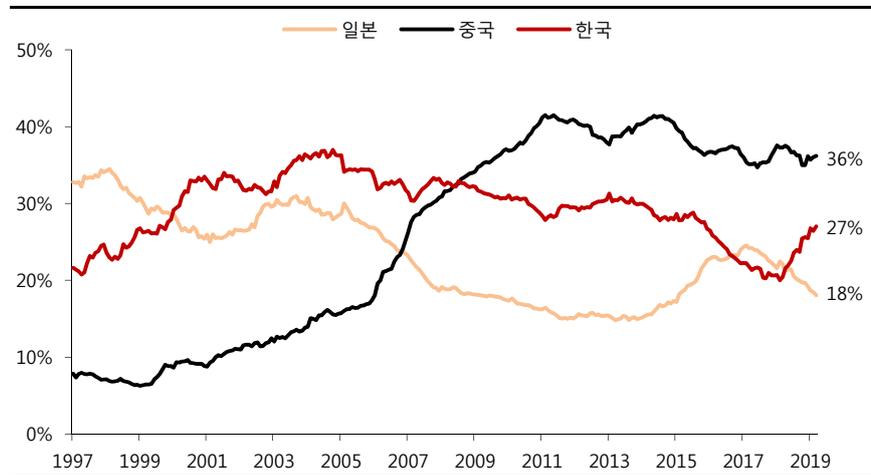


자료 : Clarksons Research, SK 증권

(3) 그러나 주요 경쟁국인 중국도 독과점 이슈에서 자유롭지 않음

그러나 이를 전 선종으로 확대해 국가별 점유율로 살펴보면 이야기가 달라진다. 한국의 2019년 3월 말 기준 수주잔고 기준 점유율은 27%로 중국의 36%보다 낮다. 흔히 독과점 이슈의 허들로 불리는 50%의 절반 수준뿐인 것이다. 다시 말해서 한국은 LNG 캐리어만 수주를 잘할 뿐 나머지 선종은 중국이 오히려 수주전에서 앞서 있는 것으로 보는 것이 더 타당한 해석인 듯 하다. 따라서 과연 독과점이 맞는가에 대한 논란이 있을 수밖에 없어 보인다.

국가별 수주잔고 기준 조선사 점유율 추이

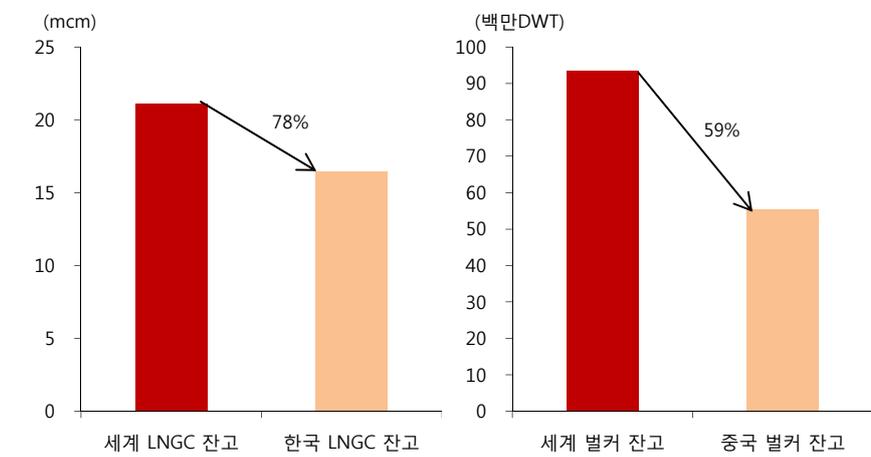


자료 : Clarksons Research, SK 증권

실제 중국은 벌크선 시장에서 독점적인 지위를 누리고 있다. 2019년 4월 1일 기준 전 세계 LNG 캐리어 잔고에서 한국 조선사들이 보유한 잔고가 차지하는 비율은 78% 수준이다. 독과점처럼 보인다. 하지만 세계 벌크 잔고에서 중국 조선사들이 보유한 잔고가 차지하는 비율도 59%로 분명한 독과점의 대상이다. 이런 점에서 해외 경쟁국들의 독과점 의혹 제기는 타당성이 떨어져 보인다.

그리고 중국의 높은 벌크선 점유율이 중요한 이유는 중국 역시 조선사간 통폐합을 준비하고 있기 때문이다.

한국이 LNG 캐리어 독과점이라면 중국은 벌크 독과점인 것



자료 : Clarksons Research, SK 증권

지난 2018년 3월 30일 중국 국영 조선사인 CSIC와 CSSC의 합병에 대해 중국 국무원이 예비 승인을 했다는 보도가 블룸버그를 통해 이뤄졌다. CSIC와 CSSC는 각각 중국 1, 2위 규모의 조선사들로 당시 보도의 표현에 따르면 양사의 합병은 mega-merger로 취급되고 있다. 한 언론은 공룡의 탄생이라고도 비유했다.

그도 그럴 것이 두 조선사가 합병할 경우 연간 매출 규모가 2017년 기준으로 \$740억에 달하게 된다. 이는 글로벌 조선 강국 한국의 현대중공업, 삼성중공업, 대우조선해양의 2017년 매출액을 모두 합한 것의 2.42배에 해당하는 규모다. 중국 전체 조선사들을 통폐합하는 것이 아니라 CSIC와 CSSC 단 두 개가 통폐합했을 때 말이다.

사실 CSIC는 중국 북부 지역의 조선소 연합을 일컬으며 CSSC는 중국 남부 지역의 조선소 연합을 일컫는다. 따라서 양사를 합치면 중국 내 거의 모든 조선소가 통폐합되는 효과로 봐도 무방하다. 바로 이 지점이 중국 조선사들이 현대중공업의 대우조선해양 인수에 반대하기 어려운 부분으로 작용하지 않을까 싶다. 이들이 합병할 때에도 경쟁국인 한국의 기업결합심의를 받아야 할 텐데 이들이 현대중공업과 대우조선해양 기업결합에 독과점을 이유로 반대한다면 한국도 같은 이유로 결합 심의를 부정적으로 할 가능성이 충분히 있는 것이다.

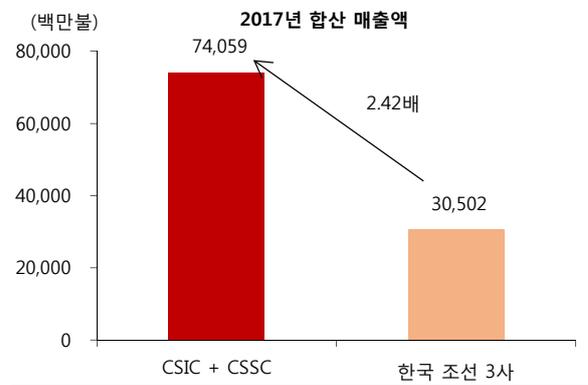
중국 1, 2위 조선사인 CSIC와 CSSC가 합병한다는 보도

"中 1~2위 조선사 합병 추진"...한국 빅 3 매출합계의 2배 규모

중국이 한국 조선사들과 경쟁에서 우위를 점하기 위해 1, 2위 조선사의 합병을 추진하고 있다고 블룸버그통신이 30일 소식통을 인용해 보도했다. 보도에 따르면 중국 국무원은 중국선박중공(CSIC)과 중국선박공업(CSSC) 간 합병을 예비 승인했다. 두 조선사가 합병할 경우 연간 매출 규모가 총 5천 80억 위안(86조 2천 940억 원)이 된다. 이런 매출액은 시가총액 면에서 세계 1~3위 조선사인 현대중공업, 대우조선해양, 삼성중공업 등 한국업체 3곳의 매출합계의 2배를 넘는 규모다 (하략)

자료: 연합뉴스(2018-03-30), SK 증권

CSIC와 CSSC의 2017년 합산 매출액은 한국 조선소 매출액보다 큼



자료: Bloomberg, DataGuide, SK 증권

Company Analysis

SK COMPANY Analysis



Analyst

유승우

yswbest@sk.com

02-3773-9180

Company Data

자본금	354 십억원
발행주식수	7,077 만주
자사주	6 만주
액면가	5,000 원
시가총액	8,422 십억원
주요주주	
현대중공업지주(외14)	33.96%
국민연금공단	8.92%
외국인지분률	15.80%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(19/04/02)	119,000 원
KOSPI	2177.18 pt
52주 Beta	1.25
52주 최고가	144,500 원
52주 최저가	95,200 원
60일 평균 거래대금	42 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-9.5%	-8.8%
6개월	-15.9%	-10.8%
12개월	-5.6%	6.0%

현대중공업 (009540/KS | 매수(유지) | T.P 170,000 원(유지))

[1Q19 Preview] 4월부터 살아날 LNG 캐리어 수주 모멘텀

1Q19 매출액 3 조 6,237 억원, 영업적자 139 억원이 전망됨. 총당금 설정 비율도 하락할 것으로 전망됨. 동사의 1Q19 수주는 다소 부진한 양상이었으나 4월 중순 이후부터는 LNG 캐리어를 필두로 한 수주가 기대됨. 최근 마르잔 수주 실패 루머로 주가에 타격을 입었으나 동사는 해양플랜트 없이도 PBR 1.0 배를 적용할 수 있음을 지속 피력하는 바 투자 의견 매수, 목표주가 170,000 원을 유지하며 업종 내 Top Pick 으로 제시함

1Q19 매출액 3 조 6,237 억원, 영업적자 139 억원 전망

동사의 1Q19 매출액은 3 조 6,237 억원, 영업적자 139 억원이 전망됨. 동사는 4Q17부터 신규수주분에 대해 공사손실충당금(이하 총당금)을 쌓아왔는데 2Q18에 '총당금/신규수주액'이 6%를 기록한 뒤 4Q18까지 1.5%로 하락한 바 있음. 최근 4대 선종의 선가 인상 기조가 유지됨에 따라 해당 비율은 앞으로도 하락할 것으로 추정되며 1Q19에도 이 비율은 하락할 것으로 전망됨. 다만 1Q19에 동사는 연결 기준으로 전년 대비 수주가 부진했기 때문에 총당금의 절대 규모가 줄어드는 점도 있음

부진했던 수주는 날이 더워지며 살아날 것으로 전망

동사는 1Q19 총당금 설정액에 영향을 미칠 정도로 수주가 경쟁사 대비 부진했음. 연결 회사별 2월 말 기준 조선 부문 수주 달성률은 현대중공업 3.3%, 삼호중공업 7.4%, 현대미포조선 9.4%이며 그룹 합산으로는 5.8%인 9.2 억불에 그쳤음. 그러나 4월 중순 이후부터는 본격적으로 LNG 캐리어를 필두로 한 수주가 기대됨. 기존 수주분의 옵션 물량 11 척 가량 일부와 모잠비크 8 척 가량이 기대됨. 그리고 전통적으로 LNG 캐리어는 하절기와 동절기 냉난방 수요가 증가할 때 운임이 반등하며 투기적 발주가 나왔음을 감안하면 2분기~3분기 사이에 발주가 많을 것으로 전망됨

투자의견 매수, 목표주가 170,000 원 유지하며 업종 내 Top Pick 으로 제시함

최근 마르잔 프로젝트 수주 실패 관련 루머로 주가에 타격을 입었으나 SK 증권은 동사는 해양플랜트 없이도 PBR 1.0 배를 받을 수 있다는 의견을 지속적으로 피력하는 바 투자의견 매수와 목표주가 170,000 원을 유지하며 업종 내 Top Pick 으로 제시함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	22,300	15,469	13,120	14,484	17,473	20,867
yoy	%	-51.9	-30.6	-15.2	10.4	20.6	19.4
영업이익	십억원	392	15	-523	13	171	284
yoy	%	흑전	-96.3	적전	흑전	1,232.8	66.0
EBITDA	십억원	1,267	597	-128	386	532	637
세전이익	십억원	96	-27	-854	58	318	453
순이익(지배주주)	십억원	545	2,458	-489	-156	41	143
영업이익률%	%	1.8	0.1	-4.0	0.1	1.0	1.4
EBITDA%	%	5.7	3.9	-1.0	2.7	3.0	3.1
순이익률	%	2.8	17.4	-3.5	0.3	1.4	1.7
EPS	원	-824	-5,038	-10,094	-2,207	584	2,025
PER	배	N/A	N/A	N/A	N/A	203.9	58.8
PBR	배	0.6	0.5	0.8	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	17.7	14.7	-79.7	11.6	6.7	4.0
ROE	%	3.7	18.2	-4.3	-1.3	0.4	1.2
순차입금	십억원	9,240	1,660	-325	-5,550	-6,654	-7,844
부채비율	%	175.2	145.8	88.6	133.9	152.2	168.1

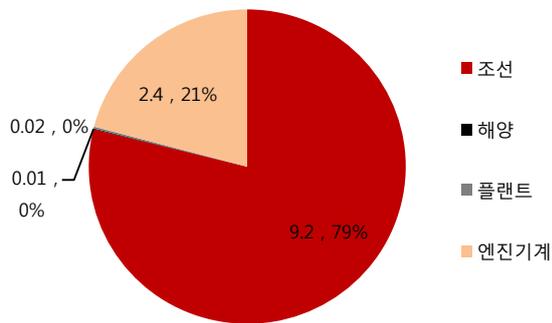
실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
매출액	3,043	3,124	3,242	3,711	3,624	3,491	3,174	4,064	15,469	13,120	14,353
YoY	-29.4%	-26.4%	-5.3%	6.4%	19.1%	11.7%	-2.1%	9.5%	-30.6%	-15.2%	9.4%
QoQ	-12.8%	2.7%	3.8%	14.5%	-2.4%	-3.7%	-9.1%	28.0%			
영업이익	(124)	(176)	29	(252)	(14)	(10)	7	29	15	(523)	12
영업이익률	-4.1%	-5.6%	0.9%	-6.8%	-0.4%	-0.3%	0.2%	0.7%	0.1%	-4.0%	0.1%
YoY	-223.9%	-260.9%	-54.4%	-30.8%	-90.6%	-95.0%	-75.8%	-110.5%	-96.3%	적전	흑전
QoQ	-58.5%	38.2%	-115.9%	-861.5%	-94.3%	-26.0%	-176.1%	231.4%			
세전이익	(199)	(301)	(20)	(334)	(103)	109	44	7	(27)	(854)	57
세전이익률	-6.5%	-9.6%	-0.6%	-9.0%	-2.8%	3.1%	1.4%	0.2%	-0.2%	-6.5%	0.4%
순이익	26	(210)	(22)	(247)	(78)	83	33	5	2,693	(454)	43
순이익률	0.8%	-6.7%	-0.7%	-6.7%	-2.1%	2.4%	1.1%	0.1%	17.4%	-3.5%	0.3%

자료: 현대중공업 SK 증권

2019년 1~2월 신규수주

(억불)

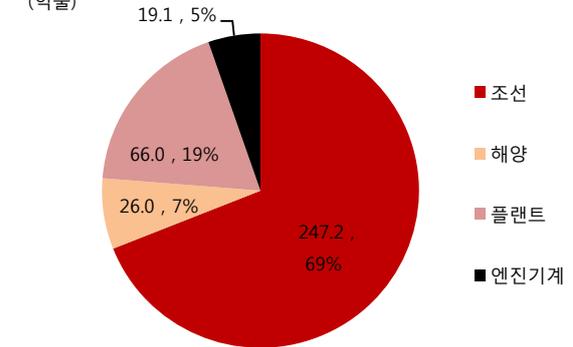


자료: 현대중공업 SK 증권

주: 현대중공업 현대삼호중공업 현대미포조선 연결 기준

2019년 2월 말 기준 수주잔고

(억불)

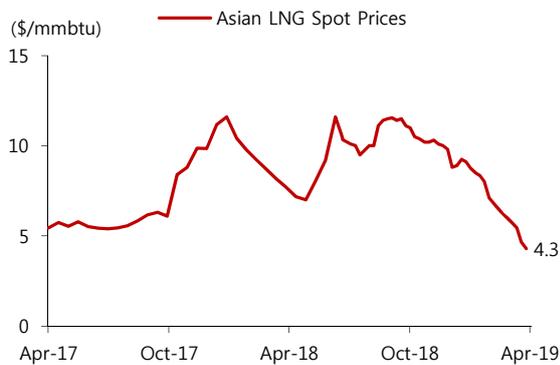


자료: 현대중공업 SK 증권

주: 현대중공업 현대삼호중공업 현대미포조선 연결 기준

아시아 LNG 스팟 가격 추이

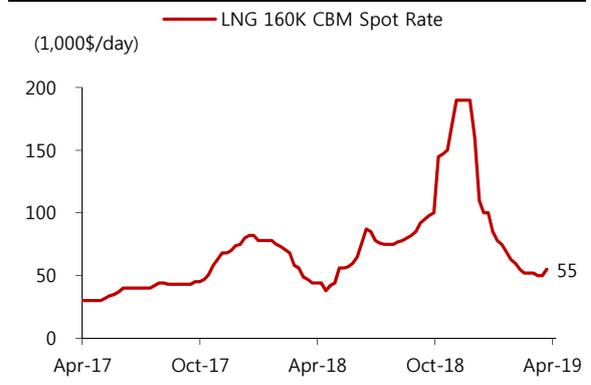
(\$/mmbtu)



자료: Reuters, SK 증권

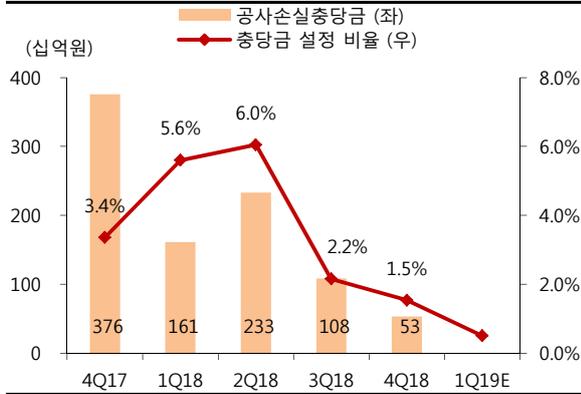
160K CBM LNG 캐리어 스팟 운임

(1,000\$/day)



