

SK INDUSTRY Analysis



Analyst

유승우

yswbest@sk.com

02-3773-9180



R.A

박한섭

sam4.park@sk.com

02-3773-8477

조선/운송 2Q19 Preview

탄탄한 조선, 연약한 운송

조선사들은 최근 주력 선종인 LNG 캐리어 수주 선기를 올리며 펀더멘털 개선세를 보여주고 있음. 임박한 발주 물량도 많아 앞으로도 선기를 지속 상승시킬 전망. 저유가 우려가 있지만, 이미 유가와 조선사 주가의 상관관계는 깨졌음. 상선 수주로도 주가는 오를 수 있음. 운송은 조선 대비 상대적으로 아쉬운 하반기가 될 것임. 현대글로벌비스를 제외하면 업사이드가 제한될 것으로 판단함

선기 인상으로 확인되는 조선사들의 펀더멘털 개선

대한민국 조선사들이 최근 LNG 캐리어를 수주할 때 선기를 점진적으로 올려가고 있음. 더군다나 수주 잔고도 턱어라운드 기조를 보여주고 있음. 실제로 최근 조선사들은 2022 년 인도 슬롯을 판매하는 모습임. 따라서 향후 수주 물량에 대해서도 선기를 올려갈 수 있다고 판단함

LNG 캐리어 발주 임박 물량도 다수

그리고 발주가 임박한 물량이 있음. 2019 년 하반기에는 앞으로 신규로 가동될 LNG 수출 설비에 투입되는 LNG 캐리어 발주가 시작됨. 주요 발주처는 카타르 Qatar Petroleum, 모잠비크 Anadarko, 러시아 Novatek, 미국 ExxonMobil 이며 이들의 올해 하반기 발주는 가시적임. 물론 중국이 올해 12 월부터 38BCM 짜리 PNG(Power of Siberia I) 수입을 시작하는데 이것이 full-capacity 로 가동되기까지 약 5 년이 소요됨. LNG 수입을 아예 안 하는 것은 수요의 성장을 감안했을 때 한동안 무리가 있을 것으로 보임. 따라서 현재 2022 년 인도 슬롯을 판매하는 조선사들에게는 아직 기회가 남아있음

유가와도 무관한 조선사들 주가 추이

한편 최근 급락한 유가 때문에 조선사들 주가에 대한 우려감도 있음. 하지만 Dubai 유 기준 유가가 \$70/bbl 을 넘었을 때에는 조선사 주가와 유가의 상관관계가 높게 나타나지만, \$70/bbl 미만일 때에는 조선사 주가와 유가의 상관관계는 거의 없음. 작년 말처럼 유가가 급락하더라도 상선 수주가 양호하면 주가는 오르고, 올해 초처럼 유가가 차츰 오르면서 해양플랜트 이야기가 다시 나오더라도 상선 수주가 다소 부진하다면 주가는 빠질 수 있음. 즉, 지금 조선사 주가의 주요 변수는 상선 발주량임

상대적으로 아쉬운 하반기가 될 운송

운송 섹터는 현대글로벌비스를 제외하면 아쉬운 하반기가 될 것으로 보임. CJ 대한통운은 택배 가격 인상이 긍정적이지만 반대로 점유율이 하락하며 부정적 효과도 보고 있음. 그리고 쿠팡의 성장으로 택배 시장 성장률에 위협을 받고 있음. 대한항공은 일회성 비용으로 여겨지던 항목들이 사실상 고정적으로 발생하고 있고 비우호적인 환율 여건으로 이익이 크게 훼손되고 있음. 팬오션은 IMO2020 을 앞두고 폐선량이 다소 부진하며 BDI 의 업사이드가 제한될 것으로 보임

Contents

1. 선가 인상으로 확인되는 조선사들의 펀더멘털 개선	3
2. LNG 캐리어 발주 임박 물량도 다수	5
3. 유가와도 무관한 조선사들 주가 추이	12
4. 상대적으로 아쉬운 하반기가 될 운송	13
5. 기업분석	
1) 한국조선해양	16
2) 삼성중공업	21
3) 현대미포조선	26
4) 대우조선해양	34
5) 현대글로비스	39
6) CJ 대한통운	44
7) 대한항공	49
8) 팬오션	54

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 7월 5일 기준)

매수	90.98%	중립	9.02%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

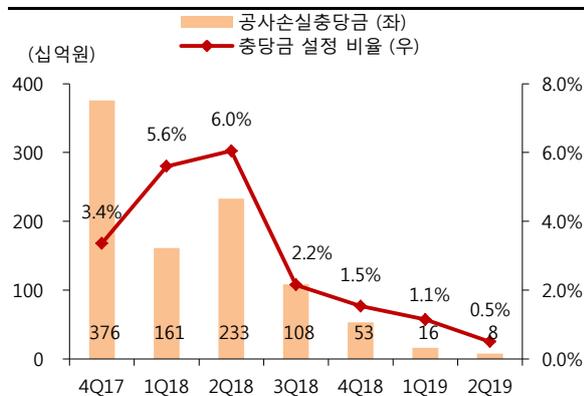
1. 선가 인상으로 확인되는 조선사들의 펀더멘털 개선

대한민국 조선사들은 2017년 4분기부터 신규수주분에 대해서 공사손실충당금을 쌓아왔다. 낮은 선가 대비 원재료인 후판 가격의 인상 압력이 지속되었고, 지속된 수주 부진으로 고정비가 커버되지 않았기 때문이다.

그런데 2018년 하반기부터는 공사손실충당금 설정 비율이 눈에 띄게 하락하기 시작했고, 2019년 2분기 실적에는 충당금을 거의 설정하지 않을 것으로 전망되고 있다.

왜냐하면 선가가 오르고 있기 때문이다. 조금 더 정확히 말하면 대한민국 조선사들이 최근 주력으로 전 세계 발주 물량의 대부분을 짝쓸이 한 LNG 캐리어의 선가 인상 기조가 뚜렷하기 때문이다. 컨테이너선은 미중 무역전쟁의 여파로 선가가 아예 빠져버렸지만(에버그린 물량은 아직 발주가 나온 것은 아님) 발주 자체가 없었기에 사실 조선사들 실적과는 무관하다. 따라서 대한민국 조선사들 입장에서는 LNG 캐리어 선가 인상이 펀더멘털을 개선시키는 주요 요인이 되고 있다.

한국조선해양그룹의 공사손실충당금 설정 비율은 하락하고 있음

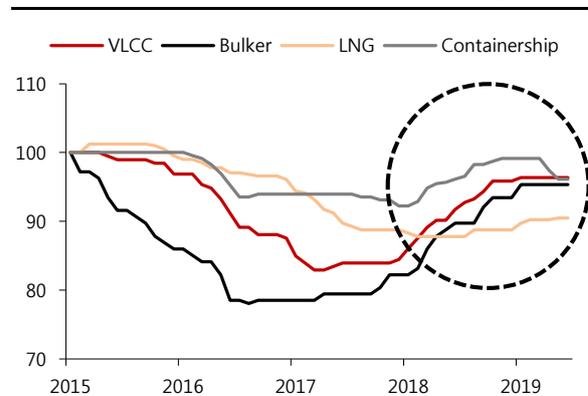


자료 : 한국조선해양그룹, SK 증권

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

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

한국의 주력 선종인 LNG 캐리어의 선가 인상 기조가 뚜렷함



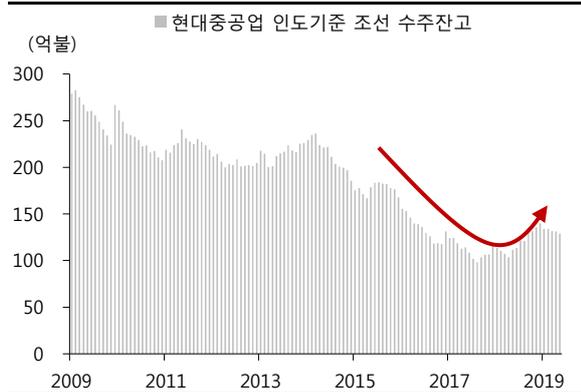
자료 : Clarksons Research, SK 증권

주: 2015년 1월이 100인 월간 지수

그리고 2019 년 하반기에도 LNG 캐리어 선가 인상 기조는 이어질 것으로 판단한다. 우선 수주잔고가 돌아서고 있다는 것이 가장 큰 이유다. 대우조선해양을 제외하면 현대중공업과 삼성중공업의 잔고는 턱어라운드하고 있음이 뚜렷이 보인다. 삼성중공업만 하더라도 이미 2022 년 인도 슬롯을 팔고 있다. 지금 LNG 캐리어를 발주하면 3년 뒤에 인도받을 수 있다는 것이다.

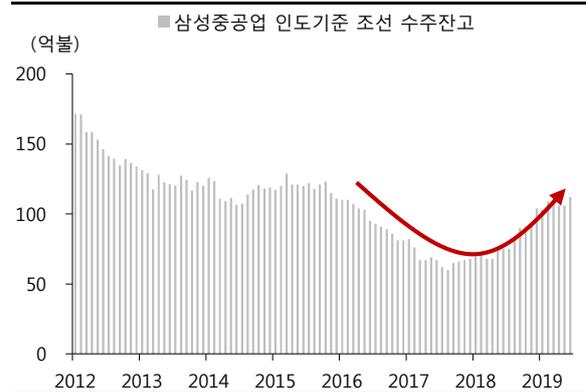
즉, 어느 정도 일감을 받아두었기 때문에 앞으로 발주처와의 선가 협상에서 지난 몇 년 간 보다는 조선사들이 우위를 점할 수 있고, 선가는 오를 수 있다. 그러면 앞으로도 공사손실충당금 설정 비율은 더 하락해 굉장히 미미해지거나 아예 공사손실충당금을 쌓지 않을 것으로 볼 수 있다.

현대중공업의 인도기준 조선 부문 수주잔고 추이



자료 : 한국조선해양, SK 증권

삼성중공업의 인도기준 조선 부문 수주잔고 추이



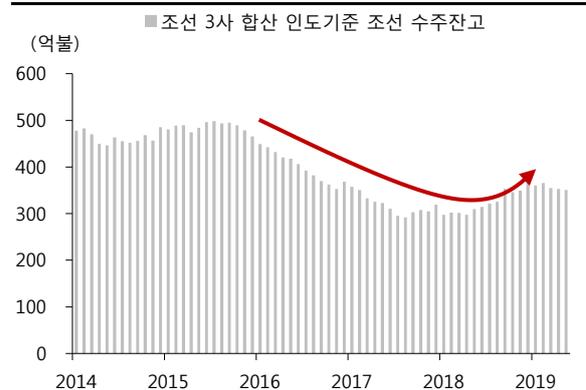
자료 : 삼성중공업, SK 증권

대우조선해양의 인도기준 조선 부문 수주잔고 추이



자료 : 대우조선해양, SK 증권

조선 3사 합산 인도기준 조선 부문 수주잔고 추이



자료 : 한국조선해양, 삼성중공업, 대우조선해양, SK 증권

2. LNG 캐리어 발주 임박 물량도 다수

그리고 발주가 임박한 물량이 있다. 2019 년 하반기에는 앞으로 신규로 가동될 LNG 수출 설비에 투입되는 LNG 캐리어 발주가 시작된다. 주요 발주처는 카타르 Qatar Petroleum, 모잠비크 Anadarko, 러시아 Novatek, 미국 ExxonMobil 이며 이들의 올해 하반기 발주는 가시적이다.

Anadarko 는 모잠비크 LNG 개발 프로젝트로 올해 3 분기 LNG 캐리어 15 척 가량을 발주할 계획이며 Novatek 은 러시아 Yamal 반도 천연가스 개발 프로젝트로 쇠빙 LNG 캐리어를 10~15 척 발주할 예정인데 삼성중공업이 쇠빙선 건조를 위한 기술 파트너사로 선정됨에 따라 수주가 유력한 상황이다. 카타르도 North Field 가스전의 수출을 확대할 계획을 밝힘에 따라 40 여척의 LNG 캐리어를 발주할 계획이다. ExxonMobil도 미국 Golden Pass LNG 를 위한 발주를 할 모양이다. 이 모든 물량이 한꺼번에 쏟아지지지는 않겠지만 하반기 발주를 주도할 프로젝트들임은 분명하다.