자료: Clarksons Research, SK 증권

현대중공업그룹 공손총 설정 비율은 하락할 것

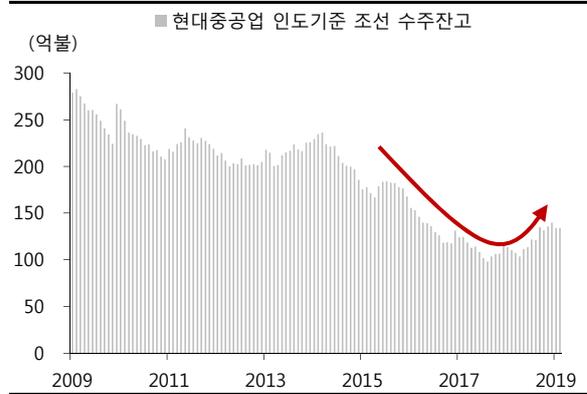


자료 : 현대중공업그룹, SK 증권

주 1: 현대중공업그룹 조선 3사 합산 공손총 및 조선 부문 신규수주액 기준임

주 2: 4Q17의 경우 2017년 전체 조선 신규수주량에 대해 한번에 공손총 설정

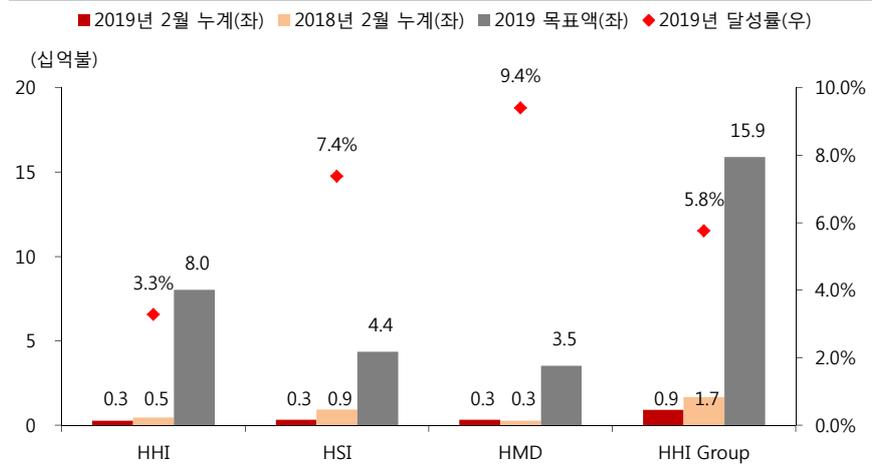
수주잔고도 하방을 다지고 턴어라운드중임



자료 : 현대중공업, SK 증권

주: 현대중공업 별도 기준임

현대중공업그룹 조선부문 2019년 2월 말 기준 수주 목표 대비 달성률



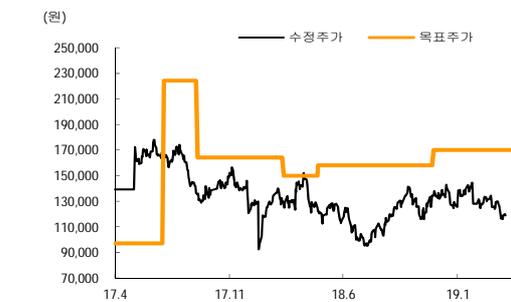
자료 : 현대중공업그룹, SK 증권

현대중공업 목표 주가 산출

	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E
BPS(원)	169,724	168,062	166,254	170,333	165,149
Target BPS(원)	167,449				
Target PBR(배)	1.0				
목표 주가(원)	170,000				
현재 주가(원)	119,000				
상승 여력	43%				

자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.04.03	매수	170,000원	6개월		
2019.01.09	매수	170,000원	6개월	-22.38%	-15.00%
2018.11.19	매수	170,000원	6개월	-21.06%	-15.88%
2018.07.26	매수	158,000원	6개월	-25.54%	-10.44%
2018.07.24	매수	158,000원	6개월	-28.51%	-18.67%
2018.05.04	매수	158,000원	6개월	-28.23%	-18.67%
2018.04.17	매수	158,000원	6개월	-24.42%	-22.78%
2018.02.12	중립	150,000원	6개월	-10.30%	1.33%
2017.11.01	중립	164,209원	6개월	-17.91%	-4.65%
2017.09.04	중립	164,209원	6개월	-15.81%	-9.01%
2017.08.02	매수	224,355원	6개월	-28.98%	-22.34%
2017.07.02	매수	224,355원	6개월	-26.29%	-22.34%



Compliance Notice

- 작성자(유승우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019 년 4 월 3 일 기준)

매수	88.89%	중립	11.11%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	17,664	12,317	18,326	21,148	24,289
현금및현금성자산	3,240	3,042	8,266	9,370	10,560
매출채권및기타채권	5,286	1,455	1,606	1,937	2,314
재고자산	845	1,009	1,114	1,344	1,605
비유동자산	12,745	12,413	12,564	12,841	12,837
장기금융자산	239	215	215	215	215
유형자산	11,046	10,269	10,073	9,925	9,834
무형자산	105	89	78	69	62
자산총계	30,409	24,730	30,890	33,989	37,127
유동부채	15,615	9,410	15,245	17,778	20,654
단기금융부채	4,104	2,965	2,965	2,965	2,965
매입채무 및 기타채무	5,233	1,714	7,052	8,508	10,160
단기충당부채	0	1,020	1,131	1,363	1,627
비유동부채	2,422	2,209	2,440	2,735	2,624
장기금융부채	1,349	1,106	1,106	1,106	1,106
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	844	833	1,053	1,336	1,225
부채총계	18,037	11,619	17,685	20,513	23,277
지배주주지분	11,121	11,882	11,782	11,859	12,037
자본금	283	354	354	354	354
자본잉여금	1,050	2,483	2,483	2,483	2,483
기타자본구성요소	-8,355	-8,448	-8,448	-8,448	-8,448
자기주식	-56	-11	-11	-11	-11
이익잉여금	16,237	16,044	15,887	15,929	16,072
비지배주주지분	1,251	1,229	1,423	1,618	1,812
자본총계	12,372	13,111	13,205	13,476	13,849
부채외자본총계	30,409	24,730	30,890	33,989	37,127

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	1,087	-542	5,334	1,237	1,352
당기순이익(손실)	2,693	-454	44	241	343
비현금성항목등	-1,251	210	342	290	293
유형자산감가상각비	533	375	358	348	341
무형자산감가상각비	49	20	15	13	11
기타	-1,843	-142	0	0	0
운전자본감소(증가)	-169	-255	5,248	1,069	825
매출채권및기타채권의 감소(증가)	1,271	240	-151	-331	-376
재고자산감소(증가)	231	-199	-105	-230	-261
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-187	-126	5,338	1,455	1,652
기타	-1,483	-169	167	175	-190
법인세납부	-186	-44	-301	-364	-110
투자활동현금흐름	982	241	9	-15	-44
금융자산감소(증가)	692	-803	0	0	0
유형자산감소(증가)	-270	-162	-162	-200	-250
무형자산감소(증가)	-17	-4	-4	-4	-4
기타	576	1,209	175	189	210
재무활동현금흐름	-3,002	92	-118	-118	-118
단기금융부채증가(감소)	-1,858	-1,270	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	244	1,554	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-1,388	-192	-118	-118	-118
현금의 증가(감소)	-1,087	-198	5,225	1,103	1,190
기초현금	4,326	3,240	3,042	8,266	9,370
기말현금	3,240	3,042	8,266	9,370	10,560
FCF	4,328	96	5,237	1,356	1,139

자료 : 현대중공업 SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	15,469	13,120	14,484	17,473	20,867
매출원가	14,435	12,763	13,662	16,326	19,417
매출총이익	1,034	357	822	1,147	1,449
매출총이익률 (%)	6.7	2.7	5.7	6.6	6.9
판매비와관리비	1,019	879	809	976	1,165
영업이익	15	-523	13	171	284
영업이익률 (%)	0.1	-4.0	0.1	1.0	1.4
비영업손익	-42	-332	45	147	169
순금융비용	33	58	32	-70	-92
외환관련손익	-166	24	36	36	36
관계기업투자등 관련손익	57	41	41	41	41
세전계속사업이익	-27	-854	58	318	453
세전계속사업이익률 (%)	-0.2	-6.5	0.4	1.8	2.2
계속사업법인세	66	-209	14	77	110
계속사업이익	-93	-645	44	241	343
중단사업이익	2,787	191	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	2,693	-454	44	241	343
순이익률 (%)	17.4	-3.5	0.3	1.4	1.7
지배주주	2,458	-489	-156	41	143
지배주주귀속 순이익률(%)	15.89	-3.73	-1.08	0.24	0.69
비지배주주	235	35	200	200	200
총포괄이익	2,607	-552	94	271	373
지배주주	2,377	-582	-101	77	179
비지배주주	230	30	194	194	194
EBITDA	597	-128	386	532	637

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	-30.6	-15.2	10.4	20.6	19.4
영업이익	-96.3	적전	흑전	1,232.8	66.0
세전계속사업이익	적전	적지	흑전	451.2	42.3
EBITDA	-52.9	적전	흑전	37.8	19.7
EPS(계속사업)	511.6	적전	적지	흑전	246.9
수익성 (%)					
ROE	18.2	-4.3	-1.3	0.4	1.2
ROA	6.8	-1.7	0.2	0.7	1.0
EBITDA마진	3.9	-1.0	2.7	3.0	3.1
안정성 (%)					
유동비율	113.1	130.9	120.2	119.0	117.6
부채비율	145.8	88.6	133.9	152.2	168.1
순차입금/자기자본	13.4	-2.5	-42.0	-49.4	-56.6
EBITDA/이자비용(배)	6.6	-0.9	3.3	4.5	5.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-5,038	-10,094	-2,207	584	2,025
BPS	185,387	167,892	170,341	167,557	170,085
CFPS	46,582	-1,396	3,066	5,681	7,007
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	N/A	N/A	247.6	71.4
PER(최저)	N/A	N/A	N/A	198.8	57.3
PBR(최고)	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
PBR(최저)	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7
PCR	2.1	-92.1	38.8	21.0	17.0
EV/EBITDA(최고)	28.0	-90.8	16.3	10.1	6.9
EV/EBITDA(최저)	14.3	-56.2	11.0	6.3	3.7

SK COMPANY Analysis



Analyst

유승우

yswbest@sk.com

02-3773-9180

Company Data

자본금	3,151 십억원
발행주식수	63,011 만주
자사주	2,596 만주
액면가	5,000 원
시가총액	5,361 십억원
주요주주	
삼성전자(주)(외8)	21.96%
삼성중공업우리스주	8.21%
조합	
외국인지분률	19.40%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(19/04/02)	8,510 원
KOSPI	2177.18 pt
52주 Beta	0.90
52주 최고가	9,450 원
52주 최저가	6,090 원
60일 평균 거래대금	34 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-7.1%	-6.3%
6개월	3.2%	9.4%
12개월	12.3%	26.0%

삼성중공업 (010140/KS | 중립(유지) | T.P 8,600 원(유지))

[1Q19 Preview] 매출액은 돌아서지만 이익은 적자에 머무는 2019 년

1Q19 매출액 1 조 5,202 억원, 영업적자 304 억원이 전망됨. 1Q19 를 기점으로 매출액의 턴어라운드 시작될 것. 동사의 주력 선종인 LNG 캐리어 발주도 하절기 냉방수요 회복으로 지속될 것으로 전망됨. 그러나 연간 흑자 전환은 아직 어려워 보이며 장기 저유가로의 회귀로 현재 거론되는 동사의 수주 유력 해양 프로젝트들에 대한 기대감 낮춰야 함. 이에 투자의견 중립과 목표주가 8,600 원을 유지함

1Q19 매출액 1 조 5,202 억원, 영업적자 304 억원 전망

동사의 1Q19 매출액은 1 조 5,202 억원, 영업적자 304 억원이 전망됨. 1Q19 를 기점으로 매출액의 턴어라운드 가시적임. 동사는 연간 7.1 조원 가량의 매출액 가이드를 제시했는데 SK 증권 리서치센터도 7.1 조원까지는 아니지만 연간 6.9 조원 수준의 매출액을 달성할 것으로 추정함. 이익은 아직 고정비 부담이 작용하는 구간으로 판단되어 올해 838 억원 수준의 연간 영업적자를 전망함. 아울러 PC 수주인 Petronas FLNG 와 ENI Coral FLNG 는 추가적인 비용이 발생하지 않을 것으로 전망되나 EPC 수주인 BP Maddog 은 추가 비용 발생 가능성을 완벽히 배제할 수 없음

LNG 캐리어 수주는 양호할 것

동사는 지난 3 월까지 13 억불 가량의 신규 수주를 기록했는데, 전량 LNG 캐리어였음. 이는 2019 년 연간 수주 목표 대비 16.7%를 달성한 것임. 4 월 중순 이후 모잠비크발 LNG 캐리어 8 척 및 러시아 아말에서의 발주도 기대되기 때문에 연간으로 전체 수주는 양호할 것으로 전망됨. 특히 하절기 냉방수요로 인한 LNG 캐리어 운임 반등이 전망되기에 2 분기에서 3 분기로 넘어가며 투기적 발주도 기대해 볼 수 있음

투자의견 중립, 목표주가 8,600 원 유지

그러나 올해도 흑자 전환을 기대하기 어려운 상황이며 SK 증권은 2019 년 국제유가에 대해 장기 저유가 레벨인 \$40~\$50/bbl 수준을 유지할 것이라고 전망하는 바 동사의 수주 파이프라인으로 지목되고 있는 해양 프로젝트들에 대한 컨빅션은 무리가 있다고 판단함. 따라서 투자의견 중립과 목표주가 8,600 원을 유지함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	10,414	7,901	5,265	6,884	8,429	9,666
yoy	%	7.2	-24.1	-33.4	30.8	22.4	14.7
영업이익	십억원	-147	-524	-409	-84	65	193
yoy	%	적지	적지	적지	적지	흑전	197.6
EBITDA	십억원	170	-210	-114	177	306	416
세전이익	십억원	-69	-464	-498	-116	-102	7
순이익(지배주주)	십억원	-121	-339	-388	-88	-77	5
영업이익률%	%	-1.4	-6.6	-7.8	-1.2	0.8	2.0
EBITDA%	%	1.6	-2.7	-2.2	2.6	3.6	4.3
순이익률	%	-1.3	-4.3	-7.4	-1.3	-0.9	0.1
EPS	원	-410	-795	-682	-139	-122	8
PER	배	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	1,017.9
PBR	배	0.6	0.5	0.7	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	배	45.2	-28.5	-56.1	50.0	30.8	23.8
ROE	%	-2.3	-5.6	-6.2	-1.3	-1.2	0.1
순차입금	십억원	3,939	3,064	1,661	3,378	3,978	4,450
부채비율	%	174.4	138.4	111.7	147.6	180.0	202.0

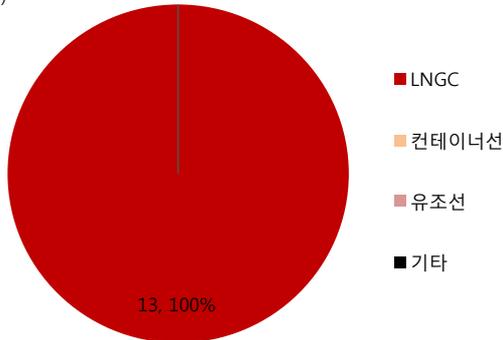
실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
매출액	12,408	13,466	13,138	13,639	15,202	18,021	17,095	18,523	79,012	52,651	68,841
YoY	-49.1%	-41.4%	-25.0%	-3.4%	22.5%	33.8%	30.1%	35.8%	-24.1%	-33.4%	30.8%
QoQ	-12.2%	8.5%	-2.4%	3.8%	11.5%	18.5%	-5.1%	8.4%			
영업이익	-478	-1,005	-1,272	-1,337	-304	-270	-171	-93	-5,242	-4,093	-838
영업이익률	-3.9%	-7.5%	-9.7%	-9.8%	-2.0%	-1.5%	-1.0%	-0.5%	-6.6%	-7.8%	-1.2%
YoY	적전	적전	적전	적지							
QoQ	적지										
세전이익	-907	-1,734	-1,172	-1,174	-324	-255	-331	-254	-4,639	-4,976	-1,164
세전이익률	-7.3%	-12.9%	-8.9%	-8.6%	-2.1%	-1.4%	-1.9%	-1.4%	-5.9%	-9.5%	-1.7%
순이익	-595	-1,427	-889	-971	-970	-969	-968	-967	-3,407	-3,882	-879
순이익률	-4.8%	-10.6%	-6.8%	-7.1%	-6.4%	-5.4%	-5.7%	-5.2%	-4.3%	-7.4%	-1.3%

자료: 삼성중공업 SK 증권

2019년 1~3월 신규수주

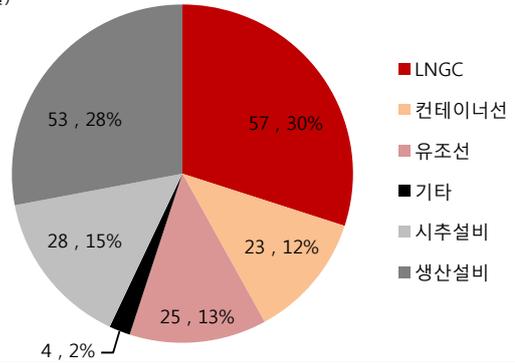
(억불)



자료: 삼성중공업 SK 증권

2019년 3월 말 기준 수주잔고

(억불)



자료: 삼성중공업 SK 증권

아시아 LNG 스팟 가격 추이

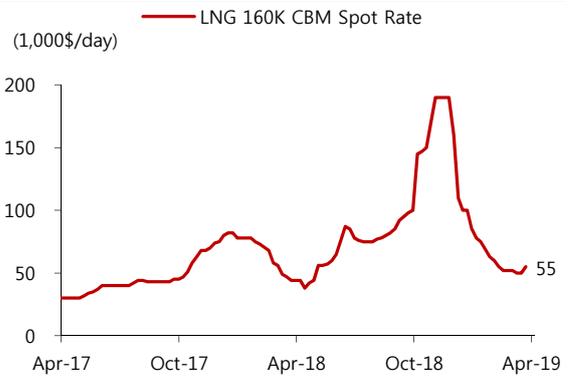
(\$/mmbtu)



자료: Reuters, SK 증권

160K CBM LNG 캐리어 스팟 운임

(1,000\$/day)



자료: Clarksons Research, SK 증권

시추설비 현황

(단위: 억불)	프로젝트	계약가	입금(%)	납기	비고
Resale 완료	Stena	5.1(Resale 가격)	2.3(45)	2018년 12월	최초선가 7.2억불의 70% 수준으로 제 3자 매각 완료
	PDC	5.2	1.8(35)	-	재고자산으로 분류 공정가치: 선가의 60%)
Resale 추진중	Seadrill #11	5.2	1.6(30)	-	(재고자산으로 분류 공정가치: 선가의 60%)
	Seadrill #12	5.2	1.6(30)	-	재고자산으로 분류 공정가치: 선가의 60%)
건조중	OCR #9	7.2	3.4(48)	2019년 9월	
	OCR #10	7.1	1.8(25)	2020년 9월	
계		35.0	12.5(36)		

자료: 삼성중공업 SK 증권

해양 진행공사 현황

프로젝트	종류	계약가	진행률	납기	비고
Petronas	FLNG	16	88%	2020년 7월	Top Side PC
ENI Coral	FLNG	25.4	6%	2022년 6월	Top Side PC
BP Maddog	FPU	12.7	31%	2020년 9월	EPC
계		54.1			

자료: 삼성중공업 SK 증권

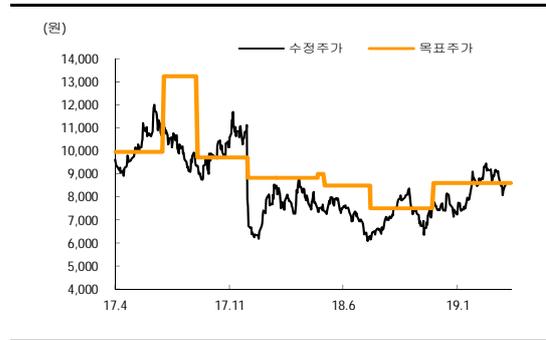
주: 진행률은 2018년 9월 말 기준임

삼성중공업 목표 주가 산출

	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E
BPS(원)	10,656	10,618	10,572	10,554	10,518
Target BPS(원)	10,566				
Target PBR(배)	0.8				
목표 주가(원)	8,600				
현재 주가(원)	8,510				
상승 여력	1.1%				

자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.04.03	중립	8,600원	6개월		
2019.01.28	중립	8,600원	6개월	-4.65%	9.88%
2019.01.09	중립	8,600원	6개월	-11.47%	-5.23%
2018.11.19	중립	8,600원	6개월	-11.65%	-5.23%
2018.07.26	중립	7,500원	6개월	-4.71%	11.60%
2018.07.24	중립	7,500원	6개월	-17.93%	-17.87%
2018.04.30	중립	8,500원	6개월	-14.75%	-6.00%
2018.04.17	중립	9,000원	6개월	-16.88%	-14.78%
2017.12.07	중립	8,825원	6개월	-13.46%	0.28%
2017.11.08	중립	9,707원	6개월	4.01%	20.46%
2017.09.04	중립	9,707원	6개월	0.66%	16.82%
2017.07.28	매수	13,237원	6개월	-23.64%	-15.33%
2017.07.02	매수	13,237원	6개월	-19.70%	-15.33%



Compliance Notice

- 작성자(유승우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 4월 3일 기준)

매수	88.89%	중립	11.11%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	6,780	7,406	9,726	11,817	13,502
현금및현금성자산	354	946	65	124	182
매출채권및기타채권	3,562	575	2,153	2,636	3,023
재고자산	1,217	1,482	1,937	2,372	2,720
비유동자산	7,038	6,877	6,760	6,610	6,387
장기금융자산	185	188	188	188	188
유형자산	6,163	5,882	5,693	5,443	5,229
무형자산	92	59	37	23	14
자산총계	13,818	14,283	16,485	18,427	19,890
유동부채	7,145	6,267	6,494	7,617	8,516
단기금융부채	3,921	2,440	1,490	1,490	1,490
매입채무 및 기타채무	2,194	716	936	1,146	1,314
단기충당부채	419	615	804	984	1,128
비유동부채	875	1,269	3,334	4,229	4,788
장기금융부채	745	771	2,557	3,216	3,746
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	24	350	492	599	585
부채총계	8,021	7,537	9,827	11,846	13,304
지배주주지분	5,790	6,738	6,650	6,573	6,578
자본금	1,951	3,151	3,151	3,151	3,151
자본잉여금	1,625	1,797	1,797	1,797	1,797
기타자본구성요소	-970	-970	-970	-970	-970
자기주식	-970	-970	-970	-970	-970
이익잉여금	3,198	2,800	2,712	2,635	2,640
비지배주주지분	8	8	8	8	8
자본총계	5,797	6,746	6,658	6,581	6,586
부채외자본총계	13,818	14,283	16,485	18,427	19,890

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	665	251	-1,588	-506	-335
당기순이익(손실)	-464	-498	-88	-77	5
비현금성항목등	231	501	265	383	411
유형자산감가상각비	280	256	239	228	214
무형자산감가상각비	35	39	21	13	8
기타	-321	116	-30	70	70
운전자본감소(증가)	932	281	-1,634	-679	-749
매출채권및기타채권의 감소(증가)	1,517	-117	-1,578	-483	-387
재고자산감소(증가)	452	-54	-456	-435	-348
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-790	-94	220	210	168
기타	-245	547	179	29	-182
법인세납부	-35	-34	-130	-134	-2
투자활동현금흐름	-45	403	-29	32	10
금융자산감소(증가)	13	364	0	0	0
유형자산감소(증가)	-92	3	-50	22	0
무형자산감소(증가)	0	1	1	1	1
기타	34	35	21	9	10
재무활동현금흐름	-1,111	-70	736	533	384
단기금융부채증가(감소)	-1,723	-2,123	-950	0	0
장기금융부채증가(감소)	767	784	1,786	659	530
자본의증가(감소)	0	1,392	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-155	-123	-100	-126	-147
현금의 증가(감소)	-631	592	-881	58	59
기초현금	984	354	946	65	124
기말현금	354	946	65	124	182
FCF	1,067	251	-1,590	-365	-380

자료 : 삼성중공업 SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	7,901	5,265	6,884	8,429	9,666
매출원가	8,052	5,269	6,658	7,985	9,038
매출총이익	-150	-4	226	444	628
매출총이익률 (%)	-1.9	-0.1	3.3	5.3	6.5
판매비와관리비	374	405	310	379	435
영업이익	-524	-409	-84	65	193
영업이익률 (%)	-6.6	-7.8	-1.2	0.8	2.0
비영업손익	60	-88	-33	-167	-187
순금융비용	27	102	80	117	137
외환관련손익	-304	17	17	20	20
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	-464	-498	-116	-102	7
세전계속사업이익률 (%)	-5.9	-9.5	-1.7	-1.2	0.1
계속사업법인세	-123	-109	-28	-25	2
계속사업이익	-341	-388	-88	-77	5
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-341	-388	-88	-77	5
순이익률 (%)	-4.3	-7.4	-1.3	-0.9	0.1
지배주주	-339	-388	-88	-77	5
지배주주귀속 순이익률(%)	-4.29	-7.37	-1.28	-0.91	0.05
비지배주주	-2	0	0	0	0
총포괄이익	-478	-414	-88	-77	5
지배주주	-475	-414	-88	-77	5
비지배주주	-3	0	0	0	0
EBITDA	-210	-114	177	306	416

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	-24.1	-33.4	30.8	22.4	14.7
영업이익	적지	적지	적지	흑전	197.6
세전계속사업이익	적지	적지	적지	적지	흑전
EBITDA	적전	적지	흑전	73.3	35.8
EPS(계속사업)	적지	적지	적지	적지	흑전
수익성 (%)					
ROE	-5.6	-6.2	-1.3	-1.2	0.1
ROA	-2.2	-2.8	-0.6	-0.4	0.0
EBITDA마진	-2.7	-2.2	2.6	3.6	4.3
안정성 (%)					
유동비율	94.9	118.2	149.8	155.1	158.6
부채비율	138.4	111.7	147.6	180.0	202.0
순차입금/자기자본	52.9	24.6	50.7	60.5	67.6
EBITDA/이자비용(배)	-4.1	-0.9	1.8	2.4	2.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-795	-682	-139	-122	8
BPS	13,595	10,694	10,554	10,431	10,439
CFPS	-57	-164	274	260	361
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	N/A	N/A	N/A	1,130.4
PER(최저)	N/A	N/A	N/A	N/A	866.0
PBR(최고)	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9
PBR(최저)	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7
PCR	-112.8	-45.3	31.1	32.7	23.6
EV/EBITDA(최고)	-40.2	-64.0	53.4	32.8	25.3
EV/EBITDA(최저)	-27.9	-41.4	45.5	28.2	21.9

SK COMPANY Analysis



Analyst

유승우

yswbest@sk.com

02-3773-9180

Company Data

자본금	200 십억원
발행주식수	3,994 만주
자사주	41 만주
액면가	5,000 원
시가총액	2,349 십억원
주요주주	
현대중공업(주)(외3)	42.84%
국민연금공단	12.98%
외국인지분률	13.10%
배당수익률	1.20%

Stock Data

주가(19/04/02)	58,800 원
KOSPI	2177.18 pt
52주 Beta	0.90
52주 최고가	66,100 원
52주 최저가	40,057 원
60일 평균 거래대금	15 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-5.5%	-4.7%
6개월	7.6%	14.1%
12개월	22.9%	38.0%

현대미포조선 (010620/KS | 매수(유지) | T.P 80,000 원(유지))

[1Q19 Preview] 소문난 잔치에 먹을 것도 많은 현대미포조선

1Q19 매출액 7,043 억원, 영업이익 295 억원이 전망됨. PC 선과 Feeder 급 컨테이너선의 선가 인상 기조가 유지되고 있어 후반기 가격 상승 가능성 속에서도 양호한 실적을 기대해 볼 수 있음. 현대중공업그룹 내 가장 양호한 수주 달성률을 보이는 것에서도 알 수 있듯이 화학 다운사이클로 인해 PC 선과 Feeder 급 컨테이너선은 올해에도 발주가 지속되고 있음. 이에 투자 의견 매수와 목표주가 80,000 원을 유지함

1Q19 매출액 7,043 억원, 영업이익 295 억원 전망

동사의 1Q19 매출액은 7,043 억원, 영업이익은 295 억원이 전망됨. 동사의 주력 선종인 PC 선과 Feeder 급 컨테이너선의 선가 인상 기조가 뚜렷하기 때문에 후반기 가격 상승이라는 비우호적인 환경을 충분히 극복할 수 있는 상황이라고 판단함. 올해는 2018년에 수주한 다량의 PC 선 및 Feeder 급 컨테이너선 수주분이 매출액에 반영됨. 2018년 수주분들은 연간으로 선가가 꾸준히 상승했기 때문에 2019년 매출액은 2018년 대비 18.3% 증가한 2조 8,421 억원 수준을 기록할 것으로 전망됨. 물론 영업이익도 2018년 대비 71.7% 상승한 1,218 억원 수준을 기록할 것으로 추정됨

2019년에도 유효할 화학 down-cycle의 수혜

동사는 현대중공업그룹 연결 조선소 중 가장 우수한 수주 목표 달성률을 기록하고 있음. 2월말 기준 2019년 수주 목표인 35.3 억불의 9.4%인 3.32 억불을 수주함(현대중공업그룹 전사 2월 말 기준 조선 부문 수주 달성률은 5.8%). 그리고 SK 증권 리서치센터는 화학 섹터의 다운사이클로 인해 화학 제품 운반선인 PC 선과 Feeder 급 컨테이너선의 발주가 지속된다는 판단을 2019년에도 유지함. 따라서 2019년에도 PC 선과 Feeder 급 컨테이너선의 선가는 상승할 것으로 전망하며 발주 역시 늘어날 것임. 더불어 IMO의 환경규제로 인한 PC 선에 대한 수요도 늘어날 수 있는 가능성도 동사에게는 호재라는 판단임

투자의견 매수, 목표주가는 80,000 원 유지

따라서 동사에 대한 투자 의견 매수와 목표주가는 80,000 원을 유지함

영업실적 및 투자지표

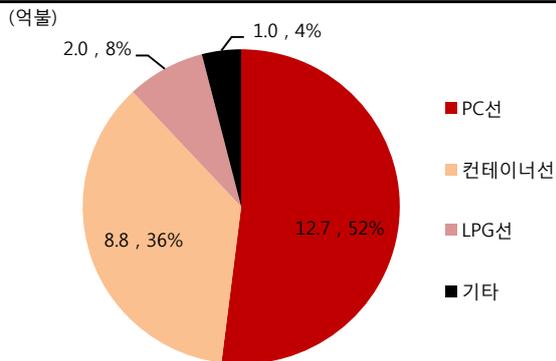
구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	3,446	2,453	2,403	2,842	3,241	3,311
yoy	%	-25.9	-28.8	-2.1	18.3	14.0	2.2
영업이익	십억원	191	108	71	122	146	182
yoy	%	187.0	-43.5	-34.3	71.7	19.5	24.7
EBITDA	십억원	243	159	118	188	210	249
세전이익	십억원	191	733	118	128	155	192
순이익(지배주주)	십억원	35	437	85	61	82	110
영업이익률%	%	5.5	4.4	3.0	4.3	4.5	5.5
EBITDA%	%	7.1	6.5	4.9	6.6	6.5	7.5
순이익률	%	1.2	18.1	5.0	3.4	3.6	4.4
EPS	원	3,642	13,852	1,308	1,529	2,043	2,748
PER	배	9.3	2.9	45.9	38.5	28.8	21.4
PBR	배	0.6	0.7	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	배	7.4	9.9	17.9	10.9	9.6	7.9
ROE	%	1.8	20.1	3.8	2.7	3.5	4.5
순차입금	십억원	315	-124	-342	-388	-455	-544
부채비율	%	308.5	255.7	49.5	50.5	54.1	51.7

실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	
매출액	5,454	5,477	5,822	7,276	7,043	6,517	6,529	8,332	24,534	24,030	28,421	
	YoY	-27.4%	-20.9%	12.4%	47.8%	29.1%	19.0%	12.1%	14.5%	-28.8%	-2.1%	18.3%
	QoQ	10.8%	0.4%	6.3%	25.0%	-3.2%	-7.5%	0.2%	27.6%			
영업이익	230	187	215	77	295	278	282	363	1,079	709	1,218	
영업이익률	4.2%	3.4%	3.7%	1.1%	4.2%	4.3%	4.3%	4.4%	4.4%	3.0%	4.3%	
	YoY	-50.9%	-58.0%	-60.0%	흑전	28.4%	48.6%	31.0%	369.1%	-43.5%	-34.3%	71.7%
	QoQ	흑전	-18.7%	15.0%	-64.0%	280.7%	-5.8%	1.4%	29.1%			
세전이익	1,150	(616)	547	93	325	287	291	373	7,333	1,175	1,276	
세전이익률	21.1%	-11.2%	9.4%	1.3%	4.6%	4.4%	4.5%	4.5%	29.9%	4.9%	4.5%	
순이익	904	(260)	465	98	247	218	220	282	4,452	1,207	967	
순이익률	16.6%	-4.8%	8.0%	1.3%	3.5%	3.3%	3.4%	3.4%	18.1%	5.0%	3.4%	

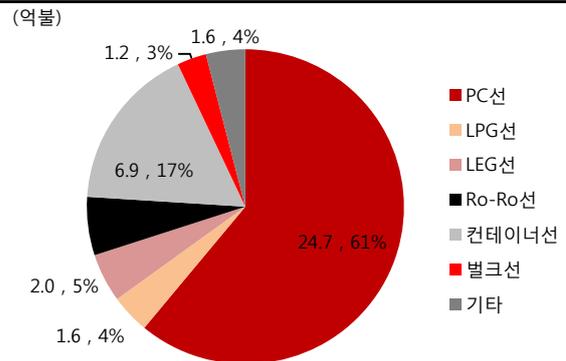
자료: 현대미포조선, SK 증권

2018년 1~12월 신규수주



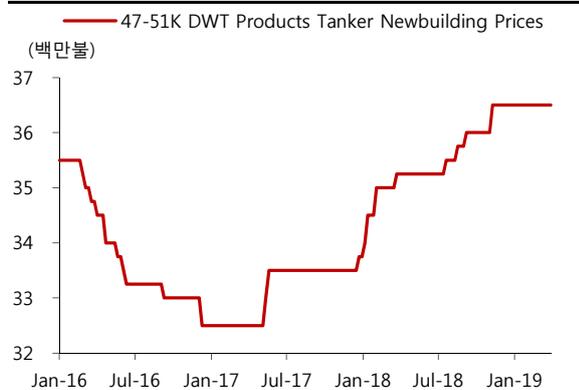
자료: 현대미포조선, SK 증권

2018년 11월 말 기준 수주잔고



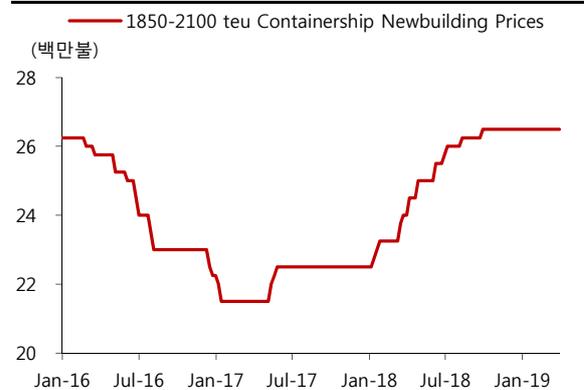
자료: 현대미포조선, SK 증권

PC 선의 가격은 상승세 지속중



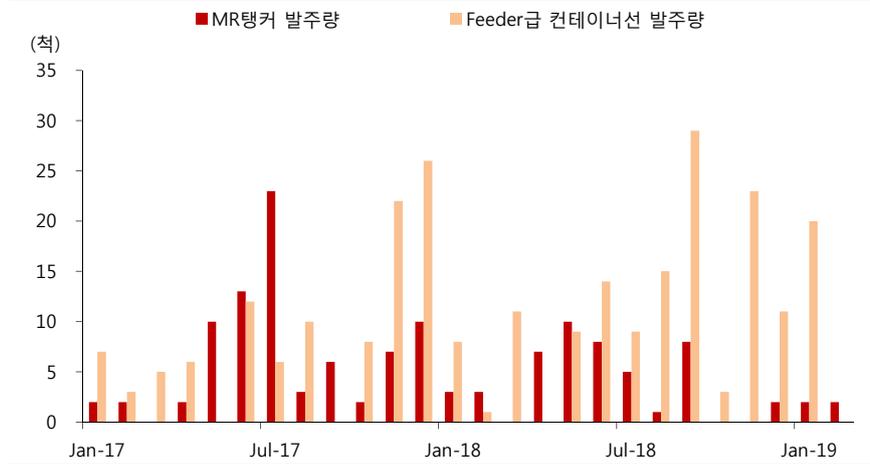
자료: Clarksons Research, SK 증권

Feeder급 컨테이너선의 가격도 상승세 지속중



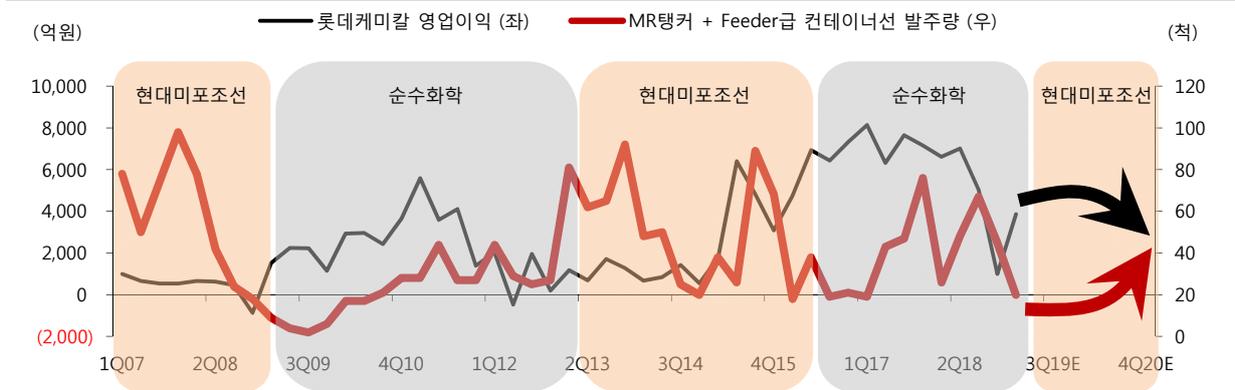
자료: Clarksons Research, SK 증권

MR 탱커 및 Feeder 급 컨테이너선 발주량 추이



자료 : Clarksons Research, SK 증권

순수화학의 다운사이클 본격화로 화학제품 운반 선종인 MR 탱커와 Feeder 급 컨테이너선 발주는 지속적으로 증가할 것



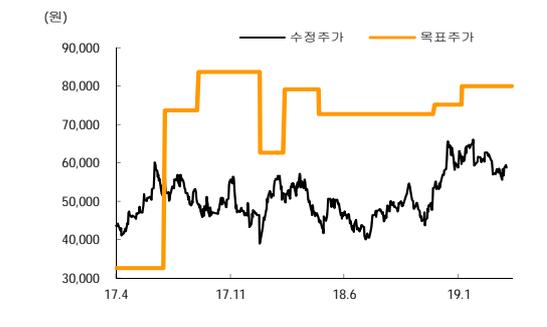
자료 : Clarksons Research, DataGuide, SK 증권