주요 LNG 캐리어 발주 예상 프로젝트

국가	발주처	발주 예상 척수	개발 내용	수주권
카타르	Qatar Petroleum	40 척	North Field 가스전 수출 확대 계획 (2018년 77MTPA → 2023년 110MTP)	한국 조선 3사
모잠비크	Anadarko	16 척	2024년 12MTPA 수출 개시	한국 조선 3사, 일본 미쓰비시중공업, 가와사키중공업
러시아	Novatek	10~15 척	쇠빙 LNG 캐리어 발주 계획	삼성중공업 유력
미국	ExxonMobil	20 척	Golden Pass LNG(2024년 수출 개시)	-
합계		86~91 척		

자료 : 삼성중공업 언론자료 취합, SK 증권

하반기에 모잠비크, 러시아, 카타르에서 LNG 캐리어 발주가 가시적임

조선 빅 3, LNG 선 발주 쏟아지나...모잠비크·러시아·카타르 물량 기대

올 하반기 국내 조선업계의 농사를 좌우할 LNG(액화천연가스) 운반선 수주권이 본격화하고 있다. 모잠비크와 러시아, 카타르 등에서 총 10 조원대에 이르는 LNG 선 발주 물량이 풀릴 것으로 예상되고 있다. (중략) 25일 조선업계에 따르면 미국 에너지업체 **아나더코는 최근 모잠비크 LNG 개발 프로젝트의 최종 투자계획을 확정하고, 올 3 분기에 LNG 선 15 척을 발주**하기로 했다. 발주 선박은 연간 1288 만t 의 LNG 를 수송하게 된다. 이 프로젝트에는 한국 조선 3사와 일본 2 개사 등 5 개사가 경합을 벌이고 있다. (중략) 트레이드인즈는 **러시아가 추진하는 대규모 LNG 개발 사업인 'ARCTIC(북극) LNG-2' 프로젝트의 파트너로 삼성중공업이 유력**하다고 최근 보도했다. (중략) **현대중공업, 대우조선해양, 삼성중공업은 이번달 카타르 노스필드 가스전 확장 사업에 투입될 LNG 선 수주를 위해 카타르 국영 석유 회사 카타르페트롤리엄(QP)에 입찰 제안서를 제출**했다. 카타르페트롤리엄이 발주할 LNG 선은 40 척으로 지난해 세계 LNG 선 발주량(76 척)의 절반이 넘는다. LNG 선 한 척은 대략 2 억달러 규모로 카타르페트롤리엄의 전체 발주액은 80 억달러(약 9 조 5000 억원)에 이를 전망이다. (하략)

자료 : 조선비즈(2019-06-25), SK 증권

이게 전부가 아니다. 2019 년 6 월 기준 전 세계에 이미 공사중인 LNG 수출 설비는 21 개이고 FEED 단계에 있는 프로젝트만 43 개다. FEED 단계 43 개 프로젝트들이 모두 LNG 캐리어를 발주한다고 했을 때 나올 수 있는 추정 발주량은 326 척으로 집계되고 있다.

물론 326 척이 모두 발주된다고 보고 있지는 않는다. 누차 언급한 부분이지만, 중국이 올해 12 월부터는 러시아로부터 PNG 수입을 본격적으로 시작하기 때문이다(Power of Siberia I). 그리고 대부분 LNG 수출 설비들이 미국에서 증설되는 만큼 미중 무역전쟁으로 중국의 미국산 LNG 수입에 미치는 악영향도 있다.

LNG Liquefaction Projects Under Construction

	Country	Project	Export Capacity (MTPA)	Status	Originally Planned Start Up	Expected Start Up	Estimated Ship Size (CBM)	Estimated Vessel Requirement
1	Argentina	Vaca Muerta FLNG	0.50	U/C	2014	2019	165,000	1
2	Indonesia	Sengkang Train 1	0.50	U/C	2009	2019	165,000	1
3	US	Corpus Christi LNG Train 2	4.50	U/C	2017	2019	182,000	7
4	US	Elba Island Export	2.50	U/C	2017	2019	182,000	3
5	US	Freeport LNG Train 1	4.64	U/C	2016	2019	182,000	9
6	Indonesia	Tangguh LNG Train 3	3.80	U/C	2015	2020	155,000	4
7	Malaysia	PFLNG Dua	1.50	U/C	2016	2020	165,000	3
8	Russia	Portovaya LNG (FSU)	1.50	U/C	2019	2020	165,000	1
9	Russia	Yamal LNG Train 4	1.00	U/C	2019	2020	172,600	1
10	US	Cameron LNG Train 2	4.50	U/C	2014	2020	182,000	7
11	US	Cameron LNG Train 3	4.50	U/C	2014	2020	182,000	7
12	US	Freeport LNG Trains 2-3	9.28	U/C	2017	2020	182,000	17
13	US	Corpus Christi LNG Train 3	4.50	U/C	2017	2021	182,000	5
14	Mauritania	Tortue West Ahmeyim FLNG 1	2.50	U/C	2021	2022	165,000	3
15	Mozambique	Coral FLNG 1	3.40	U/C	2018	2022	165,000	4
16	US	Calcasieu Pass LNG	10.00	U/C	2022	2022	185,000	15
17	US	Sabine Pass Train 6	4.50	U/C	2017	2022	182,000	8
18	Canada	LNG Canada	14.00	U/C	2018	2024	182,000	14
19	US	Golden Pass Products Train 1	5.20	U/C	2018	2024	165,000	9
20	US	Golden Pass Products Train 2	5.20	U/C		2024	165,000	9
21	US	Golden Pass Products Train 3	5.20	U/C		2024	165,000	9
	Total		93.22					137

자료 : Clarksons Research, SK 증권

주 : ■은 발주 가시권 프로젝트들임

LNG Liquefaction Projects in FEED Process Underway/Agreements Signed

	Country	Project	Export Capacity (MTPA)	Status	Originally Planned Start Up	Expected Start Up	Estimated Ship Size (CBM)	Estimated Vessel Requirement
22	US	Eagle LNG	0.90	FEED	2019	2021	165,000	1
23	Canada	Western FLNG	1.50	FEED		2022	165,000	2
24	US	Cameron LNG Trains 4-5	9.97	FEED	2019	2022	182,000	9
25	US	Port Delfin FLNG 1	3.25	FEED	2021	2022	165,000	4
26	Canada	Goldboro LNG	10.00	FEED	2020	2023	182,000	10
27	Canada	Woodfibre LNG	2.10	FEED	2017	2023	165,000	3
28	Qatar	North Field Expansion Train 1	7.80	FEED	2023	2023	200,000	10
29	Russia	Arctic 2 LNG Train 1	6.60	FEED	2023	2023	165,000	5
30	US	Driftwood LNG 1	5.50	FEED	2022	2023	182,000	6
31	US	Driftwood LNG 2	5.50	FEED	2022	2023	182,000	6
32	US	Freeport LNG Train 4	5.10	FEED	2022	2023	182,000	5
33	US	LNG 21	4.20	FEED	2023	2023	182,000	5
34	US	Plaquemines LNG	10.00	FEED	2022	2023	185,000	10
35	US	Plaquemines LNG Phase 2	10.00	FEED		2023	185,000	10
36	US	Port Arthur LNG	13.50	FEED	2021	2023	165,000	14
37	US	Rio Grande LNG Phase 1	9.00	FEED	2020	2023	182,000	16
38	US	Texas LNG	2.00	FEED	2023	2023	182,000	4
39	Cameroon	NewAge Cameroon FLNG	1.40	FEED		2024	182,000	2
40	Canada	Bear Head LNG	8.00	FEED	2019	2024	182,000	8
41	Djibouti	Djibouti FLNG	3.00	FEED	2020	2024	165,000	3
42	Mozambique	Mozambique LNG	12.88	FEED		2024	165,000	16
43	Nigeria	Nigeria LNG Train 7	7.50	FEED	2012	2024	145,000	8
44	Qatar	North Field Expansion Train 2	7.80	FEED		2024	200,000	10
45	Qatar	North Field Expansion Train 3	7.80	FEED		2024	200,000	10
46	Russia	Arctic 2 LNG Train 2	6.60	FEED		2024	182,000	5
47	Russia	Baltic LNG	10.00	FEED	2021	2024	165,000	10
48	US	Annova LNG	6.00	FEED	2018	2024	165,000	6
49	US	Commonwealth LNG	8.40	FEED	2021	2024	182,000	9
50	US	Gulf LNG Phase 1	5.75	FEED	2020	2024	170,000	5
51	US	Lake Charles LNG Train 1	5.50	FEED	2010	2024	182,000	5
52	US	Magnolia LNG Trains 1-2	4.40	FEED	2018	2024	182,000	4

자료 : Clarksons Research, SK 증권

주 : ■은 발주 가시권 프로젝트들임

(Continued) LNG Liquefaction Projects in FEED Process Underway/Agreements Signed

	Country	Project	Export Capacity (MTPA)	Status	Originally Planned Start Up	Expected Start Up	Estimated Ship Size (CBM)	Estimated Vessel Requirement
53	US	Main Pass FLNG	24.00	FEED		2024	165,000	24
54	US	Monkey Island LNG	15.75	FEED	2022	2024	165,000	16
55	Australia	Pluto LNG Expansion (Scarborough)	4.50	FEED		2025	155,000	5
56	Mozambique	Mamba LNG Trains 1-2	7.60	FEED	2020	2025	165,000	10
57	Qatar	North Field Expansion Train 4	7.80	FEED		2025	200,000	10
58	Russia	Arctic 2 LNG Train 3	6.60	FEED		2025	165,000	5
59	US	Gulf LNG Phase 2	5.75	FEED	2021	2025	165,000	5
60	US	Magnolia LNG Trains 3-4	4.40	FEED	2018	2025	182,000	4
61	US	Pointe LNG	6.00	FEED	2025	2025	165,000	6
62	US	Lake Charles LNG Train 2	5.50	FEED		2026	182,000	5
63	Canada	Kitimat LNG	18.00	FEED	2013	2027	165,000	10
64	US	Lake Charles LNG Train 3	5.50	FEED		2028	182,000	5
	Total		313.35					326

자료 : Clarksons Research, SK 증권

주 : ■은 발주 가시권 프로젝트들임

Proposed LNG Liquefaction Projects

	Country	Project	Export Capacity (MTPA)	Status	Originally Planned Start Up	Expected Start Up	Estimated Ship Size (CBM)	Estimated Vessel Requirement
65	Canada	WesPac LNG	3.00	PRO	2016	2021	165,000	3
66	United States	Port Fourchon LNG Phase 1	2.00	PRO	2021	2021	180,000	2
67	Australia	Queensland Curtis LNG Train 3	3.50	PRO		2022	165,000	4
68	Canada	Stolt LNGaz	0.50	PRO	2017	2022	22,000	2
69	Indonesia	Donggi Senoro LNG Phase 2	0.66	PRO	2022	2022	165,000	1
70	Russia	Vysotsk LNG Train 3	0.33	PRO	2021	2022	22,000	1
71	United States	Corpus Christi LNG Train 4	1.40	PRO	2022	2022	182,000	2
72	Canada	NewTimes Energy LNG	12.00	PRO	2019	2023	182,000	12
73	Mauritania	Tortue West Ahmeyim FLNG 2	2.50	PRO	2023	2023	165,000	3
74	Mexico	Puerto Libertad LNG	3.00	PRO		2023	182,000	3
75	Papua N. Guinea	Westem FLNG	1.50	PRO		2023	165,000	2
76	Russia	Obsky LNG	4.80	PRO	2023	2023	170,000	5