현대미포조선 목표 주가 산출

	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E
BPS(원)	57,129	57,599	58,004	57,927	58,602
Target BPS(원)	58,033				
Target PBR(배)	1.3				
목표 주가(원)	80,000				
현재 주가(원)	58,800				
상승 여력	36%				

자료 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.04.03	매수	80,000원	6개월		
2019.01.09	매수	80,000원	6개월	-24.09%	-17.38%
2018.11.19	매수	75,200원	6개월	-22.00%	-12.77%
2018.07.26	매수	72,693원	6개월	-35.63%	-24.83%
2018.07.24	매수	72,693원	6개월	-37.93%	-30.34%
2018.05.04	매수	72,693원	6개월	-37.90%	-30.34%
2018.04.17	매수	72,693원	6개월	-38.42%	-33.86%
2018.02.12	매수	79,211원	6개월	-34.95%	-27.85%
2017.12.28	매수	62,667원	6개월	-18.14%	-9.60%
2017.11.01	매수	83,723원	6개월	-42.06%	-32.63%
2017.09.04	매수	83,723원	6개월	-41.84%	-35.03%
2017.08.02	매수	73,696원	6개월	-28.11%	-22.79%
2017.07.02	매수	73,696원	6개월	-27.03%	-22.79%



Compliance Notice

- 작성자(유승우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 4월 3일 기준)

매수	88.89%	중립	11.11%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	6,776	1,801	1,958	2,216	2,339
현금및현금성자산	562	280	226	294	383
매출채권및기타채권	843	65	77	88	90
재고자산	96	160	189	216	221
비유동자산	1,543	1,662	1,621	1,615	1,641
장기금융자산	292	21	21	21	21
유형자산	1,090	1,519	1,518	1,503	1,536
무형자산	3	3	3	3	2
자산총계	8,319	3,464	3,579	3,831	3,980
유동부채	5,905	1,076	1,118	1,246	1,269
단기금융부채	479	302	202	202	202
매입채무 및 기타채무	821	269	318	363	371
단기충당부채	0	72	86	98	100
비유동부채	76	70	83	98	88
장기금융부채	5	5	5	5	5
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	49	46	64	78	67
부채총계	5,980	1,147	1,201	1,344	1,357
지배주주지분	2,217	2,290	2,314	2,386	2,487
자본금	100	200	200	200	200
자본잉여금	83	82	82	82	82
기타자본구성요소	-41	-41	-41	-41	-41
자기주식	-6	-6	-6	-6	-6
이익잉여금	1,719	1,817	1,850	1,932	2,041
비지배주주지분	122	28	64	100	137
자본총계	2,339	2,317	2,378	2,486	2,623
부채외자본총계	8,319	3,464	3,579	3,831	3,980

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	-318	-178	140	116	187
당기순이익(손실)	445	121	97	117	145
비현금성항목등	-263	22	91	93	104
유형자산감가상각비	50	46	66	64	67
무형자산감가상각비	1	0	0	0	0
기타	-320	-82	0	0	0
운전자본감소(증가)	-476	-290	-56	-57	-16
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-35	158	-12	-11	-2
재고자산감소(증가)	63	-62	-29	-27	-5
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	106	-20	49	45	8
기타	-610	-365	-64	-64	-17
법인세납부	-24	-31	9	-37	-46
투자활동현금흐름	1,045	148	-53	-40	-89
금융자산감소(증가)	1,035	84	0	0	0
유형자산감소(증가)	-63	-476	-64	-50	-100
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0	0
기타	74	540	11	10	11
재무활동현금흐름	-870	-260	-141	-9	-9
단기금융부채증가(감소)	-804	-205	-100	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	-28	0	0
기타	-66	-55	-13	-9	-9
현금의 증가(감소)	-242	-282	-54	67	89
기초현금	804	562	280	226	294
기말현금	562	280	226	294	383
FCF	-82	-586	32	68	89

자료 : 현대미포조선, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	2,453	2,403	2,842	3,241	3,311
매출원가	2,245	2,232	2,614	2,974	3,006
매출총이익	209	172	228	267	305
매출총이익률 (%)	8.5	7.1	8.0	8.2	9.2
판매비와관리비	101	101	106	121	124
영업이익	108	71	122	146	182
영업이익률 (%)	4.4	3.0	4.3	4.5	5.5
비영업손익	625	47	6	9	10
순금융비용	22	6	2	-2	-3
외환관련손익	-25	5	8	8	8
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	733	118	128	155	192
세전계속사업이익률 (%)	29.9	4.9	4.5	4.8	5.8
계속사업법인세	172	30	31	37	46
계속사업이익	562	88	97	117	145
중단사업이익	-116	33	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	445	121	97	117	145
순이익률 (%)	18.1	5.0	3.4	3.6	4.4
지배주주	437	85	61	82	110
지배주주귀속 순이익률(%)	17.81	3.54	2.15	2.52	3.31
비지배주주	8	36	36	36	36
총포괄이익	81	112	88	109	137
지배주주	74	76	52	72	101
비지배주주	7	36	36	36	36
EBITDA	159	118	188	210	249

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	-28.8	-2.1	18.3	14.0	2.2
영업이익	-43.5	-34.3	71.7	19.5	24.7
세전계속사업이익	284.0	-84.0	8.5	21.2	24.0
EBITDA	-34.6	-26.1	59.6	11.9	18.6
EPS(계속사업)	280.3	-90.6	16.9	33.6	34.5
수익성 (%)					
ROE	20.1	3.8	2.7	3.5	4.5
ROA	5.1	2.1	2.8	3.2	3.7
EBITDA마진	6.5	4.9	6.6	6.5	7.5
안정성 (%)					
유동비율	114.8	167.4	175.1	177.8	184.4
부채비율	255.7	49.5	50.5	54.1	51.7
순차입금/자기자본	-5.3	-14.8	-16.3	-18.3	-20.8
EBITDA/이자비용(배)	5.6	7.0	14.4	23.9	28.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	13,852	1,308	1,529	2,043	2,748
BPS	55,500	57,322	57,927	59,739	62,256
CFPS	12,222	3,298	3,179	3,658	4,442
주당 현금배당금	0	700	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	4.3	50.2	43.2	32.4	24.1
PER(최저)	2.1	30.6	36.4	27.2	20.2
PBR(최고)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
PBR(최저)	0.5	0.7	1.0	0.9	0.9
PCR	3.2	18.2	18.5	16.1	13.2
EV/EBITDA(최고)	15.1	19.8	12.5	11.0	9.1
EV/EBITDA(최저)	7.3	11.1	10.2	9.0	7.4

SK COMPANY Analysis



Analyst

유승우

yswbest@sk.com

02-3773-9180

Company Data

자본금	541 십억원
발행주식수	10,721 만주
자사주	197 만주
액면가	5,000 원
시가총액	3,082 십억원
주요주주	
한국산업은행(외7)	67.90%
BlackRock	
Institutional Trust	5.56%
Company, N.A.(외12)	
외국인지분률	11.30%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(19/04/02)	28,750 원
KOSPI	2177.18 pt
52주 Beta	1.07
52주 최고가	37,850 원
52주 최저가	23,100 원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-9.0%	-8.3%
6개월	-22.5%	-17.8%
12개월	8.1%	21.3%

대우조선해양 (042660/KS | 중립(유지) | T.P 30,000 원(하향))

[1Q19 Preview] 확실한 감익과 불확실한 체제 개편

동사의 1Q19 매출액은 2 조 1,998 억원, 영업이익 1,096 억원으로 전망됨. 2019 년에는 2018 년 대비 인도 선종 믹스가 저부가선종의 비율이 상승하며 감익이 확실한 상황. 게다가 한국 조선업이 Big2 로 재편되는 과정에서 불확실성에 가장 크게 노출되어 있기 때문에 동사에 대한 무리한 베팅은 지양해야 하는 상황임. 이에 투자 의견 중립을 유지하며 목표주가를 30,000 원으로 하향함

1Q19 매출액 2 조 1,998 억원, 영업이익 1,096 억원 전망

동사의 1Q19 매출액은 2 조 1,998 억원, 영업이익 1,096 억원으로 전망됨. 2018 년에는 2014~2015 년도에 수주한 쇠빙 LNG 캐리어를 비롯한 고선가 구간의 LNG 캐리어 19 척이 인도되며 양호한 실적을 시현하였음. 그리고 2018 년 인도 선종 믹스에는 상대적으로 저부가선종인 탱커가 7 척으로 적었다는 점도 호실적에 기여함. 그러나 2019 년에는 LNG 캐리어 인도량이 14 척으로 줄고 저부가선종인 탱커도 14 척이나 인도될 예정. 특히 인도 예정인 LNG 캐리어 14 척 중 선가 하락기인 2016~2017 년 수주분도 각각 2 척씩 섞여 연간 감익이 확실시되는 상황임

Big2 체제로 전환되는 불확실성 속 방향성 상실

한편 동사의 주력 선종인 LNG 캐리어가 4 월 중순 이후 모잠비크 및 러시아에서의 발주가 기대된다는 점은 호재임. 그러나 동사는 한국 조선업이 Big2 체제로 전환을 준비하는 과정에서 연말까지 해외 경쟁국들 및 국내 공정위의 기업결합 심사 등의 일정 속에 발생할 수 있는 각종 노이즈에 가장 취약한 주식이라는 판단. 현재 상태로서는 어떠한 시나리오도 장담할 수는 없기 때문에 동사에 무리하게 베팅할 수 없는 상황임

투자의견 중립 유지, 목표주가는 30,000 원으로 하향

현재는 동사의 자본으로 인식하고 있는 신종자본증권 2.3 조원도 동사의 밸류에이션 논란의 중요한 부분이라는 점도 베팅을 어렵게 하는 요인임. 이에 투자 의견 중립을 유지하며 Target PBR 을 20% 할인한 0.8 배로 적용해 목표주가를 30,000 원으로 하향함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	12,819	11,102	9,644	8,110	7,643	6,764
yoy	%	-17.0	-13.4	-13.1	-15.9	-5.8	-11.5
영업이익	십억원	-1,531	733	1,025	362	291	174
yoy	%	적지	흑전	39.8	-64.6	-19.7	-40.4
EBITDA	십억원	-1,326	885	1,160	489	409	284
세전이익	십억원	-1,962	1,189	368	352	688	833
순이익(지배주주)	십억원	-2,734	621	345	292	546	656
영업이익률%	%	-11.9	6.6	10.6	4.5	3.8	2.6
EBITDA%	%	-10.4	8.0	12.0	6.0	5.4	4.2
순이익률	%	-21.8	5.8	3.3	3.3	6.8	9.3
EPS	원	-126,806	7,457	3,219	2,721	5,093	6,122
PER	배	N/A	1.9	10.6	10.6	5.6	4.7
PBR	배	2.9	0.4	1.0	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	배	-6.0	5.4	5.8	10.0	10.1	11.5
ROE	%	-279.6	28.1	9.5	7.3	12.5	13.2
순차입금	십억원	6,779	3,440	2,811	1,696	976	114
부채비율	%	2,184.7	282.8	210.4	165.7	143.4	118.4

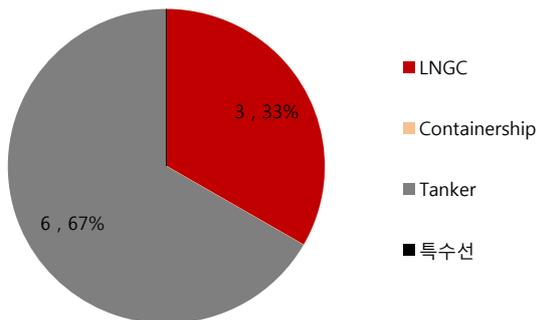
대우조선해양 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
매출액		2,256	2,326	2,197	2,865	2,200	2,152	1,722	2,036	11,102	9,644	8,110
	YoY	-17.4%	-32.7%	-9.2%	14.9%	-2.5%	-7.5%	-21.6%	-28.9%	-13.4%	-13.1%	-15.9%
	QoQ	-9.5%	3.1%	-5.5%	30.4%	-23.2%	-2.2%	-20.0%	18.2%			
	상선+해양	2,267	2,326	2,198	2,881	1,849	1,815	1,924	1,958	11,248	8,958	7,547
	상선	1,645	1,781	1,477	1,703	1,269	1,234	1,343	1,378	7,338	6,284	5,223
	해양 및 특수선	622	545	721	1,177	581	581	581	581	3,910	2,673	2,323
	건설	-	-	-	-	-	-	-	-	198	-	-
	기타	23	26	25	20	35	40	38	31	172	95	143
	연결조정	(34)	(27)	(26)	(36)	(28)	(21)	(23)	(25)	(516)	(123)	(97)
영업이익		299	229	177	320	110	112	68	73	733	1,025	362
영업이익률		13.2%	9.9%	8.1%	11.2%	5.0%	5.2%	4.0%	3.6%	6.6%	10.6%	4.5%
	YoY	33.7%	-65.5%	-9.7%	흑전	-63.3%	-51.2%	-61.4%	-77.3%	흑전	39.8%	-64.6%
	QoQ	흑전	-23.2%	-22.9%	80.7%	-65.7%	2.1%	-39.0%	6.6%			
세전이익		233	212	(317)	240	66	55	86	146	1,189	368	352
세전이익률		10.3%	9.1%	-14.4%	8.4%	3.0%	2.5%	5.0%	7.2%	10.7%	3.8%	4.3%
순이익		226	206	(324)	211	50	41	65	110	646	320	267
순이익률		10.0%	8.9%	-14.7%	7.4%	2.3%	1.9%	3.8%	5.4%	5.8%	3.3%	3.3%

자료: 대우조선해양, SK 증권

2019년 1~2월 신규수주

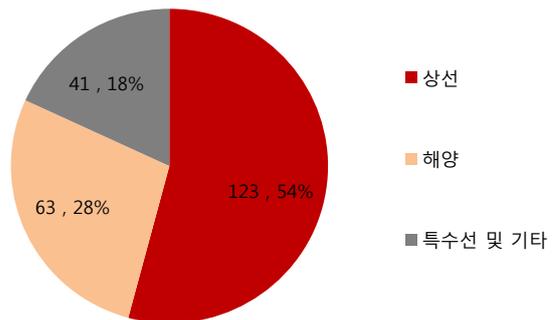
(척)



자료: 대우조선해양, SK 증권

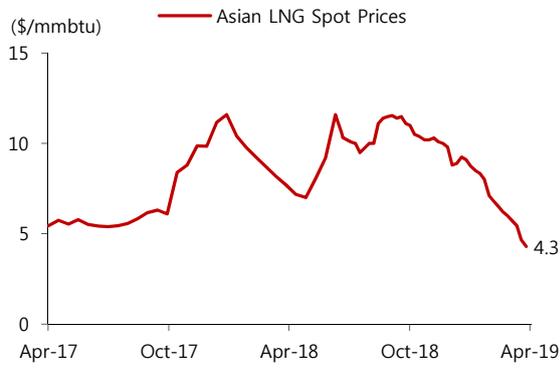
2019년 2월 말 기준 수주잔고

(억불)



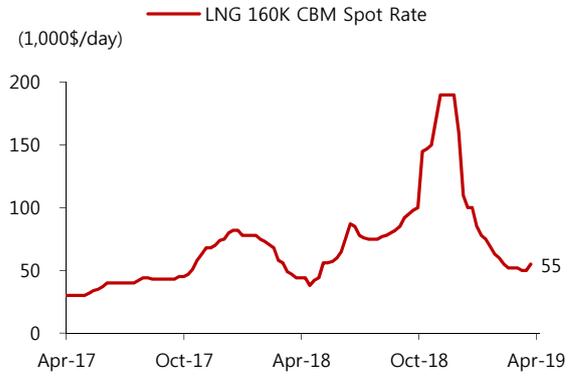
자료: 대우조선해양, SK 증권

아시아 LNG 스팟 가격 추이



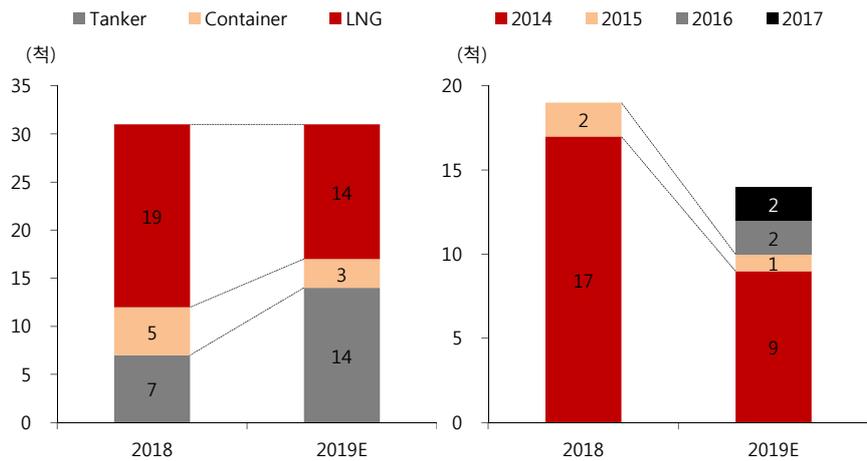
자료 : Reuters, SK 증권

160K CBM LNG 캐리어 스팟 운임



자료 : Clarksons Research, SK 증권

대우조선해양의 인도 선종 믹스 변화



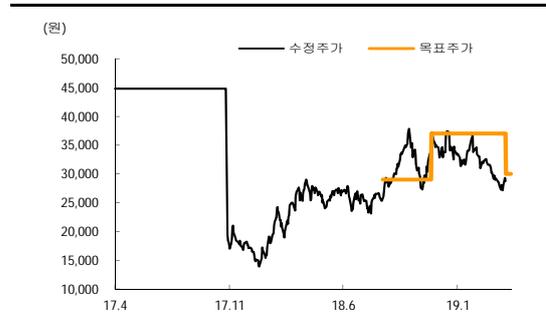
자료 : Clarksons Research, SK 증권

대우조선해양 목표 주가 산출

	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E
BPS(원)	36,374	36,697	37,502	38,124	39,420
Target BPS(원)	37,936				
Target PBR(배)	0.8				
목표 주가(원)	30,000				
현재 주가(원)	28,750				
상승 여력	4.3%				

자료 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.04.03	중립	30,000원	6개월		
2019.01.09	중립	37,000원	6개월	-11.65%	1.08%
2018.11.19	중립	37,000원	6개월	-6.51%	1.08%
2018.11.15	중립	37,000원	6개월	-1.08%	0.54%
2018.08.16	중립	29,000원	6개월	7.32%	30.52%



Compliance Notice

- 작성자(유승우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 4월 3일 기준)

매수	88.89%	중립	11.11%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	6,651	7,350	6,473	6,911	7,242
현금및현금성자산	206	351	1,466	2,186	3,048
매출채권및기타채권	4,507	707	502	473	419
재고자산	743	1,346	956	901	797
비유동자산	4,795	4,568	4,387	4,257	4,112
장기금융자산	597	480	480	480	480
유형자산	4,003	3,823	3,698	3,581	3,473
무형자산	37	40	43	45	48
자산총계	11,447	11,919	10,860	11,169	11,355
유동부채	6,143	5,357	4,303	4,154	3,874
단기금융부채	2,588	1,716	1,716	1,716	1,716
매입채무 및 기타채무	3,334	891	633	597	528
단기충당부채	0	559	397	374	331
비유동부채	2,313	2,722	2,470	2,426	2,281
장기금융부채	1,272	1,548	1,548	1,548	1,548
장기매입채무 및 기타채무	122	66	11	11	11
장기충당부채	718	882	627	558	388
부채총계	8,456	8,078	6,773	6,580	6,155
지배주주지분	3,393	3,840	4,120	4,653	5,298
자본금	538	541	541	541	541
자본잉여금	370	18	18	18	18
기타자본구성요소	-1	-1	-1	-1	-1
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	-92	647	939	1,485	2,141
비지배주주지분	-403	0	-33	-65	-98
자본총계	2,991	3,840	4,087	4,588	5,200
부채외자본총계	11,447	11,919	10,860	11,169	11,355

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	-882	817	1,180	323	201
당기순이익(손실)	646	320	267	521	632
비현금성항목등	1,454	606	222	-112	-348
유형자산감가상각비	149	134	125	117	108
무형자산감가상각비	3	1	2	2	2
기타	489	-230	53	53	53
운전자본감소(증가)	-2,988	-113	742	80	119
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-261	-94	204	29	54
재고자산감소(증가)	318	-74	389	55	104
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-2,834	-38	-258	-36	-69
기타	-211	93	406	33	29
법인세납부	6	4	-52	-166	-202
투자활동현금흐름	49	6	161	568	831
금융자산감소(증가)	-81	60	0	0	0
유형자산감소(증가)	-83	-145	0	0	0
무형자산감소(증가)	-7	-4	-4	-4	-4
기타	220	96	165	572	835
재무활동현금흐름	824	-678	-226	-170	-170
단기금융부채증가(감소)	951	-548	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	54	-18	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-181	-112	-226	-170	-170
현금의 증가(감소)	-18	145	1,115	720	861
기초현금	224	206	351	1,466	2,186
기말현금	206	351	1,466	2,186	3,048
FCF	-516	251	1,139	414	356

자료 : 대우조선해양, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	11,102	9,644	8,110	7,643	6,764
매출원가	9,558	8,893	7,337	6,955	6,223
매출총이익	1,544	752	773	688	541
매출총이익률 (%)	13.9	7.8	9.5	9.0	8.0
판매비와관리비	811	273	411	397	368
영업이익	733	1,025	362	291	174
영업이익률 (%)	6.6	10.6	4.5	3.8	2.6
비영업손익	456	-657	-10	397	660
순금융비용	29	121	5	-402	-665
외환관련손익	-66	14	48	48	48
관계기업투자등 관련손익	-167	-498	0	0	0
세전계속사업이익	1,189	368	352	688	833
세전계속사업이익률 (%)	10.7	3.8	4.3	9.0	12.3
계속사업법인세	543	48	85	166	202
계속사업이익	646	320	267	521	632
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	646	320	267	521	632
순이익률 (%)	5.8	3.3	3.3	6.8	9.3
지배주주	621	345	292	546	656
지배주주귀속 순이익률(%)	5.6	3.57	3.6	7.14	9.7
비지배주주	24	-25	-25	-25	-25
총포괄이익	557	300	247	501	611
지배주주	527	332	279	534	644
비지배주주	30	-33	-33	-33	-33
EBITDA	885	1,160	489	409	284

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	-13.4	-13.1	-15.9	-5.8	-11.5
영업이익	흑전	39.8	-64.6	-19.7	-40.4
세전계속사업이익	흑전	-69.1	-4.2	95.3	21.2
EBITDA	흑전	31.1	-57.8	-16.4	-30.7
EPS(계속사업)	흑전	-56.8	-15.5	87.2	20.2
수익성 (%)					
ROE	28.1	9.5	7.3	12.5	13.2
ROA	4.9	2.7	2.3	4.7	5.6
EBITDA마진	8.0	12.0	6.0	5.4	4.2
안정성 (%)					
유동비율	108.3	137.2	150.4	166.4	187.0
부채비율	282.8	210.4	165.7	143.4	118.4
순차입금/자기자본	115.0	73.2	41.5	21.3	2.2
EBITDA/이자비용(배)	19.0	6.4	2.9	2.4	1.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	7,457	3,219	2,721	5,093	6,122
BPS	31,816	35,821	38,428	43,407	49,415
CFPS	9,286	4,485	3,903	6,196	7,150
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	6.0	11.8	13.6	7.3	6.0
PER(최저)	1.9	4.8	10.0	5.3	4.4
PBR(최고)	1.4	1.1	1.0	0.9	0.8
PBR(최저)	0.4	0.4	0.7	0.6	0.6
PCR	1.5	7.6	7.4	4.6	4.0
EV/EBITDA(최고)	9.0	6.1	11.8	12.3	14.6
EV/EBITDA(최저)	4.8	4.0	9.7	9.7	10.9

SK COMPANY Analysis



Analyst
유승우

yswbest@sk.com
02-3773-9180

Company Data

자본금	19 십억원
발행주식수	3,750 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	4,950 십억원
주요주주	
정의선(외5)	51.37%
국민연금공단	9.98%
외국인지분률	34.10%
배당수익률	2.50%

Stock Data

주가(19/04/02)	132,000 원
KOSPI	2177.18 pt
52주 Beta	0.82
52주 최고가	188,000 원
52주 최저가	105,500 원
60일 평균 거래대금	14 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-5.4%	-4.6%
6개월	4.4%	10.7%
12개월	-22.8%	-13.3%

현대글로비스 (086280/KS | 매수(유지) | T.P 200,000 원(유지))

[1Q19 Preview] 다시 한 번 부각되는 실적 안정성

동사의 1Q19 매출액은 4 조 1,624 억원, 영업이익은 1,862 억원이 전망됨. PCC 비계열사 물량 증대 노력이 현대차 실적과의 연동성을 낮춰주고 있음. 올해 연간으로 비계열사 물량을 50%까지 늘릴 것으로 전망됨. 다만 현대차 해외 판매 부진으로 1Q19 CKD 사업부는 QoQ 역성장 전망됨. 지속 가능한 ROE 수준인 10.9% 적용해 Target PBR 1.58 배를 부여하는 무리가 없어 투자 의견 매수와 목표주가 200,000 원을 유지함

1Q19 매출액 4 조 1,624 억원, 영업이익 1,862 억원 전망

동사의 1Q18 매출액은 4 조 1,624 억원, 영업이익은 1,862 억원이 전망됨. 전반적으로 호실적을 기록하며 다시 한 번 동사의 실적 안정성이 부각되는 것으로 보임. 1Q19 현기차 합산 판매량이 YoY 0.1%밖에 늘어나지 않은 것으로 파악되지만 동사의 비계열사 물량 증대 노력이 현기차 실적과의 연동성을 점진적으로 낮춰주고 있음. 특히 매출 총이익 단에서 1Q18 의 기저효과로 상당한 성장률을 보일 것으로 전망됨. 그리고 동사는 금년 PCC 비계열사 비중을 50%까지 늘리는 것을 목표로 영업중임. 일본계 회사를 제외하고 사실상 대부분의 완성차 메이커들을 커버할 것으로 보이기 때문에 1Q19 뿐만 아니라 연간으로 안정적인 실적을 계속 보여줄 것으로 전망됨

현대차 해외 판매 부진으로 CKD 사업부는 QoQ 역성장

하지만 현대차의 1Q19 해외 판매가 YoY -5.2%로 역성장함에 따라서 CKD 사업부의 매출액은 QoQ 감소할 것으로 전망됨. 다행히도 1Q19 에도 평균환율이 1,125.7 원/\$ 수준으로 원화 약세 국면이었기 때문에 1Q19 매출 하락을 소폭이나마 커버했을 것으로 추정됨

투자의견 매수, 목표주가 200,000 원 유지

안정적 이익을 지속적으로 보여주고 있고 향후 실적 역시 가시성이 확보되어 있는 동사는 지속 가능한 ROE 수준인 10.9%를 적용해 Target PBR 1.58 배를 부여하는데 전혀 무리가 없다고 판단함. 이에 투자의견 매수와 목표주가 200,000 원을 유지함

영업실적 및 투자지표

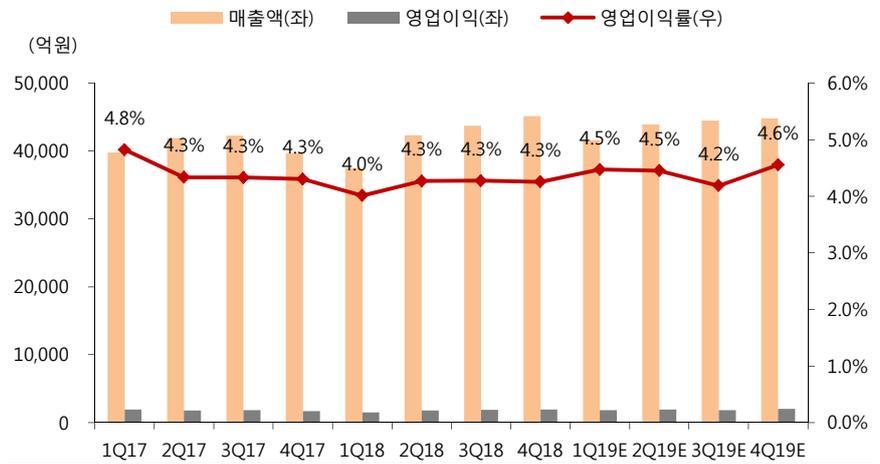
구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	15,341	16,358	16,866	17,478	19,035	20,487
yoy	%	4.6	6.6	3.1	3.6	8.9	7.6
영업이익	십억원	729	727	710	772	872	956
yoy	%	4.4	-0.2	-2.3	8.7	13.0	9.6
EBITDA	십억원	885	894	892	979	1,085	1,173
세전이익	십억원	704	889	626	739	682	772
순이익(지배주주)	십억원	506	681	437	560	517	585
영업이익률%	%	4.8	4.4	4.2	4.4	4.6	4.7
EBITDA%	%	5.8	5.5	5.3	5.6	5.7	5.7
순이익률	%	3.3	4.2	2.6	3.2	2.7	2.9
EPS	원	13,483	18,147	11,663	14,933	13,790	15,611
PER	배	11.5	7.5	11.1	8.8	9.6	8.5
PBR	배	1.7	1.3	1.1	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	배	8.2	7.1	6.6	6.0	5.0	4.2
ROE	%	15.4	18.2	10.6	12.6	10.6	10.9
순차입금	십억원	787	596	537	388	-26	-522
부채비율	%	129.1	105.2	103.9	98.1	96.7	94.2

현대글로벌비스 실적 추이 및 전망

(대, 억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
현대차 출하	1,659,482	1,865,625	1,715,950	2,035,738	1,660,886	1,897,790	1,787,151	1,928,077	7,177,764	7,276,795	7,273,904
내수	302,455	333,124	298,443	347,676	292,586	313,372	297,531	322,520	1,207,721	1,281,698	1,226,009
현대차	178,684	190,730	171,443	211,383	177,874	175,613	165,201	190,473	688,939	752,240	709,161
기아차	123,771	142,394	127,000	136,293	114,712	137,760	132,329	132,047	518,782	529,458	516,848
수출	437,760	496,561	447,585	563,936	463,126	500,635	459,579	532,611	1,947,559	1,945,842	1,955,951
현대차	223,116	251,319	238,491	294,976	229,896	255,977	224,058	281,646	963,938	1,007,902	991,577
기아차	214,644	245,242	209,094	268,960	233,230	244,658	235,521	250,965	983,621	937,940	964,374
해외생산	919,267	1,035,940	969,922	1,124,126	905,174	1,083,783	1,030,042	1,072,945	4,022,484	4,049,255	4,091,944
현대차	635,397	731,074	682,648	762,973	602,045	717,183	682,042	706,345	2,816,862	2,812,092	2,707,615
기아차	283,870	304,866	287,274	361,153	303,129	366,600	348,000	366,600	1,205,622	1,237,163	1,384,329
매출액	37,479	42,312	43,730	45,135	41,624	43,905	44,471	44,783	163,582	168,656	174,783
YoY	-5.8%	1.0%	3.5%	13.8%	11.1%	3.8%	1.7%	-0.8%	6.6%	3.1%	3.6%
국내물류	3,117	3,342	3,297	3,790	3,429	3,409	3,363	3,866	12,526	13,546	14,066
YoY	0.7%	5.3%	6.4%	20.1%	10.0%	2.0%	2.0%	2.0%	3.7%	8.1%	3.8%
해외물류	15,409	16,679	17,880	19,427	16,754	17,832	18,489	19,925	66,950	69,395	73,000
YoY	-3.0%	-3.2%	4.6%	16.0%	8.7%	6.9%	3.4%	2.6%	7.6%	3.7%	5.2%
PCC	3,372	3,705	3,736	4,471	4,290	4,410	4,436	5,106	14,100	15,284	18,242
YoY	-1.2%	1.4%	5.3%	28.3%	27.2%	19.0%	18.7%	14.2%	9.8%	8.4%	19.4%
별크선	2,886	2,973	3,947	3,911	3,001	3,092	3,552	3,520	13,021	13,717	13,166
YoY	1.9%	-11.6%	16.1%	14.2%	4.0%	4.0%	-10.0%	-10.0%	11.9%	5.3%	-4.0%
기타	9,151	10,001	10,197	11,045	9,462	10,330	10,501	11,299	39,829	40,394	41,593
YoY	-5.1%	-2.0%	0.5%	12.3%	3.4%	3.3%	3.0%	2.3%	5.5%	1.4%	3.0%
CKD	13,018	15,897	16,660	16,204	14,902	16,067	16,538	15,095	61,987	61,779	62,603
YoY	-17.3%	1.1%	2.0%	14.2%	14.5%	1.1%	-0.7%	-6.8%	3.3%	-0.3%	1.3%
중고차	1,013	1,155	1,103	1,131	1,124	1,201	1,147	1,176	3,871	4,402	4,649
YoY	4.0%	14.4%	14.2%	22.8%	11.0%	4.0%	4.0%	4.0%	1.1%	13.7%	5.6%
기타유통	4,922	5,239	4,790	4,583	5,414	5,396	4,934	4,720	18,248	19,534	20,465
YoY	20.7%	10.2%	0.6%	-1.5%	10.0%	3.0%	3.0%	3.0%	19.5%	7.0%	4.8%
영업이익	1,504	1,806	1,870	1,921	1,862	1,955	1,862	2,040	7,271	7,101	7,719
영업이익률	4.0%	4.3%	4.3%	4.3%	4.5%	4.5%	4.2%	4.6%	4.4%	4.2%	4.4%
YoY	-21.6%	-0.6%	2.2%	12.5%	23.8%	8.2%	-0.4%	6.2%	-0.2%	-2.3%	8.7%

자료: 현대글로벌비스 SK 증권

현대글로벌비스 매출액, 영업이익, 영업이익률 추이 및 전망



자료 : 현대글로벌비스, SK 증권

현대글로벌비스 12M Fwd PBR 추이



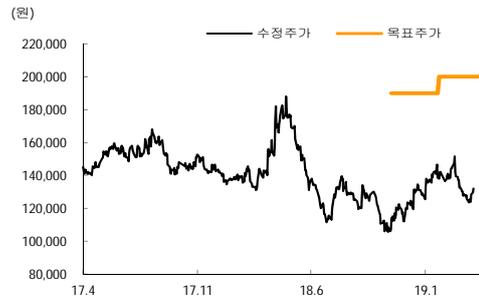
자료 : DataGuide, SK 증권

현대글로벌비스 목표주가 산출

(단위: 억원)	1Q20E	1Q21E	1Q22E
순이익(지배주주지분)	559	534	585
자본총계(지배주주지분)	4,706	5,183	5,655
ROE(지배주주지분)	11.9%	10.3%	10.4%
가중치	0.33	0.33	0.33
적정 ROE(지배주주지분)	10.8%		
영구성장률	1%		
자기자본비용	7.2%		
무위험수익률	1.7%		
리스크프리미엄	6.0%		
베타	0.92		
Target PBR	1.58		
12M Fwd BPS (원)	127,019		
목표 주가 (원)	200,000		
현재 주가 (원)	132,000		
상승 여력	52%		

자료: DataGuide, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.04.03	매수	200,000원	6개월		
2019.01.28	매수	200,000원	6개월	-32.33%	-24.25%
2019.01.09	매수	190,000원	6개월	-33.18%	-22.89%
2018.10.31	매수	190,000원	6개월	-35.11%	-27.37%



Compliance Notice

- 작성자(유승우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 4월 3일 기준)

매수	88.89%	중립	11.11%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	3,872	4,458	4,721	5,425	6,191
현금및현금성자산	529	641	791	1,204	1,700
매출채권및기타채권	2,083	2,076	2,151	2,343	2,521
재고자산	661	912	945	1,029	1,108
비유동자산	4,314	4,230	4,486	4,641	4,790
장기금융자산	265	222	222	222	222
유형자산	3,356	3,247	3,461	3,568	3,669
무형자산	72	127	121	116	112
자산총계	8,186	8,688	9,208	10,065	10,981
유동부채	2,539	2,885	2,946	3,102	3,247
단기금융부채	900	1,198	1,198	1,198	1,198
매입채무 및 기타채무	1,311	1,408	1,459	1,589	1,711
단기충당부채	44	52	54	59	64
비유동부채	1,657	1,543	1,613	1,846	2,079
장기금융부채	708	659	659	659	659
장기매입채무 및 기타채무	605	533	533	533	533
장기충당부채	131	133	141	152	164
부채총계	4,196	4,428	4,559	4,948	5,326
지배주주지분	3,989	4,260	4,648	5,118	5,655
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	154	154	154	154	154
기타자본구성요소	-1	-1	-1	-1	-1
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	3,804	4,117	4,554	5,071	5,656
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	3,990	4,260	4,648	5,117	5,655
부채외자본총계	8,186	8,688	9,208	10,065	10,981

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	627	529	747	785	861
당기순이익(손실)	680	437	560	517	585
비현금성항목등	231	449	419	568	588
유형자산감가상각비	159	172	187	193	199
무형자산감가상각비	8	10	20	19	19
기타	21	7	11	170	170
운전자본감소(증가)	-129	-165	-53	-134	-125
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-78	-164	-75	-192	-179
재고자산감소(증가)	27	-97	-33	-84	-79
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-59	238	51	130	121
기타	-20	-143	4	11	11
법인세납부	-155	-192	-179	-165	-187
투자활동현금흐름	-303	-353	-393	-291	-284
금융자산감소(증가)	24	-206	0	0	0
유형자산감소(증가)	-356	-170	-400	-300	-300
무형자산감소(증가)	-5	-15	-15	-15	-15
기타	34	37	22	24	31
재무활동현금흐름	-360	-69	-205	-81	-81
단기금융부채증가(감소)	-382	-13	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	196	133	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-113	-113	-124	0	0
기타	-63	-76	-81	-81	-81
현금의 증가(감소)	-66	112	149	414	496
기초현금	595	529	641	791	1,204
기말현금	529	641	791	1,204	1,700
FCF	402	304	324	425	502