자료 : Clarksons Research, SK 증권

(Continued) Proposed LNG Liquefaction Projects

	Country	Project	Export Capacity (MTPA)	Status	Originally Planned Start Up	Expected Start Up	Estimated Ship Size (CBM)	Estimated Vessel Requirement
77	United States	Corpus Christi LNG Train 5	1.40	PRO		2023	182,000	2
78	United States	Port Fourchon LNG Phase 2	3.00	PRO	2023	2023	180,000	3
79	Argentina	Patagonia LNG	3.00	PRO		2024	165,000	3
80	Canada	AC LNG Canada	13.50	PRO	2023	2024	165,000	14
81	Canada	Energie Saguenay	11.00	PRO	2021	2024	200,000	11
82	Canada	Kwispaa LNG	12.00	PRO	2024	2024	165,000	12
83	Mozambique	Coral FLNG 2	3.40	PRO		2024	182,000	4
84	Russia	Black Sea LNG	0.50	PRO		2024	22,000	2
85	Russia	Vladivostok LNG	1.50	PRO	2018	2024	165,000	2
86	United States	Corpus Christi LNG Train 6	1.40	PRO		2024	182,000	2
87	United States	Delta LNG Phase 1	10.00	PRO	2023	2024	165,000	10
88	United States	Driftwood LNG 3	5.50	PRO	2022	2024	182,000	6
89	United States	Port Delfin FLNG 2	3.25	PRO		2024	165,000	4
90	Australia	Gorgon LNG Train 4	5.20	PRO		2025	182,000	3
91	Canada	Kitsault Energy	24.00	PRO		2025	165,000	24
92	Canada	Stewart (FLNG)	3.00	PRO	2018	2025	182,000	3
93	Congo	NewAge Congo (FLNG)	1.00	PRO	2020	2025	182,000	1
94	Cyprus	Vasiliko Export	5.00	PRO		2025	174,000	1
95	Iran	Chabahar LNG	1.50	PRO		2025	165,000	2
96	Iran	Iran LNG	10.80	PRO	2010	2025	165,000	11
97	Papua N. Guinea	Pandora (FLNG)	1.00	PRO		2025	165,000	1
98	Papua N. Guinea	Papua LNG	8.00	PRO	2022	2025	165,000	8
99	Russia	Pechora LNG	4.00	PRO		2025	165,000	4
100	Senegal	Tortue West Ahmeyim FLNG 3	2.00	PRO		2025	165,000	1
101	United States	Alaska LNG	20.00	PRO	2023	2025	182,000	20
102	United States	Corpus Christi LNG Train 7	1.40	PRO		2025	182,000	2
103	United States	Delta LNG Phase 2	10.00	PRO	2024	2025	165,000	10
104	United States	Driftwood LNG 4	5.50	PRO	2022	2025	182,000	6
105	United States	Jordan Cove Energy Project	7.80	PRO	2017	2025	165,000	8
106	Canada	Cedar 1 LNG	6.40	PRO		2026	182,000	7

자료 : Clarksons Research, SK 증권

(Continued) Proposed LNG Liquefaction Projects

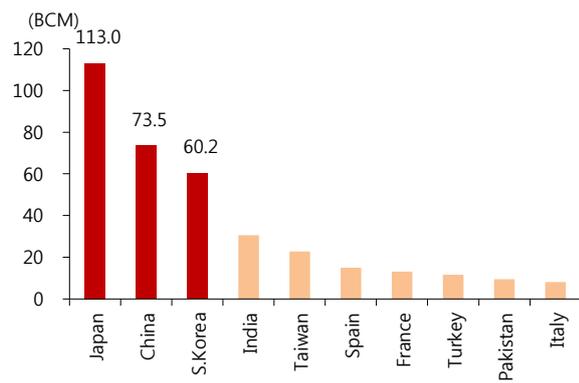
	Country	Project	Export Capacity (MTPA)	Status	Originally Planned Start Up	Expected Start Up	Estimated Ship Size (CBM)	Estimated Vessel Requirement
107	Canada	Orca FLNG Trains 1-6	24.00	PRO		2026	165,000	24
108	Indonesia	Abadi LNG Project	9.50	PRO	2023	2026	165,000	10
109	Nigeria	Nigeria LNG Train 8	7.10	PRO		2026	182,000	8
110	Papua N. Guinea	Kumul (FLNG)	1.50	PRO		2026	165,000	2
111	Russia	Sakhalin I	5.00	PRO		2026	165,000	5
112	Russia	Sakhalin II Expansion	5.40	PRO		2026	165,000	6
113	United States	Corpus Christi LNG Train 8	1.40	PRO		2026	182,000	2
114	United States	Driftwood LNG 5	5.50	PRO	2022	2026	182,000	6
115	United States	Port Delfin FLNG 3	3.25	PRO		2026	165,000	4
116	United States	Rio Grande LNG Phase 2	9.00	PRO		2026	165,000	16
117	Australia	Darwin LNG Train 2	7.00	PRO		2027	182,000	7
118	Russia	Arctic 3 LNG	4.00	PRO		2027	182,000	7
119	Senegal	Tortue West Ahmeyim FLNG 4	2.00	PRO		2027	165,000	2
120	United States	Corpus Christi LNG Train 9	1.40	PRO		2027	182,000	2
121	United States	Galveston Bay LNG	16.50	PRO		2027	182,000	17
122	Australia	Ichthys LNG Train 3	4.45	PRO		2028	182,000	5
123	Tanzania	Tanzania Block 1 (FLNG)	2.00	PRO		2028	165,000	2
124	Tanzania	Tanzania LNG	10.00	PRO	2021	2028	182,000	10
125	United States	Corpus Christi LNG Train 10	4.50	PRO		2028	182,000	2
126	United States	Port Delfin FLNG 4	9.28	PRO		2028	165,000	4
127	United States	Rio Grande LNG Phase 3	4.50	PRO		2028	165,000	16
128	Canada	Discovery LNG	2.50	PRO		2030	165,000	20
129	Timor-Leste	Greater Sunrise LNG	3.40	PRO		2030	182,000	8
	Total		364.42					412

자료 : Clarksons Research, SK 증권

실제로 LNG 캐리어 업황에 중국이 미치는 영향은 크다. 2018 년 기준 중국의 LNG 수입량은 73.5BCM 으로 일본에 이어 2 위를 기록할 정도다. 더군다나 중국의 천연가스 수요는 2011 년부터 연평균 9.7%씩 성장하고 있다. 어마어마한 속도다. IEA 는 앞으로도 2024 년까지 중국의 천연가스 수요가 연평균 8%의 속도로 성장할 것으로 전망하고 있다.

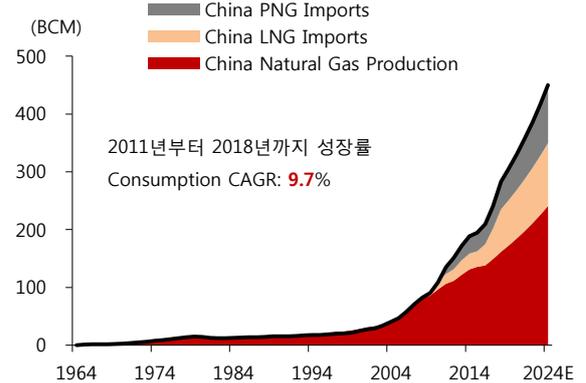
그 와중에 러시아로부터 중국이 올해 12 월부터 38BCM 짜리 PNG(Power of Siberia) 수입을 시작하는데 이것이 full-capacity 로 가동되기까지 약 5 년이 소요된다고 한다. 자체 생산량도 빠르게 늘리고 있는 중국이지만, LNG 수입을 아예 안 하는 것은 수요의 성장을 감안했을 때 한동안 무리가 있을 것으로 보인다. 즉, 현재 2022 년 인도 슬롯을 판매하는 조선사들에게는 아직 기회가 남아있다.

2018 년 LNG 수입량 상위 10 개국



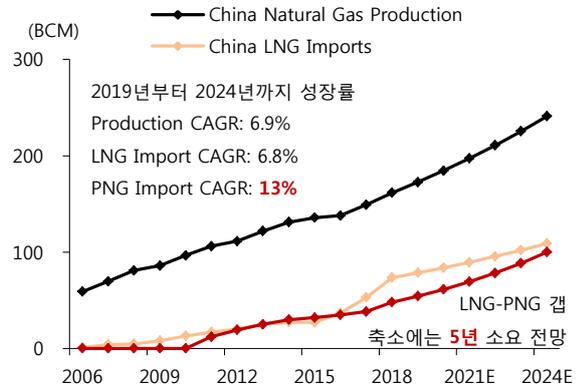
자료 : BP, SK 증권

중국의 가스 공급 추이



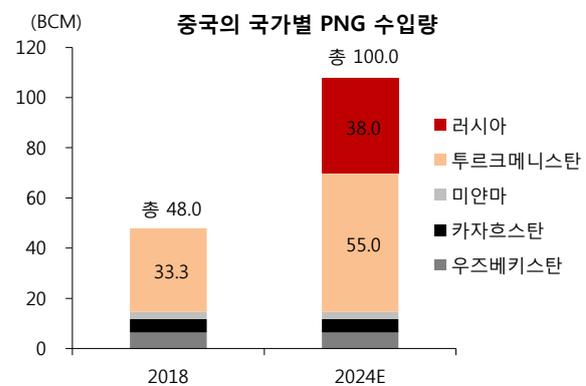
자료 : BP, IEA, SK 증권

2024 년까지 중국의 PNG 수입량은 연평균 13%로 성장할 전망



자료 : BP, IEA, SK 증권

2024 년이 되어야 투르크, 러시아 PNG 가 full-capacity 로 수입될 것



자료 : BP, IEA, The Oxford Institute for Energy Studies, SK 증권

3. 유가와도 무관한 조선사들 주가 추이

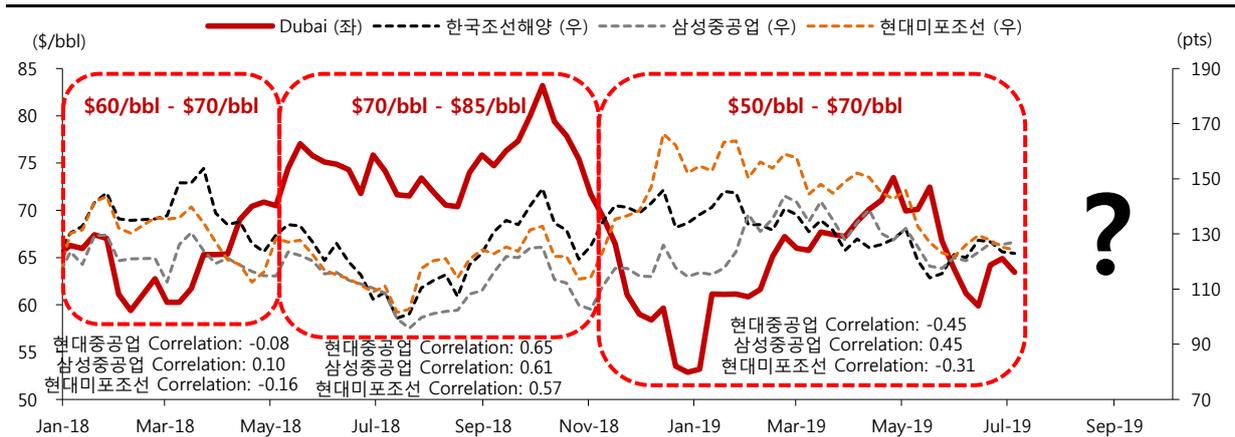
한편 최근 급락한 유가 때문에 조선사들 주가에 대한 우려감도 어느 정도 있어 보인다. 기억을 돌이켜 보면 연초에는 유가가 상승 국면을 보이다 보니 해양플랜트 안전들에 대한 논의가 활발하다는 느낌을 받으셨을 테지만 요즘은 전혀 그런 이야기가 없다.

하지만 안심해도 된다. Dubai 유 기준 유가가 \$70/bbl 을 넘었을 때에는 조선사 주가와 유가의 상관관계가 높게 나타나지만, \$70/bbl 미만일 때에는 조선사 주가와 유가의 상관관계는 거의 없다. Dubai 유가 \$70/bbl 밑으로 내려온 작년 말부터 그림을 그려보면 조선사들의 주가와 유가의 상관관계는 한국조선해양이 -0.45 으로 오히려 역의 관계가 나왔고, 삼성중공업은 0.45, 현대미포조선은 -0.31 이었다.

즉, 작년 말처럼 유가가 급락하더라도 상선 수주가 양호하면 주가는 오르고, 올해 초처럼 유가가 차츰 오르면서 해양플랜트 이야기가 다시 나오더라도 상선 수주가 다소 부진하다면 주가는 빠질 수 있다. 즉, 조선사 주가의 주요 함수는 지금 상선 발주량이다.

물론 유가가 올라주면서 상선 발주까지 붙어준다면 더할 나위 없이 좋은 구간이 될 것이다. 여러모로 조선 섹터는 상방이 열려 있는 하반기가 전망된다.

Dubai 유 기준 유가가 \$70/bbl 을 넘을 때에만 유가와 조선사 주가의 상관관계가 나타남



자료 : DataGuide, SK 증권

주 : 각 사별 주가는 2017 년 12 월 22 일을 100 으로 인덱스화한 것임

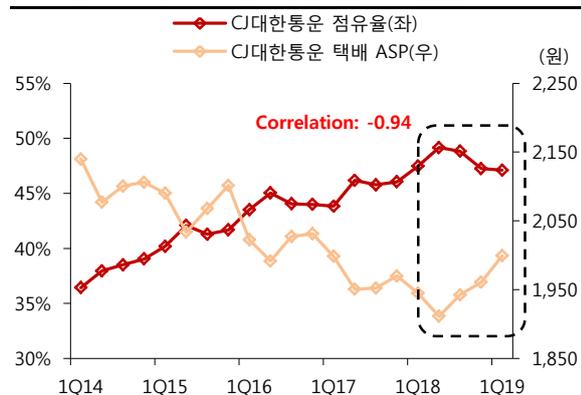
4. 상대적으로 아쉬운 하반기가 될 운송

운송 섹터는 시가총액 비중이 가장 큰 현대글로비스가 자동차 주가를 따라가는 경향이 있기 때문에 하반기에 섹터 내에서 상대적 아웃퍼폼을 기대할 수 있다. 게다가 안정적인 실적 시현도 가시적이다. 그러나 CJ 대한통운, 대한항공, 팬오션은 상대적으로 아쉬운 퍼포먼스가 전망된다.

예를 들어 CJ 대한통운은 최근 택배 가격 인상 정책을 시행 중이다. 실제로 CJ 대한통운의 택배 ASP는 상승 추세다. 그런데 CJ 대한통운의 점유율은 반대로 하락하고 있다. CJ 대한통운 택배 ASP와 점유율은 상관관계가 -0.94로 산출될 만큼 택배 시장의 P와 Q는 서로 긴밀한 영향을 미친다. 결국 P 상승 효과를 Q 하락으로 상쇄시키는 것이다. 실제로 롯데가 가격 인상에 동참하지 않으면서 Q 상승 수혜를 입은 것으로 보인다. CJ 대한통운은 하반기에도 꾸준히 택배 단가 인상 기조를 이어갈 계획이기 때문에 점유율에 대해 긍정적 전망은 다소 힘들다.

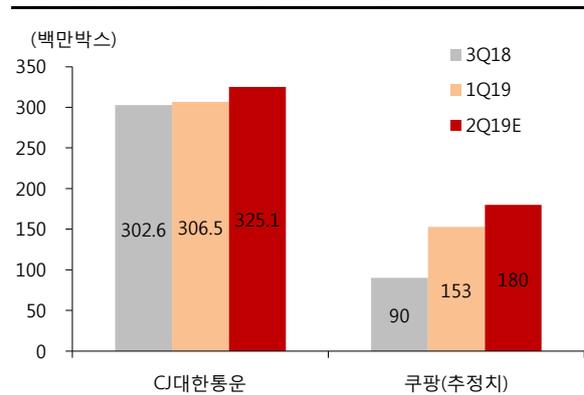
게다가 최근 택배 시장 물동량의 성장률이 둔화되고 있는 모습이다. 늘 두 자릿수 성장을 거듭하던 것이 2018년부터 주춤하고 있다. 이는 쿠팡의 영향이라고 생각한다. 쿠팡의 출고량은 택배 시장 물동량 통계에 잡히지 않는데, 최근 쿠팡의 로켓배송(일반 배송은 제외한 것) 하루 출고량은 200만 박스에 달한다고 한다. CJ 대한통운의 출고량 성장은 부진한 가운데 쿠팡의 출고량 성장은 어마어마하다. 즉, CJ 대한통운의 택배 시장 파이가 쿠팡에게 점진적으로 넘어가고 있는 게 아닐까 싶다.

CJ대한통운은 택배 단가를 올리며 점유율에 타격을 받고 있고



자료 : CJ 대한통운 SK 증권

쿠팡의 분기당 출고량은 빠르게 성장하고 있음



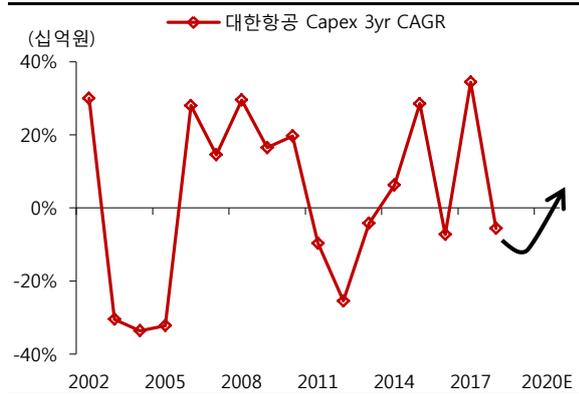
자료 : CJ 대한통운 언론자료, SK 증권

주 : 쿠팡의 출고량은 일반 배송은 제외하고 로켓배송만 계산한 것임

대한항공도 주가 측면에서 우호적이지 않다. 기재 추가 도입이 결정되면서, 일단락되었던 Capex 사이클이 다시 올라오게 된다. 가뜩이나 원화 약세가 지속되고 있는 가운데 Capex 의 증가는 이자 부담을 늘리는 요소가 된다. 그리고 최근 델타항공이 한진칼 지분 4.3%를 매수하며 총수 일가의 우호 지분으로 인식되면서 주가에 악재로 작용한 바 있다. 이에 따라 내년 3월 정기 주총을 앞두고 올해 하반기 KCGI 와 총수 일가의 액션이 다방면으로 나올 것이기 때문에 한진 그룹 주는 변동성이 커지는 하반기가 되겠다.

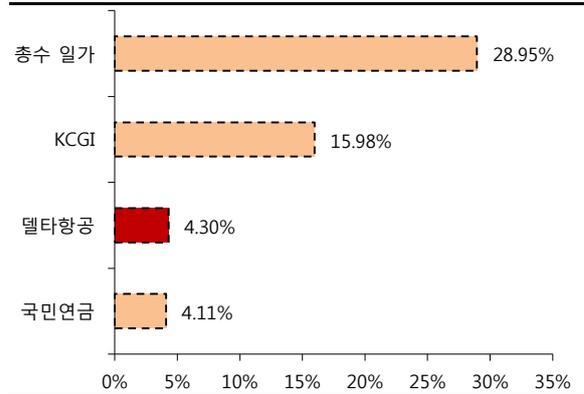
팬오션도 벌크선 폐선이 너무 저조해 기대 만큼의 BDI 반등은 힘들다. 지난 1월 Cyclical Bulletin Release 자료에서 2019년, 2020년 합산 1억톤 가량이 폐선 되면 산술적으로 BDI가 2,758pts에 도달할 수 있다고 밝힌 바 있다. 그런데 올해 상반기에는 450만톤만 폐선 되었다. 최근 Vale의 광산들 몇 곳이 재가동되며 BDI가 올라오고는 있지만 쉽지 않아 보인다.

추가 기재 도입에 따라 대한항공의 Capex는 재차 커질 것



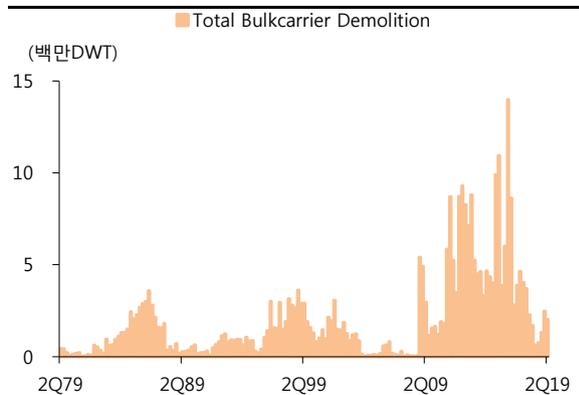
자료 : DataGuide, SK 증권

한진칼 지분 구조



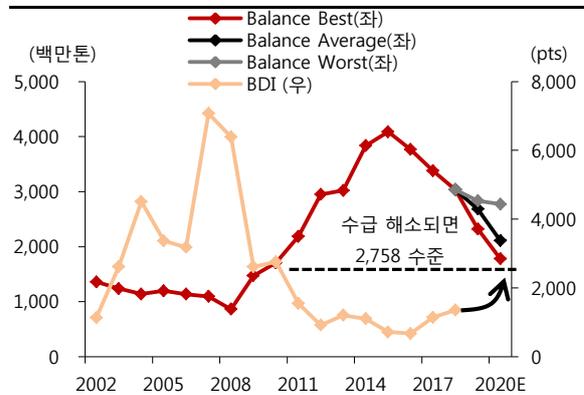
자료 : Dart, SK 증권

벌크선 폐선은 굉장히 저조한 모습임



자료 : Clarksons Research, SK 증권

19~20년 합산 1억톤이 폐선 되면 2,758pts에 도달 가능할 것



자료 : BP, IEA, The Oxford Institute for Energy Studies, SK 증권

Company Analysis

SK COMPANY Analysis



Analyst
유승우

yswbest@sk.com
02-3773-9180

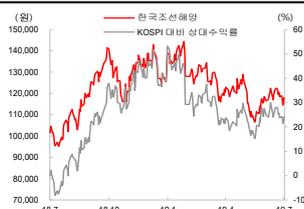
Company Data

자본금	354 십억원
발행주식수	7,077 만주
자사주	6 만주
액면가	5,000 원
시가총액	8,351 십억원
주요주주	
현대중공업지주(외14)	33.96%
국민연금공단	8.92%
외국인지분률	16.30%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(19/07/05)	118,000 원
KOSPI	2110.59 pt
52주 Beta	1.22
52주 최고가	144,500 원
52주 최저가	95,200 원
60일 평균 거래대금	26 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	0.0%	-2.0%
6개월	-14.8%	-18.8%
12개월	16.3%	24.4%

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

[2Q19 Preview] 뭐 하나 나무랄 것 없는 부동의 조선 Top Pick

동사의 2Q19 매출액은 3 조 4,252 억원, 영업이익은 143 억원이 전망됨. 상반기 후반 가격이 동결되었고, 신규수주 선박들도 선가를 올려서 수주한 물량이 섞여 있어 공사손실충당금 설정액도 매우 미미할 것임. 수주 플로우도 양호함. 대외적으로도 대우조선해양 인수와 관련된 경우의 수에 대해 주가에 미칠 약재는 없음. 따라서 투자 의견 매수, 목표주가 170,000 원과 업종 내 부동의 Top Pick 의견을 유지함

2Q19 매출액 3 조 4,252 억원, 영업이익 143 억원 전망

동사의 2Q19 매출액은 3 조 4,252 억원, 영업이익은 143 억원이 전망됨. 상반기 후반 가격이 동결되었고, 신규수주 선박들도 고스펙 등의 사유로 선가를 올려서 수주한 물량이 섞여 있어 공사손실충당금 설정액도 매우 미미할 것으로 판단함