자료 : 현대글로비스, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	16,358	16,866	17,478	19,035	20,487
매출원가	15,226	15,715	16,226	17,661	19,009
매출총이익	1,132	1,151	1,252	1,373	1,478
매출총이익률 (%)	6.9	6.8	7.2	7.2	7.2
판매비와관리비	405	441	481	501	523
영업이익	727	710	772	872	956
영업이익률 (%)	4.4	4.2	4.4	4.6	4.7
비영업손익	162	-84	-33	-190	-183
순금융비용	44	56	59	57	50
외환관련손익	166	-60	-2	-2	-2
관계기업투자등 관련손익	45	40	40	40	40
세전계속사업이익	889	626	739	682	772
세전계속사업이익률 (%)	5.4	3.7	4.2	3.6	3.8
계속사업법인세	209	189	179	165	187
계속사업이익	680	437	560	517	585
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	680	437	560	517	585
순이익률 (%)	4.2	2.6	3.2	2.7	2.9
지배주주	681	437	560	517	585
지배주주귀속 순이익률(%)	4.16	2.59	3.2	2.72	2.86
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	625	389	512	469	537
지배주주	625	389	512	469	537
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	894	892	979	1,085	1,173

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	6.6	3.1	3.6	8.9	7.6
영업이익	-0.2	-2.3	8.7	13.0	9.6
세전계속사업이익	26.4	-29.6	18.0	-7.7	13.2
EBITDA	1.0	-0.2	9.7	10.8	8.2
EPS(계속사업)	34.6	-35.7	28.0	-7.7	13.2
수익성 (%)					
ROE	18.2	10.6	12.6	10.6	10.9
ROA	8.4	5.2	6.3	5.4	5.6
EBITDA마진	5.5	5.3	5.6	5.7	5.7
안정성 (%)					
유동비율	152.5	154.5	160.3	174.9	190.7
부채비율	105.2	103.9	98.1	96.7	94.2
순차입금/자기자본	15.0	12.6	8.3	-0.5	-9.2
EBITDA/이자비용(배)	14.1	11.8	12.1	13.4	14.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	18,147	11,663	14,933	13,790	15,611
BPS	106,381	113,605	123,958	136,468	150,800
CFPS	22,591	16,511	20,453	19,452	21,411
주당 현금배당금	3,000	3,300	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	9.4	16.1	10.2	11.0	9.7
PER(최저)	7.4	9.1	8.3	9.0	7.9
PBR(최고)	1.6	1.7	1.2	1.1	1.0
PBR(최저)	1.3	0.9	1.0	0.9	0.8
PCR	6.0	7.8	6.5	6.8	6.2
EV/EBITDA(최고)	8.5	9.1	6.8	5.7	4.9
EV/EBITDA(최저)	7.0	5.6	5.7	4.7	4.0

SK COMPANY Analysis



Analyst
유승우

yswbest@sk.com
02-3773-9180

Company Data

자본금	114 십억원
발행주식수	2,281 만주
자사주	466 만주
액면가	5,000 원
시가총액	3,878 십억원
주요주주	
C제일제당(외1)	40.16%
C대한통운 자사주	20.42%
외국인지분률	18.70%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(19/04/02)	170,000 원
KOSPI	2177.18 pt
52주 Beta	0.91
52주 최고가	190,500 원
52주 최저가	135,000 원
60일 평균 거래대금	11 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-10.5%	-9.8%
6개월	5.6%	12.0%
12개월	23.2%	38.3%

CJ대한통운 (000120/KS | 매수(유지) | T.P 210,000 원(유지))

[1Q19 Preview] 부진한 택배 가격 상승

동사의 1Q19 매출액은 2 조 5,169 억원, 영업이익은 505 억원이 전망됨. 택배 가격 인상 폭이 부진했고 설 연휴로 인한 영업일 감소로 2 월 실적 악화가 주 원인. 아울러 CL 에서도 최저임금 인상으로 인한 비용 반영도 있을 것으로 추정됨. 한편, 물류를 내재화한 이커머스들의 풀필먼트 투자 확대는 전통 운송 기업에게는 새로운 위협 요인이 될 것으로 판단함. 추정치에 큰 변화가 없어 투자 의견 매수와 목표주가 210,000 원을 유지함

1Q19 매출액 2 조 5,169 억원, 영업이익 505 억원 전망

동사의 1Q19 매출액은 2 조 5,169 억원, 영업이익은 505 억원이 전망됨. 컨센서스를 다소 하회하는 영업이익을 기록할 것으로 전망하는 첫 번째 이유는 택배 가격임. 기존 동사 고객들에게는 공격적인 단가 인상에 어려움이 있었고, 신규 고객들은 인상된 가격에 대한 저항이 발생하며 전반적으로 소폭의 가격 인상만이 이뤄진 것으로 파악됨. 두 번째로, 통상적으로 2 월은 영업일도 적고 고정비 커버가 어려운데 올해는 설 연휴가 2 월 초였기 때문에 설 특수 물량이 1 월에 몰려버리며 2 월 택배 손익이 매우 안 좋았던 것으로 파악됨. 따라서 택배사업의 GPM 이 YoY, QoQ 모두 하락함. CL 에서 최저임금 인상으로 인한 비용도 소폭 반영될 것으로 추정됨

풀필먼트 투자 늘리는 이커머스의 등장은 또 다른 중장기적인 리스크

한편, SK 증권 리서치센터는 지난 2019 년 3 월 18 일에 발간한 'SMART Mobility climax: 손정의 따라잡기'를 통해서 소프트뱅크 손정의 회장의 비전펀드가 물류를 내재화한 이커머스들에 대한 투자를 늘릴 것이라 밝힌 바 있음. 특히 해당 이커머스들은 풀필먼트에 대한 투자로 전통적인 물류 기업에 위협 요인을 만들 것으로 전망됨. 이른바 'Unbundling FedEx' 효과가 전통적인 운송 기업 전반에 나타날 것으로 전망하며 이는 동사에게도 해당되기에 또 다른 중장기 리스크 요인으로 제기함

투자의견 매수, 목표주가 210,000 원 유지

기존 추정치가 택배 가격 인상 저항을 감안한 추정치였기에 큰 변화가 없어 투자의견 매수와 목표주가 210,000 원을 유지함

영업실적 및 투자지표

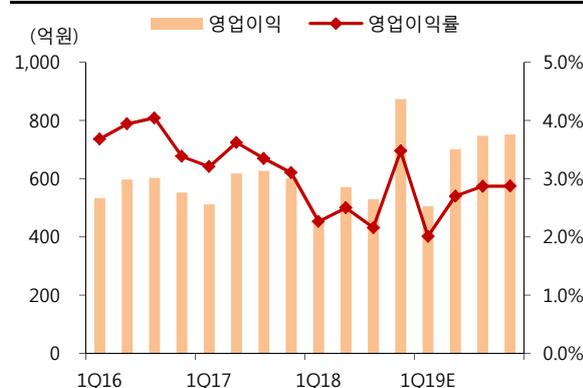
구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	6,082	7,110	9,220	10,341	11,219	12,126
yoy	%	20.3	16.9	29.7	12.2	8.5	8.1
영업이익	십억원	228	236	243	271	321	389
yoy	%	22.4	3.2	3.0	11.5	18.6	21.1
EBITDA	십억원	373	397	456	447	527	601
세전이익	십억원	91	73	85	140	237	309
순이익(지배주주)	십억원	56	31	38	71	130	175
영업이익률%	%	3.8	3.3	2.6	2.6	2.9	3.2
EBITDA%	%	6.1	5.6	5.0	4.3	4.7	5.0
순이익률	%	1.1	0.6	0.6	0.8	1.3	1.6
EPS	원	2,446	1,380	1,660	3,119	5,710	7,655
PER	배	73.2	101.4	100.6	54.5	29.8	22.2
PBR	배	1.7	1.4	1.4	1.4	1.4	1.3
EV/EBITDA	배	16.6	14.4	15.6	16.2	13.6	11.8
ROE	%	2.4	1.3	1.5	2.6	4.7	5.9
순차입금	십억원	1,638	2,048	2,708	2,694	2,639	2,536
부채비율	%	101.6	126.7	150.9	176.7	174.9	171.1

CJ 대한통운 실적 추이 및 전망

(단위: 억원%)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
매출액	20,014	22,847	24,548	25,152	25,169	25,992	26,073	26,179	71,104	92,561	103,412
YoY	25.5%	33.8%	31.0%	30.0%	25.8%	13.8%	6.2%	4.1%	16.9%	30.2%	11.7%
CL	6,155	6,410	6,492	6,197	6,278	6,602	6,687	6,383	24,278	25,254	25,950
YoY	5.1%	6.3%	4.7%	0.0%	2.0%	3.0%	3.0%	3.0%	13.7%	7.0%	6.9%
택배	5,566	5,862	5,878	6,449	6,035	6,534	6,480	7,151	20,750	23,755	26,198
YoY	16.2%	15.0%	10.7%	16.1%	8.4%	11.5%	10.2%	10.9%	13.7%	14.5%	10.3%
글로벌	7,733	8,616	10,475	10,098	10,617	10,603	10,777	10,230	26,076	36,922	42,227
YoY	45.7%	44.8%	45.1%	32.9%	37.3%	23.1%	2.9%	1.3%	37.4%	41.6%	14.4%
건설	560	1,959	1,703	2,408	2,240	2,253	2,129	2,415		6,630	9,037
YoY											36.3%
매출총이익	1,753	2,083	2,065	2,379	2,141	2,460	2,514	2,449	7,562	8,280	9,565
CL	605	600	676	750	603	647	635	638	2,741	2,631	2,523
택배	439	586	359	482	422	614	667	665	2,055	1,866	2,369
글로벌	696	753	871	946	1,009	1,132	1,148	1,074	2,766	3,266	4,362
건설	13	144	159	201	108	68	64	72		517	311
매출총이익률	8.8%	9.1%	8.4%	9.5%	8.5%	9.5%	9.6%	9.4%	10.6%	8.9%	9.2%
CL	9.8%	9.4%	10.4%	12.1%	9.6%	9.8%	9.5%	10.0%	11.3%	10.4%	9.7%
택배	7.9%	10.0%	6.1%	7.5%	7.0%	9.4%	10.3%	9.3%	9.9%	7.9%	9.0%
글로벌	9.0%	8.7%	8.3%	9.4%	9.5%	10.7%	10.7%	10.5%	10.6%	8.8%	10.3%
건설	2.3%	7.4%	9.3%	8.3%	4.8%	3.0%	3.0%	3.0%		7.8%	3.4%
영업이익	453	571	529	874	505	701	748	752	2,357	2,427	2,706
YoY	-11.5%	-7.6%	-15.6%	45.6%	11.6%	22.8%	41.4%	-13.9%	3.2%	3.0%	11.5%
영업이익률(%)	2.3%	2.5%	2.2%	3.5%	2.0%	2.7%	2.9%	2.9%	3.3%	2.6%	2.6%
세전이익	434	200	84	132	244	440	487	491	733	850	1,662
세전이익률(%)	2.2%	0.9%	0.3%	0.5%	1.0%	1.7%	1.9%	1.9%	1.0%	0.9%	1.6%

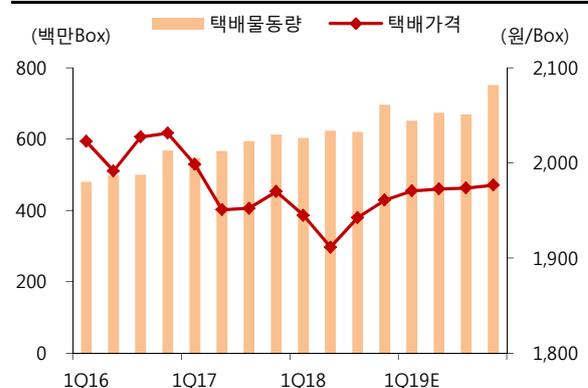
자료: CJ 대한통운, SK 증권

CJ 대한통운 영업이익과 영업이익률 추이 및 전망



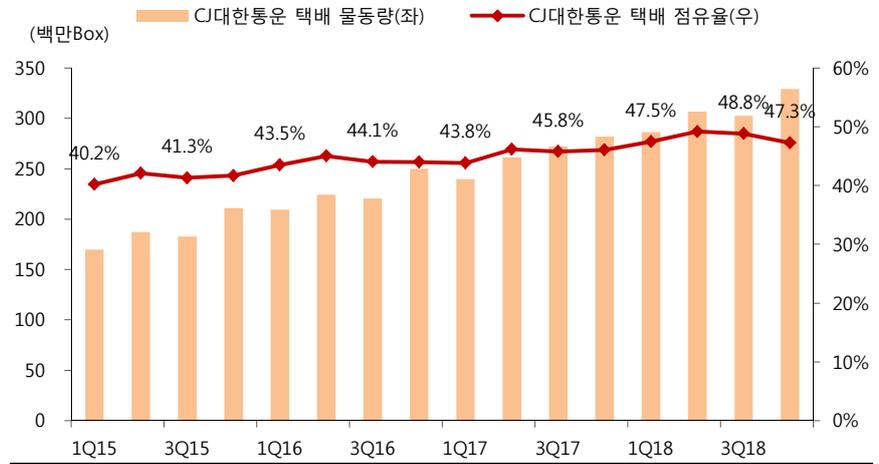
자료: Dart, SK 증권

택배 물동량과 택배 가격 추이 및 전망



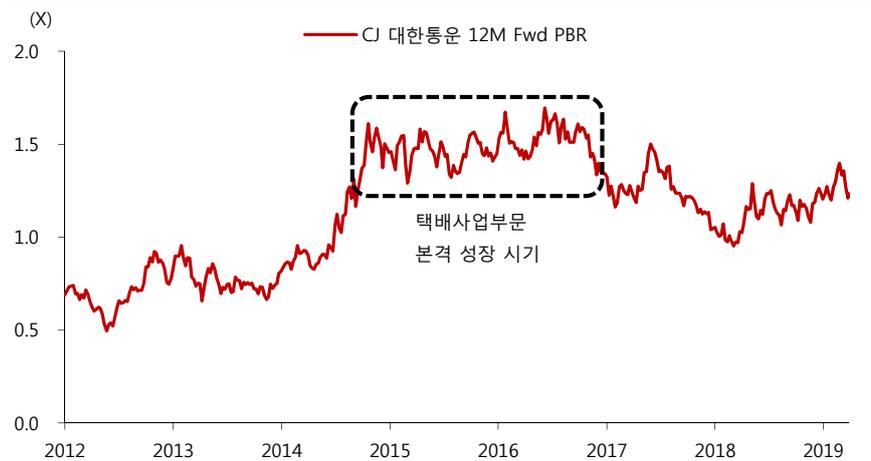
자료: CJ 대한통운, SK 증권

CJ 대한통운 택배 물동량과 택배 점유율 추이 및 전망



자료 : CJ 대한통운, SK 증권

CJ 대한통운 12M Fwd PBR 추이



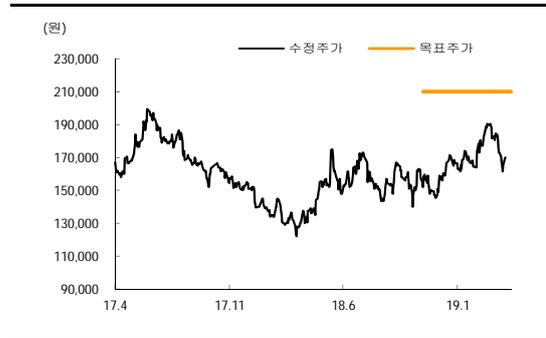
자료 : DataGuide, SK 증권

CJ 대한통운 목표 주가 산출

	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E
BPS(원)	139,129	141,133	140,762	141,483	143,116
Target BPS(원)	140,627				
Target PBR(배)	1.5				
목표 주가(원)	210,000				
현재 주가(원)	170,000				
상승 여력	24%				

자료 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.04.03	매수	210,000원	6개월		
2019.02.11	매수	210,000원	6개월	-20.20%	-9.29%
2019.01.09	매수	210,000원	6개월	-23.19%	-17.14%
2018.11.09	매수	210,000원	6개월	-24.66%	-18.33%
2018.10.31	매수	210,000원	6개월	-25.10%	-24.05%



Compliance Notice

- 작성자(유승우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 4월 3일 기준)

매수	88.89%	중립	11.11%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,804	2,181	3,092	3,320	3,603
현금및현금성자산	154	163	994	1,049	1,152
매출채권및기타채권	1,425	1,717	1,787	1,939	2,095
재고자산	16	21	22	24	26
비유동자산	4,505	5,696	5,838	5,957	6,068
장기금융자산	32	48	48	48	48
유형자산	2,430	3,306	3,468	3,544	3,615
무형자산	1,468	1,777	1,782	1,787	1,791
자산총계	6,309	7,877	8,929	9,277	9,671
유동부채	1,890	2,614	4,295	4,412	4,532
단기금융부채	743	1,296	2,923	2,923	2,923
매입채무 및 기타채무	1,020	1,062	1,106	1,199	1,296
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,636	2,124	1,407	1,490	1,571
장기금융부채	1,499	1,625	814	814	814
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	7	7	8	8
부채총계	3,526	4,738	5,702	5,902	6,103
지배주주지분	2,372	2,662	2,728	2,853	3,022
자본금	114	114	114	114	114
자본잉여금	2,248	2,260	2,260	2,260	2,260
기타자본구성요소	-511	-460	-460	-460	-460
자기주식	-509	-457	-457	-457	-457
이익잉여금	574	600	671	802	976
비지배주주지분	411	477	500	522	545
자본총계	2,783	3,139	3,228	3,375	3,567
부채외자본총계	6,309	7,877	8,929	9,277	9,671

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	291	135	420	380	423
당기순이익(손실)	39	52	85	144	189
비현금성항목등	335	382	362	383	412
유형자산감가상각비	121	156	144	174	179
무형자산감가상각비	41	58	32	33	33
기타	60	26	45	45	45
운전자본감소(증가)	-53	-254	10	-55	-57
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-223	-59	-70	-152	-157
재고자산감소(증가)	0	-1	-1	-2	-2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	85	-9	43	94	97
기타	85	-185	37	5	5
법인세납부	-30	-45	-37	-92	-121
투자활동현금흐름	-679	-831	-302	-192	-187
금융자산감소(증가)	-2	-1	0	0	0
유형자산감소(증가)	-473	-487	-306	-250	-250
무형자산감소(증가)	-39	-38	-38	-38	-38
기타	-165	-305	41	95	100
재무활동현금흐름	401	692	712	-133	-133
단기금융부채증가(감소)	0	0	1,627	0	0
장기금융부채증가(감소)	456	617	-811	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-1	-2	0	0	0
기타	-54	77	-104	-133	-133
현금의 증가(감소)	16	9	830	55	103
기초현금	139	154	163	994	1,049
기말현금	154	163	994	1,049	1,152
FCF	-259	-56	-28	60	105