실적, 수주, 대외여건 모두 우호적

동사의 연결 기준 실적은 연간으로 흑자 전환이 가능한 상황임. 그리고 수주 플로우 상으로도 기존 수주 물량에 대한 옵션 물량과 신조 LOI 체결 건도 다수 상존하는 상황임. 하반기에 기대해볼 수 있는 물량은 모잠비크와 카타르에서 발주하는 LNG 캐리어 들임. 또한 운임이 \$85,000/day 수준의 강세 구간을 유지중이기 때문에 하절기 LNG 수요 증가 감안 시 투기적인 발주까지도 기대해 볼 수 있음

대외적으로도 대우조선해양 인수와 관련한 여러 가지 추측이 난무하고 있지만 동사의 주가에는 어떤 경우의 수가 되었던 약재는 없을 것임. ① 인수에 성공하게 되는 경우에 이미 지난 1 월 말 공시 이후 유상증자로 인한 희석이 모두 반영이 되었음. ② 만일 인수에 실패하게 된다 하더라도 오히려 희석이 사라지며 주가는 더욱 오를 것임

투자의견 매수, 목표주가 170,000 원, 업종 내 Top Pick 의견 유지

현재 조선 섹터 내에서 펀더멘털한 실적 턴어라운드, 양호한 수주 플로우를 모두 갖춘 기업은 동사가 유일함. 따라서 투자의견 매수, 목표주가 170,000 원과 업종 내 부동의 Top Pick 의견을 유지함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	22,300	15,469	13,120	14,123	17,792	31,255
yoy	%	-51.9	-30.6	-15.2	7.6	26.0	75.7
영업이익	십억원	392	15	-523	110	211	494
yoy	%	흑전	-96.3	적전	흑전	91.5	133.8
EBITDA	십억원	1,267	597	-128	488	568	843
세전이익	십억원	96	-27	-854	115	323	636
순이익(지배주주)	십억원	545	2,458	-489	-128	4	201
영업이익률%	%	1.8	0.1	-4.0	0.8	1.2	1.6
EBITDA%	%	5.7	3.9	-1.0	3.5	3.2	2.7
순이익률	%	2.8	17.4	-3.5	0.5	1.2	1.3
EPS	원	-824	-5,038	-10,094	-1,801	57	2,842
PER	배	N/A	N/A	N/A	N/A	2,065.5	41.5
PBR	배	0.6	0.5	0.8	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	17.7	14.7	-79.7	8.9	5.4	-1.9
ROE	%	3.7	18.2	-4.3	-1.1	0.0	1.7
순차입금	십억원	9,240	1,660	-325	-5,611	-7,109	-11,939
부채비율	%	175.2	145.8	88.6	132.9	157.7	240.7

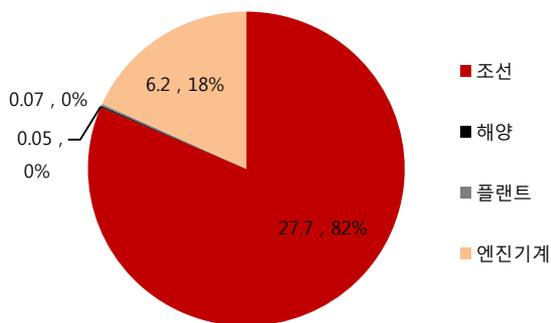
실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	
매출액	30,425	31,244	32,419	37,111	32,685	34,252	32,614	41,676	154,688	131,199	141,226	
	YoY	-29.4%	-26.4%	-5.3%	6.4%	7.4%	9.6%	0.6%	12.3%	-30.6%	-15.2%	7.6%
	QoQ	-12.8%	2.7%	3.8%	14.5%	-11.9%	4.8%	-4.8%	27.8%			
영업이익	(1,238)	(1,757)	289	(2,519)	281	143	299	382	146	(5,225)	1,104	
영업이익률		-4.1%	-5.6%	0.9%	-6.8%	0.9%	0.4%	0.9%	0.1%	-4.0%	0.8%	
	YoY	적전	적전	-56.8%	적지	흑전	흑전	3.4%	흑전	-96.3%	적전	흑전
	QoQ	적지	적지	흑전	적전	흑전	-49.3%	109.6%	27.8%			
세전이익	(1,990)	(3,009)	(202)	(3,339)	274	1,339	704	(1,168)	(269)	(8,540)	1,149	
세전이익률		-6.5%	-9.6%	-0.6%	-9.0%	0.8%	3.9%	2.2%	-2.8%	-0.2%	-6.5%	0.8%
순이익	258	(2,103)	(216)	(2,474)	173	845	444	(737)	26,931	(4,536)	725	
순이익률		0.8%	-6.7%	-0.7%	-6.7%	0.5%	2.5%	1.4%	-1.8%	17.4%	-3.5%	0.5%

자료: 현대중공업 SK 증권

2019년 1~5월 신규수주

(억불)

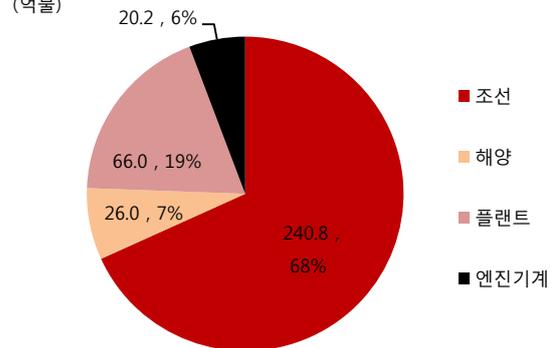


자료: 현대중공업 SK 증권

주: 현대중공업, 현대삼호중공업, 현대미포조선 연결 기준

2019년 5월 말 기준 수주잔고

(억불)

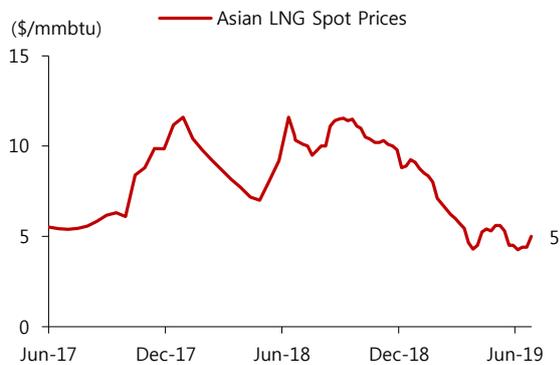


자료: 현대중공업 SK 증권

주: 현대중공업, 현대삼호중공업, 현대미포조선 연결 기준

아시아 LNG 스팟 가격 추이

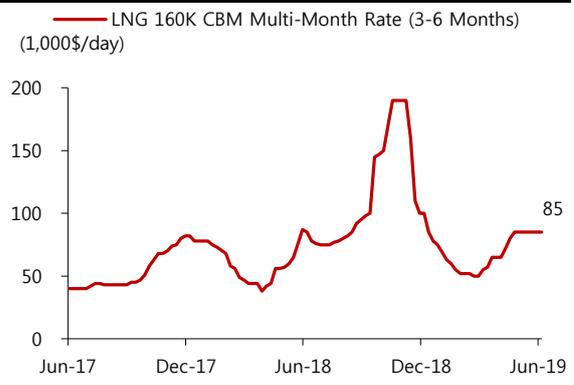
(\$/mmbtu)



자료: Reuters, SK 증권

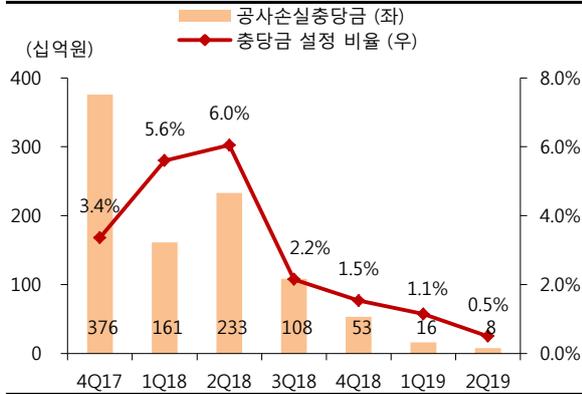
160K CBM LNG 캐리어 Multi-Month 운임

(1,000\$/day)



자료: Clarksons Research, SK 증권

현대중공업그룹 공손총 설정 비율은 하락할 것

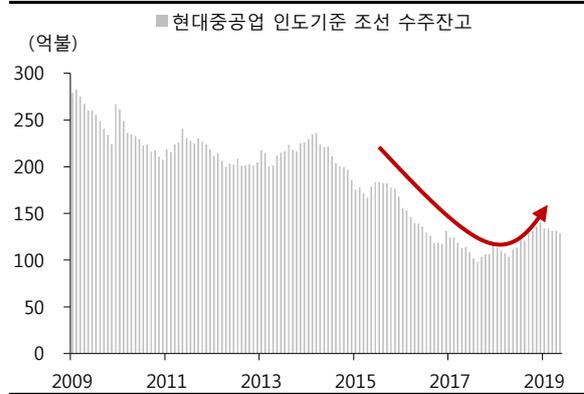


자료 : 현대중공업그룹, SK 증권

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

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

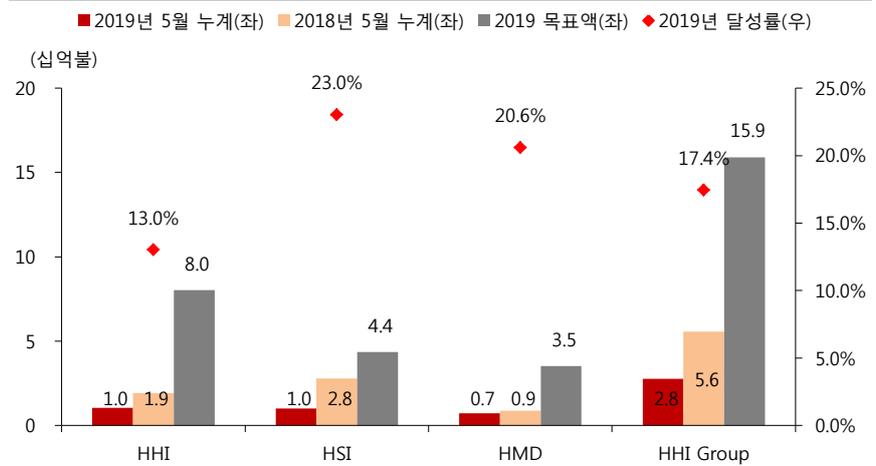
수주잔고도 하방을 다지고 턴어라운드중임



자료 : 현대중공업, SK 증권

주: 현대중공업 별도 기준임

현대중공업그룹 조선부문 2019년 5월 말 기준 수주 목표 대비 달성률



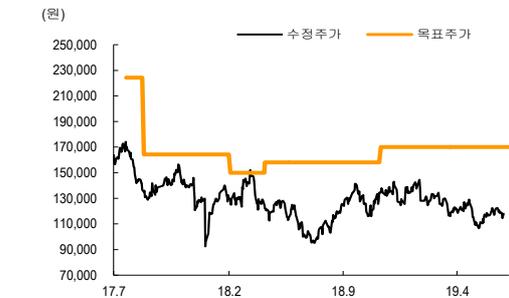
자료 : 현대중공업그룹, SK 증권

현대중공업 목표 주가 산출

	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E
BPS(원)	170,324	168,653	170,577	167,535	166,557
Target BPS(원)	168,331				
Target PBR(배)	1.0				
목표 주가(원)	170,000				
현재 주가(원)	118,000				
상승 여력	44%				

자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고최저 주가대비
2019.07.08	매수	170,000원	6개월		
2019.05.03	매수	170,000원	6개월	-25.75%	-15.00%
2019.04.03	매수	170,000원	6개월	-23.43%	-15.00%
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	-31.68%	-24.26%



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 7월 8일 기준)

매수	90.98%	중립	9.02%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	17,664	12,317	18,386	21,994	34,566
현금및현금성자산	3,240	3,042	8,572	10,071	14,901
매출채권및기타채권	5,286	1,455	1,566	1,973	3,466
재고자산	845	1,009	1,086	1,368	2,404
비유동자산	12,745	12,413	12,431	12,704	12,768
장기금융자산	239	215	235	235	235
유형자산	11,046	10,269	10,001	9,857	9,769
무형자산	105	89	79	70	63
자산총계	30,409	24,730	30,816	34,698	47,333
유동부채	15,615	9,410	14,541	17,651	29,061
단기금융부채	4,104	2,965	2,572	2,572	2,572
매입채무 및 기타채무	5,233	1,714	6,876	8,663	15,218
단기충당부채	0	1,020	1,098	1,384	2,430
비유동부채	2,422	2,209	3,046	3,584	4,378
장기금융부채	1,349	1,106	1,706	1,706	1,706
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	844	833	1,059	1,581	2,367
부채총계	18,037	11,619	17,587	21,234	33,439
지배주주지분	11,121	11,882	11,798	11,831	12,060
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	15,921	15,926	16,127
비지배주주지분	1,251	1,229	1,432	1,633	1,835
자본총계	12,372	13,111	13,230	13,464	13,895
부채외자본총계	30,409	24,730	30,816	34,698	47,333

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	1,087	-542	5,332	1,633	4,985
당기순이익(손실)	2,693	-454	73	204	401
비현금성항목등	-1,251	210	416	364	442
유형자산감가상각비	533	375	360	344	338
무형자산상각비	49	20	18	12	11
기타	-1,843	-142	-15	0	0
운전자본감소(증가)	-169	-255	5,178	1,471	4,376
매출채권및기타채권의 감소(증가)	1,271	240	-237	-407	-1,493
재고자산감소(증가)	231	-199	-86	-282	-1,035
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-187	-126	5,151	1,787	6,555
기타	-1,483	-169	349	374	350
법인세납부	-186	-44	-335	-406	-234
투자활동현금흐름	982	241	220	-10	-31
금융자산감소(증가)	692	-803	66	0	0
유형자산감소(증가)	-270	-162	-162	-200	-250
무형자산감소(증가)	-17	-4	-4	-4	-4
기타	576	1,209	320	194	223
재무활동현금흐름	-3,002	92	8	-124	-124
단기금융부채증가(감소)	-1,858	-1,270	130	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	-3	0	0
자본의증가(감소)	244	1,554	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-1,388	-192	-119	-124	-124
현금의 증가(감소)	-1,087	-198	5,530	1,499	4,830
기초현금	4,326	3,240	3,042	8,572	10,071
기말현금	3,240	3,042	8,572	10,071	14,901
FCF	4,368	98	5,203	1,757	4,783

자료 : 한국조선해양, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	15,469	13,120	14,123	17,792	31,255
매출원가	14,435	12,763	13,334	16,587	29,015
매출총이익	1,034	357	789	1,205	2,240
매출총이익률 (%)	6.7	2.7	5.6	6.8	7.2
판매비와관리비	1,019	879	679	993	1,745
영업이익	15	-523	110	211	494
영업이익률 (%)	0.1	-4.0	0.8	1.2	1.6
비영업손익	-42	-332	4	112	141
순금융비용	33	58	32	-69	-99
외환관련손익	-166	24	36	36	36
관계기업투자등 관련손익	57	41	6	6	6
세전계속사업이익	-27	-854	115	323	636
세전계속사업이익률 (%)	-0.2	-6.5	0.8	1.8	2.0
계속사업법인세	66	-209	42	119	234
계속사업이익	-93	-645	73	204	401
중단사업이익	2,787	191	0	0	0
*법인세효과	-2	-31	0	0	0
당기순이익	2,693	-454	73	204	401
순이익률 (%)	17.4	-3.5	0.5	1.2	1.3
지배주주	2,458	-489	-128	4	201
지배주주귀속 순이익률(%)	15.89	-3.73	-0.9	0.02	0.64
비지배주주	235	35	200	200	200
총포괄이익	2,607	-552	123	234	431
지배주주	2,377	-582	-79	33	230
비지배주주	230	30	201	201	201
EBITDA	597	-128	488	568	843

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	-30.6	-15.2	7.6	26.0	75.7
영업이익	-96.3	적전	흑전	91.5	133.8
세전계속사업이익	적전	적지	흑전	181.4	96.6
EBITDA	-52.9	적전	흑전	16.4	48.5
EPS(계속사업)	511.6	적전	적지	흑전	4,874.0
수익성 (%)					
ROE	18.2	-4.3	-1.1	0.0	1.7
ROA	6.8	-1.7	0.3	0.6	1.0
EBITDA마진	3.9	-1.0	3.5	3.2	2.7
안정성 (%)					
유동비율	113.1	130.9	126.4	124.6	118.9
부채비율	145.8	88.6	132.9	157.7	240.7
순차입금/자기자본	13.4	-2.5	-42.4	-52.8	-85.9
EBITDA/이자비용(배)	6.6	-0.9	4.1	4.6	6.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-5,038	-10,094	-1,801	57	2,842
BPS	185,387	167,892	170,577	167,162	170,406
CFPS	46,582	-1,396	3,532	5,094	7,769
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	N/A	N/A	2,529.3	50.9
PER(최저)	N/A	N/A	N/A	1,864.2	37.5
PBR(최고)	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
PBR(최저)	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
PCR	2.1	-92.1	33.4	23.2	15.2
EV/EBITDA(최고)	28.0	-90.8	12.7	8.7	0.4
EV/EBITDA(최저)	14.3	-56.2	7.2	3.9	-2.8

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	5,084 십억원
주요주주	
삼성전자(주)(외8)	22.04%
국민연금공단	8.05%
외국인지분률	20.20%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(19/07/05)	8,070 원
KOSPI	2110.59 pt
52주 Beta	0.93
52주 최고가	9,450 원
52주 최저가	6,090 원
60일 평균 거래대금	24 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	3.2%	1.2%
6개월	4.1%	-0.8%
12개월	16.3%	24.4%

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

[2Q19 Preview] 실적 악재를 쇠빙 LNG 캐리어 수주 가능성으로 상쇄

동사의 2Q19 매출액은 1 조 7,599 억원, 영업손실은 264 억원이 전망됨. Ensco와의 소송 건으로 1.8 억분의 총당금 설정이 불가피함. 국제유가 하락으로 드릴십 매각도 부진함. 고무적인 것은 동사가 ZEVEZDA 조선소와 쇠빙 LNG 캐리어 설계 파트너로 참여하게 되어서 수주 기대감을 높이고 있음. 그러나 올해도 흑자 전환은 힘들고 하반기도 저유가 레벨일 것을 감안해 투자의견 중립과 목표주가 8,600 원을 유지함

2Q19 매출액 1 조 7,599 억원, 영업손실 264 억원 전망

동사의 2Q19 매출액은 1 조 7,599 억원, 영업손실은 264 억원이 전망됨. Ensco와의 소송 건으로 1.8 억분의 총당금 설정이 불가피해서 당기순손실이 대폭 증가함. 아울러 국제유가 하락으로 드릴십 매각도 부진한 모습을 보이고 있음. EPC 턴키 수주 건인 BP Maddog FPU의 공사 진행율이 39% 수준을 보이고 있는 가운데 과거 턴키 수주 물량들에서 갑작스러운 예정원가 상승이 발생했었음을 감안하면 영업이익의 변동성도 아직은 남아있다는 판단임

실적 리스크를 쇠빙 LNG 캐리어 수주 가능성으로 상쇄

이러한 실적 리스크를 만회할 수 있는 것은 러시아 ARCTIC 2 쇠빙 LNG 캐리어 발주 물량임. 사실 국제유가 하락으로 거론되던 해양플랜트 발주 예상 건들도 최근 잠잠해졌기 때문에 동사는 이번 쇠빙 LNG 캐리어 수주전에 최선을 다해야 함. 고무적인 것은 동사가 러시아 ZEVEZDA 조선소와 쇠빙 LNG 캐리어 설계 파트너로 참여하게 되어서 싹쓸이 수주 기대감을 높이고 있음. 과거 러시아에서 대규모로 발주되었던 쇠빙 LNG 캐리어의 척당 가격이 약 3.2 억불 수준이었음을 감안하면 이번 건을 수주하면 올해 수주목표의 상당 부분을 채울 수 있음

투자의견 중립, 목표주가 8,600 원 유지

올해도 흑자 전환을 기대하기 어려운 상황이며 SK 증권은 하반기 국제유가에 대해 장기 저유가 레벨인 \$50/bbl 안팎을 유지할 것이라고 전망하는 바 국제유가와 주가의 상관관계가 가장 높은 동사에 대해 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	6,849	10,768	17,247
yoy	%	7.2	-24.1	-33.4	30.1	57.2	60.2
영업이익	십억원	-147	-524	-409	-87	-158	-41
yoy	%	적지	적지	적지	적지	적지	적지
EBITDA	십억원	170	-210	-114	173	203	292
세전이익	십억원	-69	-464	-498	-349	-530	-420
순이익(지배주주)	십억원	-121	-339	-388	-518	-788	-624
영업이익률%	%	-1.4	-6.6	-7.8	-1.3	-1.5	-0.2
EBITDA%	%	1.6	-2.7	-2.2	2.5	1.9	1.7
순이익률	%	-1.3	-4.3	-7.4	-7.6	-7.4	-3.6
EPS	원	-410	-795	-682	-822	-1,251	-991
PER	배	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PBR	배	0.6	0.5	0.7	0.8	0.9	1.1
EV/EBITDA	배	45.2	-28.5	-56.1	38.0	35.5	28.3
ROE	%	-2.3	-5.6	-6.2	-8.0	-13.5	-12.1
순차입금	십억원	3,939	3,064	1,661	1,415	2,042	3,115
부채비율	%	174.4	138.4	111.7	128.3	194.7	300.6

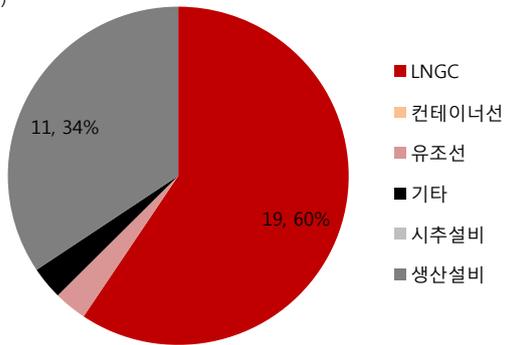
실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
매출액	12,408	13,466	13,138	13,639	14,575	17,599	17,669	18,649	79,012	52,651	68,491
YoY	-49.1%	-41.4%	-25.0%	-3.4%	17.5%	30.7%	34.5%	36.7%	-24.1%	-33.4%	30.1%
QoQ	-12.2%	8.5%	-2.4%	3.8%	6.9%	20.7%	0.4%	5.5%			
영업이익	-478	-1,005	-1,272	-1,337	-333	-264	-177	-93	-5,242	-4,093	-867
영업이익률	-3.9%	-7.5%	-9.7%	-9.8%	-2.3%	-1.5%	-1.0%	-0.5%	-6.6%	-7.8%	-1.3%
YoY	적전	적전	적전	적지							
QoQ	적지										
세전이익	-907	-1,734	-1,172	-1,174	-687	-1,540	-1,128	-139	-4,639	-4,976	-3,493
세전이익률	-7.3%	-12.9%	-8.9%	-8.6%	-4.7%	-8.7%	-6.4%	-0.7%	-5.9%	-9.5%	-5.1%
순이익	-595	-1,427	-889	-971	-987	-2,758	-2,159	724	-3,388	-3,879	-5,181
순이익률	-4.8%	-10.6%	-6.8%	-7.1%	-6.8%	-15.7%	-12.2%	3.9%	-4.3%	-7.4%	-7.6%