자료 : CJ대한통운, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	7,110	9,220	10,341	11,219	12,126
매출원가	6,354	8,392	9,385	10,144	10,948
매출총이익	756	828	957	1,076	1,178
매출총이익률 (%)	10.6	9.0	9.3	9.6	9.7
판매비와관리비	521	585	686	755	790
영업이익	236	243	271	321	389
영업이익률 (%)	3.3	2.6	2.6	2.9	3.2
비영업손익	-163	-158	-131	-84	-79
순금융비용	51	81	85	38	33
외환관련손익	-13	-2	-2	-2	-2
관계기업투자등 관련손익	-21	-29	0	0	0
세전계속사업이익	73	85	140	237	309
세전계속사업이익률 (%)	1.0	0.9	1.4	2.1	2.6
계속사업법인세	34	33	55	92	121
계속사업이익	39	52	85	144	189
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	39	52	85	144	189
순이익률 (%)	0.6	0.6	0.8	1.3	1.6
지배주주	31	38	71	130	175
지배주주귀속 순이익률(%)	0.44	0.41	0.69	1.16	1.44
비지배주주	7	14	14	14	14
총포괄이익	-11	55	89	148	192
지배주주	26	33	66	125	169
비지배주주	-37	23	23	23	23
EBITDA	397	456	447	527	601

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	16.9	29.7	12.2	8.5	8.1
영업이익	3.2	3.0	11.5	18.6	21.1
세전계속사업이익	-19.7	16.3	64.2	69.5	30.8
EBITDA	6.3	15.0	-2.1	18.0	14.0
EPS(계속사업)	-43.6	20.3	87.9	83.1	34.1
수익성 (%)					
ROE	1.3	1.5	2.6	4.7	5.9
ROA	0.7	0.7	1.0	1.6	2.0
EBITDA마진	5.6	5.0	4.3	4.7	5.0
안정성 (%)					
유동비율	95.4	83.4	72.0	75.3	79.5
부채비율	126.7	150.9	176.7	174.9	171.1
순차입금/자기자본	73.6	86.3	83.5	78.2	71.1
EBITDA/이자비용(배)	7.2	5.3	4.3	4.0	4.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,380	1,660	3,119	5,710	7,655
BPS	103,964	116,702	119,586	125,062	132,483
CFPS	8,453	11,027	10,847	14,761	16,958
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	144.6	105.4	61.1	33.4	24.9
PER(최저)	101.1	73.5	51.8	28.3	21.1
PBR(최고)	1.9	1.5	1.6	1.5	1.4
PBR(최저)	1.3	1.1	1.4	1.3	1.2
PCR	16.6	15.1	15.7	11.5	10.0
EV/EBITDA(최고)	17.9	16.0	17.2	14.5	12.6
EV/EBITDA(최저)	14.4	13.3	15.7	13.3	11.5

SK COMPANY Analysis



Analyst
유승우

yswbest@sk.com
02-3773-9180

Company Data

자본금	480 십억원
발행주식수	9,596 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	3,030 십억원
주요주주	
한진칼(외9)	33.35%
국민연금공단	11.69%
외국인지분률	24.40%
배당수익률	0.80%

Stock Data

주가(19/04/02)	31,950 원
KOSPI	2177.18 pt
52주 Beta	1.05
52주 최고가	36,950 원
52주 최저가	25,450 원
60일 평균 거래대금	19 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-13.2%	-12.5%
6개월	17.3%	24.4%
12개월	-7.0%	4.4%

대한항공 (003490/KS | 매수(유지) | T.P 49,000 원(유지))

[1Q19 Preview] 일회성 이익 훼손이 아쉬울 뿐

동사의 1Q19 매출액 3 조 855 억원, 영업이익 1,698 억원이 전망됨. 정비비, 조업비, 광고비 등이 다량 발생하며 연료유류비도 기대만큼 하락하지 못해 컨센서스를 크게 하회할 것임. 그러나 올해 연간 저유가 의견을 유지하는 바 실적 기대감을 다시금 가져볼 수 있고 이번 정기 주총의 성과를 바탕으로 내년부터 본격적 개선이 가능하다는 판단에 업종 내 Top Pick 의견, 투자이건 매수, 목표주가 49,000 원을 유지함

1Q19 매출액 3 조 855 억원, 영업이익 1,698 억원 전망

동사의 1Q19 매출액은 3 조 855 억원, 영업이익은 1,698 억원을 기록해 4 월 2 일 기준 컨센서스인 2,120 억원을 크게 하회할 것으로 전망함. 왜냐하면 ① 이번 분기에도 엔진 정비비가 YoY +600 억원 발생할 것으로 추정되며 ② 최저임금 인상 및 임금 인상에 따른 자연증가분 YoY +100 억 ③ 광고비 150 억 등이 비용으로 발생했기 때문임. 그리고 온기 반영될 것으로 판단했던 작년 말의 유가 급락분이 급유단가 기준으로는 YoY 5% 하락에 그치며 연료유류비가 1Q19 에 7,093 억원 수준이 발생한 것으로 추정되고 있음. ④ 그리고 인건비 항목에서는 1Q18 에 지급된 550 억원 가량의 안전장려금이 기저로 작용했지만 직인 수 증가 및 50 주년 보너스 지급으로 YoY +400 억원에 그쳤음

원화 운임은 오르고 달러화 운임은 내리고

한편 국제여객 운임은 원화로는 YoY 1.0% 가량 상승한 것으로 추정되지만 환율효과로 YoY 3.3% 하락한 81cents 로 추정되며, 화물 운임 역시 원화로는 YoY 3.8%가량 상승했지만 달러화로는 29.1cents 를 기록하며 YoY 1.0% 하락한 것으로 추정됨

업종 내 Top Pick 으로 투자이건 매수, 목표주가 49,000 원 유지

결론적으로 여전히 올해 연간으로 유가는 낮게 유지될 것이라고 판단하기에 실적 기대감을 다시 한 번 가져볼 수 있다고 판단하며, 최근 주주총회에서 거둔 소기의 성과를 바탕으로 내년부터 본격적인 개선 구간에 접어들 수 있기 때문에 업종 내 Top Pick 으로 투자이건 매수와 목표주가 49,000 원을 유지함. 다만 IFRS16 도입으로 BPS 가 수정되어 Target PBR 도 1.4 배 수준으로 수정 반영함

영업실적 및 투자지표

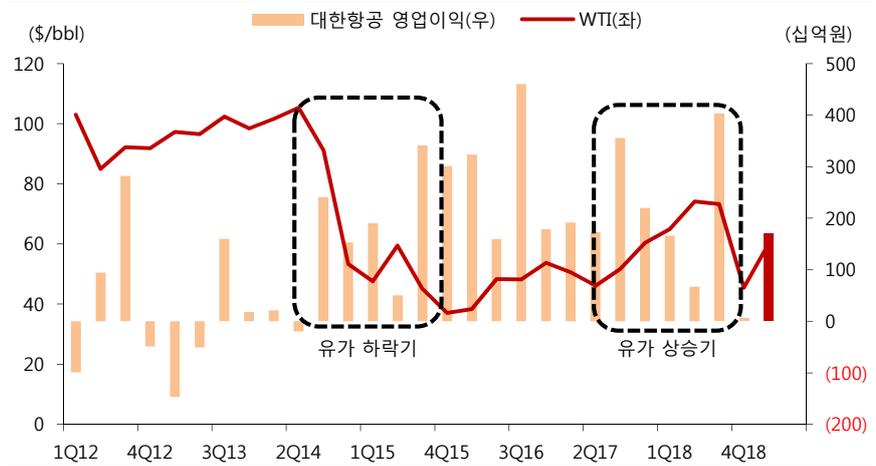
구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	11,732	12,092	13,020	12,777	13,183	13,478
yoy	%	1.6	3.1	7.7	-1.9	3.2	2.2
영업이익	십억원	1,121	940	640	1,018	1,246	1,274
yoy	%	26.9	-16.2	-31.9	59.0	22.5	2.2
EBITDA	십억원	2,872	2,633	2,382	2,841	3,133	3,063
세전이익	십억원	-717	1,122	-209	392	643	712
순이익(지배주주)	십억원	-565	792	-193	290	480	532
영업이익률%	%	9.6	7.8	4.9	8.0	9.5	9.5
EBITDA%	%	24.5	21.8	18.3	22.2	23.8	22.7
순이익률	%	-4.8	6.6	-1.4	2.3	3.7	4.0
EPS	원	-7,137	8,548	-2,012	3,017	5,002	5,545
PER	배	N/A	4.0	N/A	10.6	6.4	5.8
PBR	배	1.2	0.9	1.1	0.9	0.7	0.6
EV/EBITDA	배	5.8	6.4	7.4	6.0	4.9	4.5
ROE	%	-27.2	29.4	-5.9	9.1	12.4	11.4
순차입금	십억원	13,307	12,320	12,819	11,918	10,298	8,772
부채비율	%	1,178.1	557.1	743.7	629.8	521.7	440.8

대한항공 실적 추이 및 전망

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액(억원)	31,020	31,057	35,179	32,986	30,855	31,995	32,948	31,969	121,906	130,242	127,767
YoY(%)	8.0%	7.1%	9.5%	2.9%	-0.5%	3.0%	-6.3%	-3.1%	3.9%	6.8%	-1.9%
여객 매출액(억원)	18,520	18,468	21,280	19,107	18,664	19,188	19,202	18,399	70,455	77,375	75,453
YoY(%)	10.3%	8.8%	10.7%	9.4%	0.8%	3.9%	-9.8%	-3.7%	1.1%	9.8%	-2.5%
ASK(백만)	24,441	24,831	25,738	24,933	24,478	25,271	26,244	25,315	98,131	99,943	101,308
YoY(%)	5.4%	2.8%	-0.7%	0.3%	0.2%	1.8%	2.0%	1.5%	1.5%	1.8%	1.4%
RPK(백만)	19,348	20,043	21,040	19,686	19,890	20,254	20,444	19,894	77,842	80,117	80,481
YoY(%)	4.2%	4.4%	0.2%	3.1%	2.8%	1.1%	-2.8%	1.1%	2.5%	2.9%	0.5%
L/F(%)	79.2%	80.7%	81.7%	79.0%	81.3%	80.1%	77.9%	78.6%	79.3%	80.2%	79.4%
YoY(%pt)	-0.9%	1.3%	0.8%	2.2%	2.1%	-0.6%	-3.8%	-0.4%	0.8%	0.8%	-0.9%
Yield(원)	95.7	92.1	101.1	90.0	93.8	94.7	93.9	92.5	90.5	96.6	93.8
YoY(%)	5.8%	4.2%	10.4%	-1.6%	-2.0%	2.8%	-7.1%	2.8%	-1.4%	6.7%	-2.9%
화물 매출액(억원)	6,976	7,125	7,542	8,479	6,459	7,167	7,324	7,648	28,087	30,122	28,597
YoY(%)	9.1%	5.9%	7.7%	6.5%	-7.4%	0.6%	-2.9%	-9.8%	14.9%	7.2%	-5.1%
AFTK(백만)	2,622	2,665	2,713	2,836	2,589	2,692	2,686	2,864	10,944	10,836	10,831
YoY(%)	1.5%	-1.7%	-2.9%	-0.6%	-1.3%	1.0%	-1.0%	1.0%	3.0%	-1.0%	0.0%
FTK(백만)	2,009	2,023	2,078	2,177	1,808	2,047	2,057	2,204	8,593	8,287	8,116
YoY(%)	-0.5%	-4.3%	-4.6%	-4.5%	-10.0%	1.2%	-1.0%	1.2%	5.3%	-3.6%	-2.1%
L/F(%)	76.6%	75.9%	76.6%	76.8%	69.8%	76.1%	76.6%	76.9%	78.5%	76.5%	74.9%
YoY(%pt)	-1.6%	-2.0%	-1.4%	-3.1%	-6.8%	0.2%	0.0%	0.2%	1.7%	-2.0%	-2.0%
Yield(원)	315.9	324.4	362.9	335.2	327.7	321.2	326.6	318.4	326.9	363.5	352.4
YoY(%)	10.5%	12.4%	24.2%	-4.0%	3.8%	-1.0%	-10.0%	-5.0%	9.2%	11.2%	-3.1%
영업비용(억원)	29,357	30,391	31,160	32,892	29,157	29,291	29,809	29,332	111,524	123,800	117,590
YoY(%)	9.8%	11.2%	9.0%	13.9%	-0.7%	-3.6%	-4.3%	-10.8%	5.1%	11.0%	-5.0%
연료유류비	7,263	7,928	8,759	8,880	7,093	7,018	7,175	7,098	26,028	32,831	28,384
YoY(%)	15.1%	29.3%	33.9%	26.1%	-2.3%	-11.5%	-18.1%	-20.1%	19.6%	26.1%	-13.5%
인건비	6,062	6,318	5,810	6,177	5,275	6,243	6,071	5,422	22,467	24,368	23,012
YoY(%)	17.6%	8.6%	1.7%	6.8%	-13.0%	-1.2%	4.5%	-12.2%	6.3%	8.5%	-5.6%
감가상각비	4,283	4,414	4,448	4,272	4,326	4,369	4,492	4,229	16,930	17,417	17,417
YoY(%)	3.0%	4.6%	2.6%	1.4%	1.0%	-1.0%	1.0%	-1.0%	-3.3%	2.9%	0.0%
공항관련비	2,668	2,728	2,875	2,970	2,641	2,700	2,847	2,940	10,653	11,241	11,129
YoY(%)	2.7%	8.8%	3.8%	6.8%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-2.8%	5.5%	-1.0%
판매수수료	1,068	1,088	1,134	1,116	1,078	1,099	1,146	1,005	3,035	3,234	4,406
YoY(%)	40.3%	38.4%	35.7%	31.2%	1.0%	1.0%	1.0%	-10.0%	1.8%	6.5%	36.3%
영업이익(억원)	1,663	667	4,018	54	1,698	2,703	3,139	2,637	10,382	6,403	10,177
YoY(%)	-16.0%	-59.9%	13.0%	-98.3%	2.1%	305.3%	-21.9%	4763.5%	-7.4%	-38.3%	58.9%
영업이익률	5.4%	2.1%	11.4%	0.2%	5.5%	8.4%	9.5%	8.2%	8.5%	4.9%	8.0%

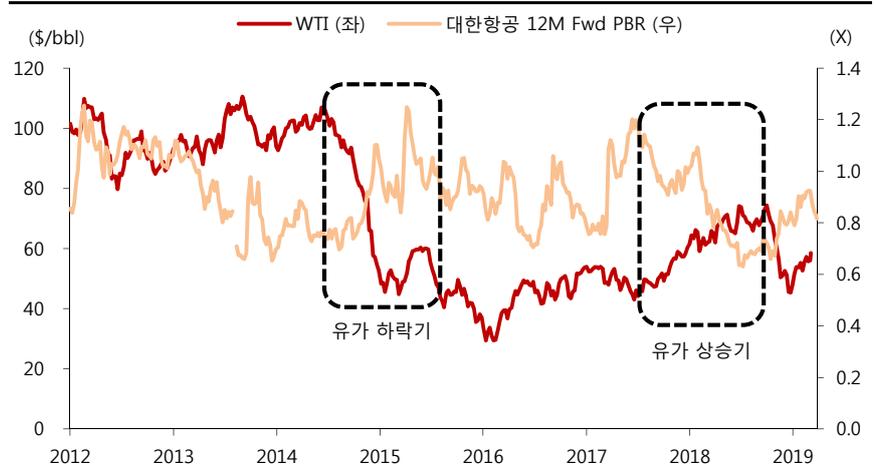
자료: 대한항공 SK 증권

국제유가와 대한항공 영업이익 추이 및 추정치



자료 : DataGuide, SK 증권

국제유가와 대한항공 12M Fwd PBR 추이



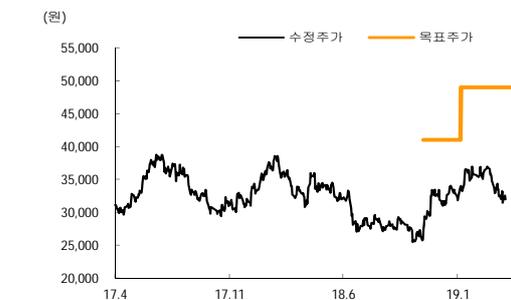
자료 : DataGuide, SK 증권

대한항공 목표 주가 산출

	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E
BPS(원)	32,237	34,323	36,284	37,566	38,129
Target BPS(원)	35,467				
Target PBR(배)	1.4				
목표 주가(원)	49,000				
현재 주가(원)	31,950				
상승 여력	53%				

자료 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.04.03	매수	49,000원	6개월		
2019.01.30	매수	49,000원	6개월	-28.92%	-24.59%
2019.01.09	매수	49,000원	6개월	-28.22%	-25.41%
2018.11.14	매수	41,000원	6개월	-22.23%	-17.07%
2018.10.31	매수	41,000원	6개월	-28.65%	-26.34%



Compliance Notice

- 작성자(유승우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019 년 4 월 3 일 기준)

매수	88.89%	중립	11.11%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	3,582	3,872	4,711	6,395	7,969
현금및현금성자산	761	1,504	2,405	4,024	5,551
매출채권및기타채권	908	816	791	817	835
재고자산	683	1,030	1,000	1,031	1,054
비유동자산	21,066	21,707	21,597	20,912	20,321
장기금융자산	304	284	284	284	284
유형자산	18,907	19,648	19,251	18,387	17,619
무형자산	364	301	274	251	230
자산총계	24,649	25,580	26,308	27,307	28,290
유동부채	6,638	7,522	7,427	7,526	7,597
단기금융부채	4,143	4,326	4,326	4,326	4,326
매입채무 및 기타채무	320	292	284	293	299
단기충당부채	0	37	36	37	38
비유동부채	14,259	15,026	15,277	15,390	15,461
장기금융부채	9,511	10,264	10,264	10,264	10,264
장기매입채무 및 기타채무	5	4	4	4	4
장기충당부채	138	149	144	149	153
부채총계	20,898	22,548	22,704	22,915	23,058
지배주주지분	3,629	2,909	3,480	4,265	5,102
자본금	480	480	480	480	480
자본잉여금	946	946	946	946	946
기타자본구성요소	72	72	72	72	72
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	577	82	347	827	1,359
비지배주주지분	122	123	125	127	129
자본총계	3,751	3,032	3,605	4,392	5,231
부채외자본총계	24,649	25,580	26,308	27,307	28,290