자료: 삼성중공업 SK 증권

2019년 1~6월 신규수주

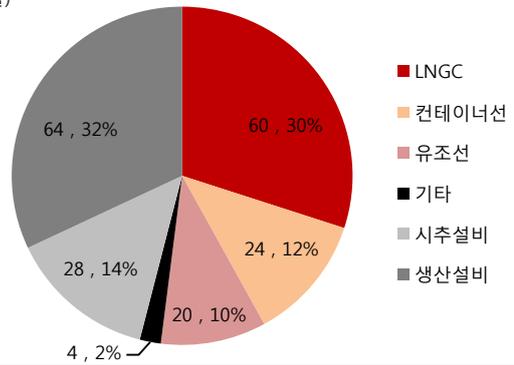
(억불)



자료: 삼성중공업 SK 증권

2019년 6월 말 기준 수주잔고

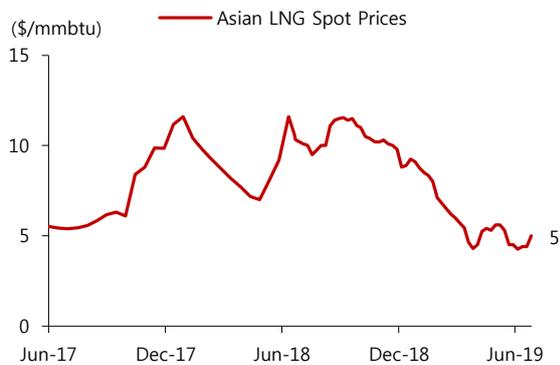
(억불)



자료: 삼성중공업 SK 증권

아시아 LNG 스팟 가격 추이

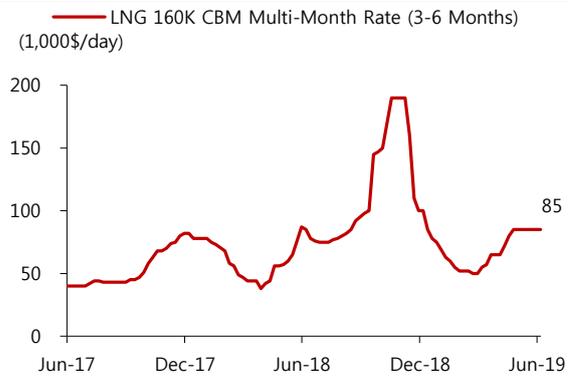
(\$/mmbtu)



자료: Reuters, SK 증권

160K CBM LNG 캐리어 Multi-Month 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 72억불의 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	진행율	납기	생산능력	비고
Petronas Rotan	FLNG	16	91%	2020년 7월	1.5MTPA	Top Side PC
ENI Coral	FLNG	25.4	12%	2022년 6월	3.3MTPA	Top Side PC
BP Maddog	FPU	12.7	39%	2020년 9월	11만b/d	EPC
-	FPSO	10.5	-	2022년 3월	12.7mcm/d	
계		64.6				

자료: 삼성중공업 SK 증권

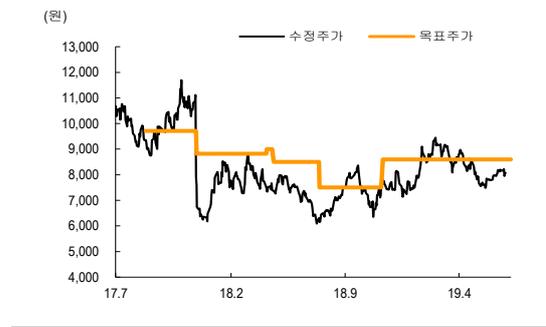
주: 진행률은 2019년 5월 말 기준임

삼성중공업 목표 주가 산출

	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E
BPS(원)	10,137	9,795	9,910	9,337	8,754
Target BPS(원)	9,449				
Target PBR(배)	0.9				
목표 주가(원)	8,600				
현재 주가(원)	8,070				
상승 여력	6.6%				

자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고최저 주가대비
2019.07.08	중립	8,600원	6개월		
2019.04.29	중립	8,600원	6개월	-5.02%	9.88%
2019.04.03	중립	8,600원	6개월	-3.93%	9.88%
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%



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 7월 8일 기준)

매수	90.98%	중립	9.02%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	6,780	7,406	7,419	9,463	13,076
현금및현금성자산	354	946	1,656	980	96
매출채권및기타채권	3,562	575	2,142	3,367	5,393
재고자산	1,217	1,482	1,928	3,031	4,854
비유동자산	7,038	6,877	6,843	6,620	6,264
장기금융자산	185	188	287	287	287
유형자산	6,163	5,882	5,721	5,352	5,005
무형자산	92	59	40	25	16
자산총계	13,818	14,283	14,262	16,083	19,340
유동부채	7,145	6,267	5,477	7,135	9,975
단기금융부채	3,921	2,440	2,491	2,441	2,457
매입채무 및 기타채무	2,194	716	931	1,464	2,344
단기충당부채	419	615	342	538	862
비유동부채	875	1,269	2,536	3,491	4,537
장기금융부채	745	771	1,588	1,588	1,763
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	24	350	495	902	1,306
부채총계	8,021	7,537	8,013	10,626	14,512
지배주주지분	5,790	6,738	6,244	5,456	4,832
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	2,283	1,495	870
비지배주주지분	8	8	4	0	-4
자본총계	5,797	6,746	6,248	5,457	4,828
부채외자본총계	13,818	14,283	14,262	16,083	19,340

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	665	251	658	-558	-997
당기순이익(손실)	-464	-498	-488	-792	-628
비현금성항목등	231	501	691	995	921
유형자산감가상각비	280	256	239	347	324
무형자산감가상각비	35	39	21	14	9
기타	-321	116	224	300	300
운전자본감소(증가)	932	281	770	-341	-1,081
매출채권및기타채권의 감소(증가)	1,517	-117	-1,562	-1,226	-2,026
재고자산감소(증가)	452	-54	-445	-1,103	-1,823
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-790	-94	207	533	881
기타	-245	547	2,570	1,455	1,887
법인세납부	-35	-34	-315	-420	-208
투자활동현금흐름	-45	403	-303	58	49
금융자산감소(증가)	13	364	-275	0	0
유형자산감소(증가)	-92	3	-50	22	22
무형자산감소(증가)	0	1	1	1	1
기타	34	35	21	35	26
재무활동현금흐름	-1,111	-70	333	-177	64
단기금융부채증가(감소)	-1,723	-2,123	-357	-50	15
장기금융부채증가(감소)	767	784	790	0	175
자본의증가(감소)	0	1,392	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-155	-123	-100	-127	-125
현금의 증가(감소)	-631	592	710	-677	-883
기초현금	984	354	946	1,656	980
기말현금	354	946	1,656	980	96
FCF	1,079	242	632	-192	-786

자료 : 삼성중공업, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	7,901	5,265	6,849	10,768	17,247
매출원가	8,052	5,269	6,597	10,196	16,118
매출총이익	-150	-4	252	573	1,129
매출총이익률 (%)	-1.9	-0.1	3.7	5.3	6.6
판매비와관리비	374	405	338	731	1,170
영업이익	-524	-409	-87	-158	-41
영업이익률 (%)	-6.6	-7.8	-1.3	-1.5	-0.2
비영업손익	60	-88	-263	-372	-379
순금융비용	27	102	80	92	99
외환관련손익	-304	17	17	20	20
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	-464	-498	-349	-530	-420
세전계속사업이익률 (%)	-5.9	-9.5	-5.1	-4.9	-2.4
계속사업법인세	-123	-109	173	262	208
계속사업이익	-341	-388	-522	-792	-628
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-341	-388	-522	-792	-628
순이익률 (%)	-4.3	-7.4	-7.6	-7.4	-3.6
지배주주	-339	-388	-518	-788	-624
지배주주귀속 순이익률(%)	-4.29	-7.37	-7.56	-7.32	-3.62
비지배주주	-2	0	-4	-4	-4
총포괄이익	-478	-414	-498	-792	-628
지배주주	-475	-414	-494	-788	-625
비지배주주	-3	0	-4	-4	-4
EBITDA	-210	-114	173	203	292

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	-24.1	-33.4	30.1	57.2	60.2
영업이익	적지	적지	적지	적지	적지
세전계속사업이익	적지	적지	적지	적지	적지
EBITDA	적전	적지	흑전	17.3	43.7
EPS(계속사업)	적지	적지	적지	적지	적지
수익성 (%)					
ROE	-5.6	-6.2	-8.0	-13.5	-12.1
ROA	-2.2	-2.8	-3.7	-5.2	-3.6
EBITDA마진	-2.7	-2.2	2.5	1.9	1.7
안정성 (%)					
유동비율	94.9	118.2	135.5	132.6	131.1
부채비율	138.4	111.7	128.3	194.7	300.6
순차입금/자기자본	52.9	24.6	22.7	37.4	64.5
EBITDA/이자비용(배)	-4.1	-0.9	1.7	1.6	2.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-795	-682	-822	-1,251	-991
BPS	13,595	10,694	9,910	8,659	7,668
CFPS	-57	-164	-409	-677	-462
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PER(최저)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PBR(최고)	0.9	0.8	1.0	1.1	1.2
PBR(최저)	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9
PCR	-112.8	-45.3	-19.7	-11.9	-17.5
EV/EBITDA(최고)	-40.2	-64.0	43.0	39.7	31.3
EV/EBITDA(최저)	-27.9	-41.4	35.0	32.9	26.5

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	1,951 십억원
주요주주	
현대중공업(주)(외4)	42.85%
국민연금공단	12.43%
외국인지분률	14.10%
배당수익률	1.40%

Stock Data

주가(19/07/05)	48,850 원
KOSPI	2110.59 pt
52주 Beta	0.90
52주 최고가	66,100 원
52주 최저가	40,057 원
60일 평균 거래대금	8 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-1.5%	-3.4%
6개월	-22.6%	-26.3%
12개월	11.6%	19.4%

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

[2Q19 Preview] 미국 화학 제품 수출 본격화에 따른 수혜 임박

동사의 2Q19 매출액은 7,075 억원, 영업이익은 301 억원을 전망함. 상반기 후반 가격 동결로 공사손실충당금 설정액도 미미할 것임. 무엇보다 동사는 미국 화학제품 수출 증가로 인한 수혜가 기대됨. 미국의 수출 상위 10 개 화학제품 중에서 PE, PVC, EG 증설 분이 많아 각 제품들을 운반하는 Feeder 급 컨테이너선과 MR 탱커에 대한 수요가 가시적이기 때문임. 이에 투자 의견 매수와 목표주가 80,000 원을 유지함

2Q19 매출액 7,075 억원, 영업이익 301 억원 전망

동사의 2Q19 매출액은 7,075 억원, 영업이익은 301 억원을 전망함. 상반기 후반 가격이 동결되었고, 신규수주 선박들도 고스펙 등의 사유로 선가를 올려서 수주한 물량이 섞여 있어 공사손실충당금 설정액도 매우 미미할 것으로 판단함

미국 화학제품 수출 본격화에 따른 수혜 임박

미국에서 화학 설비 신증설이 2020 년까지 이어질 예정인데, 주로 수출하는 제품은 고체 형태의 PE 이며 컨테이너선으로 운반함. 2017 년 증설된 화학 설비들에서 PE 가 생산되며 이미 Houston 등의 주요 항구에서 수출량이 연일 사상 최대치를 경신하고 있음. 그리고 화학 설비 증설 이후 실제 수출까지 이어지는데 약 2 년의 lagging 이 있기 때문에 2020 년까지 설비가 진입함을 감안하면, 미국의 화학제품 수출은 2022 년까지 증가할 것임. 즉, 화학제품 운반선 발주 시점은 지금이 맞음. 특히, 포화 상태인 Houston 의 대체항구로 각광 받고 있는 New Orleans, Charleston, Savannah 항에서의 수출이 매우 큰 폭으로 성장중인데 공교롭게도 이 대체항들은 작은 항구여서 동사의 주력 선종인 Feeder 급 컨테이너선의 발주를 기대해 볼 수 있음. 또한 미국 수출 상위 10 개 화학제품 중에서, PE 말고도 PVC, EG 등의 설비들도 증설중인데 이들은 각각 컨테이너선과 MR 탱커로 운반함. 따라서 미국의 화학제품 수출 증가에 대해서 Feeder 급 컨테이너선과 MR 탱커의 발주를 동시에 기대해 볼 수 있음