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	2,773	2,746	2,850	3,114	2,980
당기순이익(손실)	802	-186	297	487	539
비현금성항목등	2,018	2,828	2,544	2,646	2,524
유형자산감가상각비	1,648	1,712	1,797	1,864	1,768
무형자산감가상각비	45	29	26	23	21
기타	578	243	9	9	9
운전자본감소(증가)	-41	141	230	136	89
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-19	-112	24	-25	-18
재고자산감소(증가)	-116	-191	31	-32	-23
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	5	60	-9	9	7
기타	89	384	184	184	124
법인세납부	-5	-37	-221	-156	-172
투자활동현금흐름	-2,007	-611	-1,363	-932	-891
금융자산감소(증가)	-297	348	0	0	0
유형자산감소(증가)	-1,795	-1,198	-1,400	-1,000	-1,000
무형자산감소(증가)	1	1	1	1	1
기타	84	239	37	67	108
재무활동현금흐름	-1,036	-1,408	-586	-562	-562
단기금융부채증가(감소)	-4,580	-3,543	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	2,744	2,180	0	0	0
자본의 증가(감소)	453	0	0	0	0
배당금의 지급	-34	-68	-24	0	0
기타	380	24	-562	-562	-562
현금의 증가(감소)	-329	743	901	1,619	1,527
기초현금	1,090	761	1,504	2,405	4,024
기말현금	761	1,504	2,405	4,024	5,551
FCF	393	1,569	1,076	1,968	1,845

자료 : 대한항공, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	12,092	13,020	12,777	13,183	13,478
매출원가	9,991	11,004	10,840	10,988	11,234
매출총이익	2,101	2,017	1,937	2,195	2,244
매출총이익률 (%)	17.4	15.5	15.2	16.7	16.7
판매비와관리비	1,161	1,376	919	949	970
영업이익	940	640	1,018	1,246	1,274
영업이익률 (%)	7.8	4.9	8.0	9.5	9.5
비영업손익	182	-849	-626	-603	-563
순금융비용	427	505	517	495	454
외환관련손익	995	-363	-100	-100	-100
관계기업투자등 관련손익	-15	1	1	1	1
세전계속사업이익	1,122	-209	392	643	712
세전계속사업이익률 (%)	9.3	-1.6	3.1	4.9	5.3
계속사업법인세	320	-23	95	156	172
계속사업이익	802	-186	297	487	539
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	802	-186	297	487	539
순이익률 (%)	6.6	-1.4	2.3	3.7	4.0
지배주주	792	-193	290	480	532
지배주주귀속 순이익률(%)	6.55	-1.48	2.27	3.64	3.95
비지배주주	10	7	7	7	7
총포괄이익	1,106	-418	597	787	839
지배주주	1,089	-420	595	785	837
비지배주주	17	2	2	2	2
EBITDA	2,633	2,382	2,841	3,133	3,063

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	3.1	7.7	-1.9	3.2	2.2
영업이익	-16.2	-31.9	59.0	22.5	2.2
세전계속사업이익	흑전	적전	흑전	64.1	10.7
EBITDA	-8.3	-9.5	19.3	10.3	-2.2
EPS(계속사업)	흑전	적전	흑전	65.8	10.8
수익성 (%)					
ROE	29.4	-5.9	9.1	12.4	11.4
ROA	3.3	-0.7	1.1	1.8	1.9
EBITDA마진	21.8	18.3	22.2	23.8	22.7
안정성 (%)					
유동비율	54.0	51.5	63.4	85.0	104.9
부채비율	557.1	743.7	629.8	521.7	440.8
순차입금/자기자본	328.4	422.8	330.6	234.5	167.7
EBITDA/이자비용(배)	5.8	4.4	5.1	5.6	5.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	8,548	-2,012	3,017	5,002	5,545
BPS	37,824	30,313	36,263	44,447	53,174
CFPS	26,833	16,139	22,017	24,663	24,187
주당 현금배당금	250	250	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	4.5	N/A	12.3	7.4	6.7
PER(최저)	2.9	N/A	10.4	6.3	5.7
PBR(최고)	1.0	1.3	1.0	0.8	0.7
PBR(최저)	0.7	0.8	0.9	0.7	0.6
PCR	1.3	2.1	1.5	1.3	1.3
EV/EBITDA(최고)	6.6	7.6	6.1	5.0	4.7
EV/EBITDA(최저)	5.9	7.1	5.9	4.9	4.5

SK COMPANY Analysis



Analyst

유승우

yswbest@sk.com

02-3773-9180

Company Data

자본금	535 십억원
발행주식수	53,457 만주
자사주	0 만주
액면가	1,000 원
시가총액	2,283 십억원
주요주주	
하림지주(외30)	54.90%
국민연금공단	6.02%
외국인지분률	9.70%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(19/04/02)	4,270 원
KOSPI	2177.18 pt
52주 Beta	1.17
52주 최고가	5,740 원
52주 최저가	4,030 원
60일 평균 거래대금	5 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-1.3%	-0.4%
6개월	-19.0%	-14.1%
12개월	-16.8%	-6.6%

팬오션 (028670/KS | 매수(유지) | T.P 6,000 원(유지))

[1Q19 Preview] BDI 침체로 상반기 실적도 침체

동사의 1Q19 매출액은 5,998 억원, 영업이익은 416 억원이 전망됨. BDI 하락으로 벌크 매출액이 감소함. 중국의 가스 시대 진입, 전기로 비중 증대, 벌커의 수급적 부담, Vale 댐 사고 이슈가 상반기 내내 BDI를 누를 것. 그러나 동사의 지속적인 CVC 확대와 하반기부터 IMO의 환경규제에 대한 대응으로 폐선이 조금씩 이뤄질 수 있다는 점은 우호적인 부분임. 이에 투자이견 매수와 목표주가 6,000 원을 유지함

1Q19 매출액 5,998 억원, 영업이익 416 억원 전망

동사의 1Q19 매출액은 5,998 억원, 영업이익은 416 억원이 전망됨. 분기 평균 BDI가 4Q18 1,363pts에서 1Q19 799pts로 하락함에 따라 벌크 매출액이 감소한 것으로 추정됨. 하지만 BDI가 하락한 만큼 비용 단에서 용선료가 줄어들고 유가 하락으로 연료비도 줄어들었을 것으로 추정됨

상반기 내내 BDI의 침체는 지속될 것임

SK 증권 리서치센터는 지난 1월 8일 발간한 'Cyclical Bulletin Release 16: 중국, 철강, 그리고 BDI' 보고서를 통해서 중국의 가스 시대로의 진입과 중국의 전기로 베이스의 조강 생산 비중 증가, 벌커의 수급적인 비우호성이 중장기적으로 BDI의 상방을 제한한다고 밝힌 바 있음. 게다가 Vale에서 시작된 최근의 단기적인 BDI 침체 현상도 브라질 현상이 복구될 때까지 지속될 수 밖에 없는 이슈임. 적어도 상반기 동안의 BDI 침체는 유지될 것으로 판단함

투자이견 매수, 목표주가 6,000 원 유지

BDI의 상단이 제한되는 상황에서 다른 벌크선사 대비 상대적으로 CVC의 비중이 낮은 점도 아쉬움. 그러나 동사는 1Q19에도 CVC 물량을 추가한 것으로 알려져 점차 BDI에 대한 실적 변동성을 줄여 나갈 것으로 판단됨. 그리고 하반기로 갈수록 IMO의 환경 규제로 선주들이 노후 벌크선 폐선을 본격적으로 고민할 것이라는 점에서도 수급적으로 BDI에 조금이나마 우호적인 환경이 조성될 수 있을 것임. 이에 투자이견 매수와 목표주가 6,000 원을 유지함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	1,874	2,336	2,668	2,600	2,776	2,964
yoy	%	3.0	24.7	14.2	-2.6	6.8	6.8
영업이익	십억원	168	195	204	186	211	239
yoy	%	-26.8	16.2	4.6	-9.0	13.8	13.0
EBITDA	십억원	337	363	372	352	378	396
세전이익	십억원	99	143	149	133	164	196
순이익(지배주주)	십억원	98	143	152	105	128	152
영업이익률%	%	9.0	8.4	7.6	7.1	7.6	8.1
EBITDA%	%	18.0	15.5	14.0	13.6	13.6	13.4
순이익률	%	5.2	6.1	5.6	3.9	4.5	5.0
EPS	원	184	268	285	196	239	285
PER	배	21.7	19.7	15.6	21.8	17.9	15.0
PBR	배	0.8	1.2	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	10.1	10.5	8.8	8.5	7.4	6.3
ROE	%	4.0	5.8	6.1	3.8	4.3	4.8
순차입금	십억원	1,256	965	894	699	501	203
부채비율	%	68.8	61.6	54.8	50.9	47.8	44.9

팬오션 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
매출액	5,655	6,788	7,715	6,525	5,998	6,466	7,141	6,392	23,362	26,684	25,997
1. 해운업	5,218	6,066	6,540	6,307	5,523	5,653	6,045	6,068	20,912	24,130	23,289
벌크	4,352	5,123	5,564	5,254	4,682	4,698	4,980	4,955	17,425	20,293	19,315
YoY	7.3%	16.8%	24.5%	16.4%	7.6%	-8.3%	-10.5%	-5.7%	25.8%	16.5%	-4.8%
QoQ	-3.6%	17.7%	8.6%	-5.6%	-10.9%	0.3%	6.0%	-0.5%			
컨테이너	479	562	605	658	431	534	635	691	1,888	2,303	2,291
YoY	17.1%	17.6%	22.8%	29.2%	-10.0%	-5.0%	5.0%	5.0%	18.1%	22.0%	-0.6%
QoQ	-5.9%	17.4%	7.6%	8.8%	-34.4%	23.9%	18.9%	8.8%			
탱커선	316	305	294	330	324	331	337	344	1,388	1,244	1,336
YoY	-15.2%	-13.8%	-9.4%	-2.5%	2.7%	8.5%	14.8%	4.3%	-20.2%	-10.4%	7.4%
QoQ	-6.6%	-3.4%	-3.6%	12.2%	-1.7%	2.0%	2.0%	2.0%			
해운기타	71	75	78	66	85	90	93	79	209	290	347
YoY	16.0%	47.2%	57.6%	37.4%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	1.7%	38.3%	20.0%
QoQ	49.0%	6.0%	2.9%	-15.5%	30.1%	6.0%	2.9%	-15.5%			
2. 곡물사업	537	895	1,329	397	563	940	1,223	417	3,023	3,158	3,143
YoY	27.0%	-27.8%	100.4%	-42.9%	5.0%	5.0%	-8.0%	5.0%	28.8%	4.5%	-0.5%
QoQ	-22.9%	66.8%	48.5%	-70.1%	41.8%	66.8%	30.1%	-65.9%			
3. 기 타	276	262	287	295	290	276	315	309	1,136	1,120	1,190
YoY	11.1%	-14.1%	-0.7%	0.2%	5.0%	5.0%	10.0%	5.0%	51.6%	-1.5%	6.3%
QoQ	-6.1%	-4.9%	9.2%	2.9%	-1.7%	-4.9%	14.4%	-1.8%			
(내부거래)	-375	-435	-441	-426	-378	-403	-441	-403	-1,708	-1,677	-1,625
YoY	9.9%	-11.3%	-1.5%	-0.6%	0.8%	-7.4%	0.2%	-5.5%	-2.9%	-1.8%	-3.1%
QoQ	-12.4%	15.8%	1.3%	-3.3%	-11.2%	6.4%	9.7%	-8.8%			
매출원가	5,049	6,102	6,976	5,776	5,403	5,906	6,587	5,496	20,721	23,903	23,393
용선료	1,353	1,735	1,781	1,607	1,275	1,281	1,473	1,436	4,787	6,476	5,465
연료비	1,239	1,442	1,620	1,531	1,497	1,461	1,442	1,423	4,696	5,831	5,823
영업이익	440	501	575	524	416	375	350	714	1,950	2,039	1,856
BDI(pts)	1,175	1,260	1,607	1,363	799	807	1,050	997	1,145	1,351	913
WTI(\$/bbl)	62.9	68.0	69.6	58.8	54.9	51.0	49.0	47.0	50.9	64.8	50.5

자료: 팬오션 SK 증권

2018년 4분기 말 기준 CVC 수행 현황 (28 척)

회사명	운영 선박	잔여 계약기간	IMO SOx 규제 대응	비고
Vale	8척	17.9년	스크러버 설치	
발전자회사	7척	9.6년	LSFO	남부 3척, 남동 2척, 중부 1척, 동서 1척
Suzano	6척	18.6년	LSFO	
포스쿠	4척	10.0년	2척 스크러버, 2척 LSFO	
현대제철	3척	11.3년	LSFO	
합계	28척	14.1년		

자료: 팬오션, SK 증권

2018년 4분기 말 기준 도입 예정 선박 (19 척)

선종	Size	척수	인도 예정 시점	비고
벌크	62,000 DWT	4척	2019.3 ~ 2020.9	Suzano CVC 15년 (옵션 +10년)
벌크	325,000 DWT	6척	2019.12 ~ 2021.9	Vale CVC 27년
벌크	37,500 DWT	2척	2020.6 ~ 2020.12	
벌크	63,500 DWT	3척	2020.9 ~ 2020.10	
벌크	208,000 DWT	2척	2020.10 ~ 2020.11	Vale CVC 5년
컨테이너	1,800 TEU	2척	2019.11 ~ 2020.1	용선 선박 대체
합계		19척		

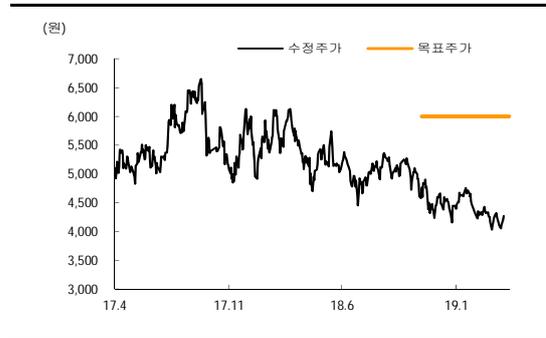
자료: 팬오션, SK 증권

팬오션 목표 주가 산출

	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E
BPS(원)	4,977	4,997	5,268	5,254	5,356
Target BPS(원)	5,124				
Target PBR(배)	1.3				
목표 주가(원)	6,000				
현재 주가(원)	4,270				
상승 여력	41%				

자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.04.03	매수	6,000원	6개월		
2019.02.27	매수	6,000원	6개월	-26.08%	-18.33%
2019.01.09	매수	6,000원	6개월	-24.92%	-18.33%
2018.11.14	매수	6,000원	6개월	-24.83%	-18.33%
2018.10.31	매수	6,000원	6개월	-21.50%	-18.33%



Compliance Notice

- 작성자(유승우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 4월 3일 기준)

매수	88.89%	중립	11.11%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	613	692	882	1,111	1,441
현금및현금성자산	208	209	408	606	904
매출채권및기타채권	105	145	142	152	162
재고자산	50	61	60	64	68
비유동자산	3,281	3,427	3,438	3,456	3,399
장기금융자산	19	18	18	18	18
유형자산	3,224	3,363	3,277	3,197	3,040
무형자산	10	9	8	7	6
자산총계	3,894	4,120	4,320	4,567	4,840
유동부채	545	671	669	691	711
단기금융부채	320	384	389	392	392
매입채무 및 기타채무	113	101	99	106	113
단기충당부채	3	3	2	3	3
비유동부채	939	789	788	786	789
장기금융부채	902	746	746	743	743
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	32	33	32	34	36
부채총계	1,485	1,459	1,457	1,477	1,500
지배주주지분	2,389	2,644	2,851	3,081	3,335
자본금	535	535	535	535	535
자본잉여금	1,941	1,942	1,942	1,942	1,942
기타자본구성요소	5	5	5	5	5
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	-66	85	190	318	470
비지배주주지분	21	17	13	9	4
자본총계	2,410	2,660	2,863	3,089	3,340
부채외자본총계	3,894	4,120	4,320	4,567	4,840

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	313	327	323	327	337
당기순이익(손실)	141	149	101	124	149
비현금성항목등	218	233	251	254	248
유형자산감가상각비	167	167	166	165	157
무형자산감가상각비	1	1	1	1	1
기타	1	12	4	4	4
운전자본감소(증가)	-46	-53	3	-11	-12
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-15	-22	3	-10	-10
재고자산감소(증가)	-8	-8	1	-4	-4
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	11	-4	-2	7	7
기타	-34	-20	1	-4	-4
법인세납부	-1	-1	-32	-40	-47
투자활동현금흐름	-117	-127	-74	-74	16
금융자산감소(증가)	-14	21	0	0	0
유형자산감소(증가)	-106	-151	-80	-85	0
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0	0
기타	4	5	6	11	16
재무활동현금흐름	-206	-208	-50	-54	-55
단기금융부채증가(감소)	0	0	4	3	0
장기금융부채증가(감소)	-155	-149	0	-3	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-51	-59	-54	-55	-55
현금의 증가(감소)	-37	1	199	198	298
기초현금	245	208	209	408	606
기말현금	208	209	408	606	904
FCF	183	130	231	230	327

자료 : 팬오션, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	2,336	2,668	2,600	2,776	2,964
매출원가	2,072	2,390	2,339	2,486	2,641
매출총이익	264	278	260	290	323
매출총이익률 (%)	11.3	10.4	10.0	10.5	10.9
판매비와관리비	69	74	75	79	84
영업이익	195	204	186	211	239
영업이익률 (%)	8.4	7.6	7.1	7.6	8.1
비영업손익	-52	-55	-52	-47	-43
순금융비용	50	51	48	44	39
외환관련손익	4	-1	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	143	149	133	164	196
세전계속사업이익률 (%)	6.1	5.6	5.1	5.9	6.6
계속사업법인세	2	0	32	40	47
계속사업이익	141	149	101	124	149
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	141	149	101	124	149
순이익률 (%)	6.1	5.6	3.9	4.5	5.0
지배주주	143	152	105	128	152
지배주주귀속 순이익률(%)	6.12	5.71	4.03	4.61	5.14
비지배주주	-2	-4	-4	-4	-4
총포괄이익	-155	250	203	226	250
지배주주	-151	254	207	230	254
비지배주주	-4	-4	-4	-4	-4
EBITDA	363	372	352	378	396

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	24.7	14.2	-2.6	6.8	6.8
영업이익	16.2	4.6	-9.0	13.8	13.0
세전계속사업이익	44.4	4.1	-10.5	22.8	19.7
EBITDA	7.7	2.6	-5.4	7.2	4.9
EPS(계속사업)	45.5	6.5	-31.2	22.0	19.2
수익성 (%)					
ROE	5.8	6.1	3.8	4.3	4.8
ROA	3.4	3.7	2.4	2.8	3.2
EBITDA마진	15.5	14.0	13.6	13.6	13.4
안정성 (%)					
유동비율	112.4	103.2	131.8	160.7	202.6
부채비율	61.6	54.8	50.9	47.8	44.9
순차입금/자기자본	40.1	33.6	24.4	16.2	6.1
EBITDA/이자비용(배)	7.0	6.8	6.5	6.9	7.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	268	285	196	239	285
BPS	4,469	4,946	5,333	5,763	6,239
CFPS	582	600	508	551	580
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	24.8	21.5	24.3	19.9	16.7
PER(최저)	14.3	14.6	20.6	16.9	14.1
PBR(최고)	1.5	1.2	0.9	0.8	0.8
PBR(최저)	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
PCR	9.1	7.4	8.4	7.8	7.4
EV/EBITDA(최고)	12.5	11.3	9.3	8.1	6.9
EV/EBITDA(최저)	8.4	8.4	8.2	7.1	6.0

memo