투자 의견 매수, 목표주가는 80,000 원 유지

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

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	3,446	2,453	2,403	2,840	3,440	4,869
yoy	%	-25.9	-28.8	-2.1	18.2	21.1	41.5
영업이익	십억원	191	108	71	118	155	268
yoy	%	187.0	-43.5	-34.3	66.8	30.7	73.3
EBITDA	십억원	243	159	118	184	219	336
세전이익	십억원	191	733	118	124	163	277
순이익(지배주주)	십억원	35	437	85	98	130	224
영업이익률%	%	5.5	4.4	3.0	4.2	4.5	5.5
EBITDA%	%	7.1	6.5	4.9	6.5	6.4	6.9
순이익률	%	1.2	18.1	5.0	3.6	3.9	4.7
EPS	원	3,642	13,852	1,308	2,446	3,245	5,597
PER	배	9.3	2.9	45.9	20.0	15.1	8.7
PBR	배	0.6	0.7	1.1	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	7.4	9.9	17.9	8.8	7.1	4.8
ROE	%	1.8	20.1	3.8	4.2	5.3	8.6
순차입금	십억원	315	-124	-342	-391	-448	-413
부채비율	%	308.5	255.7	49.5	51.3	57.3	69.3

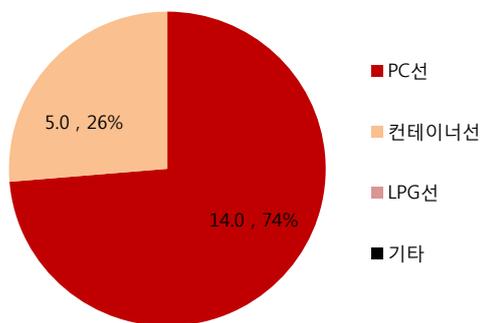
실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
매출액	5,454	5,477	5,822	7,276	7,050	7,075	6,352	7,920	24,534	24,030	28,397
YoY	-27.4%	-20.9%	12.4%	47.8%	29.3%	29.2%	9.1%	8.8%	-28.8%	-2.1%	18.2%
QoQ	10.8%	0.4%	6.3%	25.0%	-3.1%	0.3%	-10.2%	24.7%			
영업이익	230	187	215	77	262	301	274	345	1,079	709	1,182
영업이익률	4.2%	3.4%	3.7%	1.1%	3.7%	4.3%	4.3%	4.4%	4.4%	3.0%	4.2%
YoY	-50.9%	-58.0%	-60.0%	흑전	13.9%	61.3%	27.4%	345.9%	-43.5%	-34.3%	66.8%
QoQ	흑전	-18.7%	15.0%	-64.0%	237.8%	15.2%	-9.2%	26.1%			
세전이익	1,150	(616)	547	93	291	307	279	364	7,333	1,175	1,241
세전이익률	21.1%	-11.2%	9.4%	1.3%	4.1%	4.3%	4.4%	4.6%	29.9%	4.9%	4.4%
순이익	904	(260)	465	98	239	252	229	299	4,452	1,207	1,020
순이익률	16.6%	-4.8%	8.0%	1.3%	3.4%	3.6%	3.6%	3.8%	18.1%	5.0%	3.6%

자료: 현대미포조선, SK 증권

2019년 1~5월 신규수주

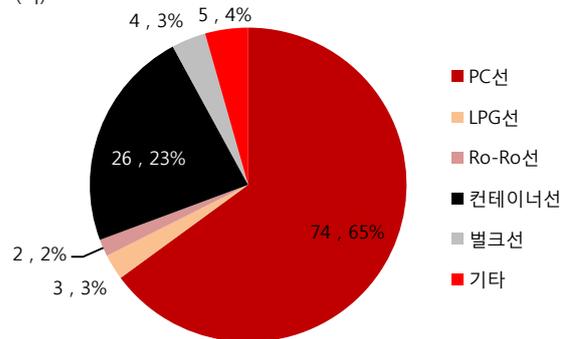
(척)



자료: 현대미포조선, SK 증권

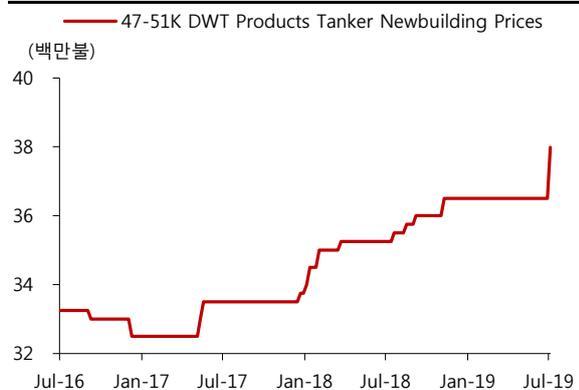
2019년 5월 말 기준 수주잔고

(척)



자료: 현대미포조선, SK 증권

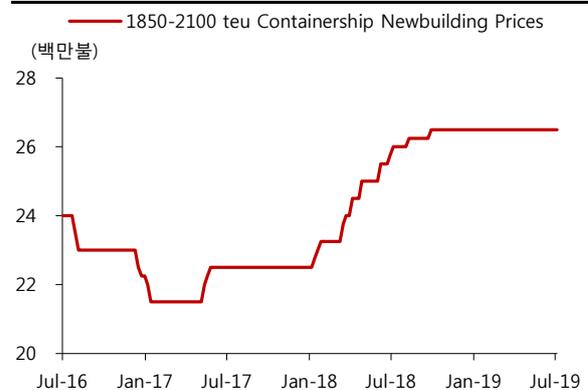
PC선의 가격은 상승세 지속중



자료: Clarksons Research, SK 증권

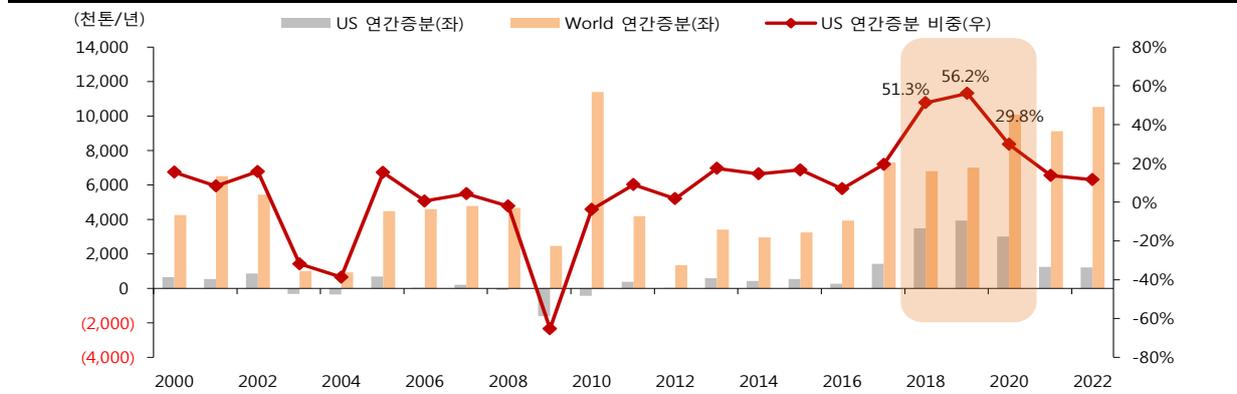
주: 7월 데이터는 현대미포조선의 최근 신규 수주 선가 기준임

Feeder급 컨테이너선의 가격도 상승세 지속중



자료: Clarksons Research, SK 증권

미국의 화학 설비 신증설 추이와 연도별 글로벌 생산능력 증대에서 차지하는 비중: 2018~2020 에 집중됨



자료 : Industry data, SK 증권

PE 는 고체 상태이며 쌀알 모양의 화학 제품임



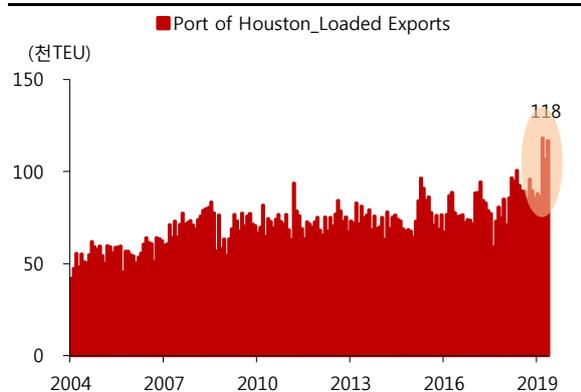
자료 : Google, SK 증권

PE 는 포장해서 컨테이너로 운반함



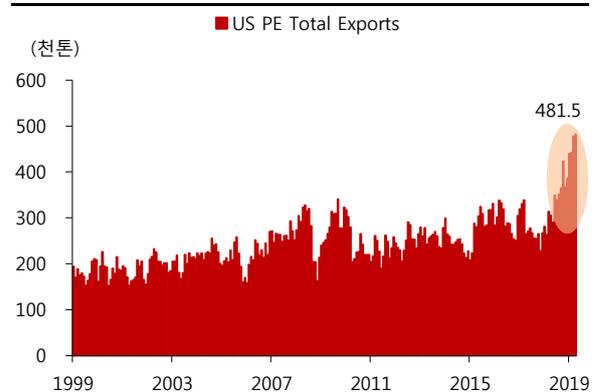
자료 : NIER Systems, SK 증권

사상 최대치를 기록중인 휴스턴항의 컨테이너 수출량



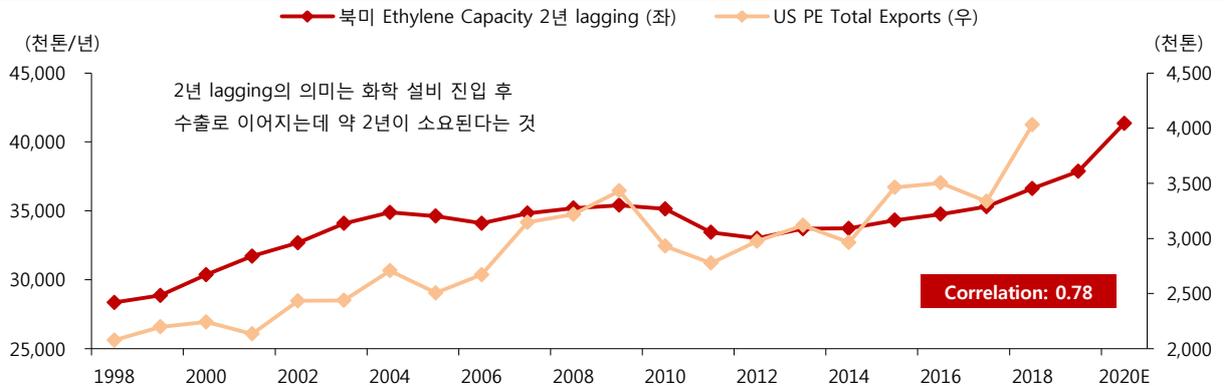
자료 : Port of Houston Authority, SK 증권

사상 최대치를 기록중인 미국 PE 수출량



자료 : USITC, SK 증권

화학 설비가 진입하고 수출로 이어지는데 약 2년이 소요됨. 2020년까지 증설하는 미국 물량의 본격 수출은 2022년이므로 지금 발주되어야 함



자료 : Industry data, USITC, SK 증권

주 : 미국 PE 수출량은 HDPE, LDPE, LLDPE, MDPE 합산 기준임

Houston 항구는 여타 석유화학제품 수출항구들 대비 대규모임

Location	Port Name	Draft depth
Texas(Houston)	Barbours Cut Container Terminal	14.0 meters
Texas(Houston)	Bayport Container Terminal	14.0 meters
South Carolina	Port of Charleston	13.7 meters
Georgia	Port of Savannah	12.8 meters
Louisiana	Port of New Orleans	11.5 meters

자료 : World Port Source, SK 증권

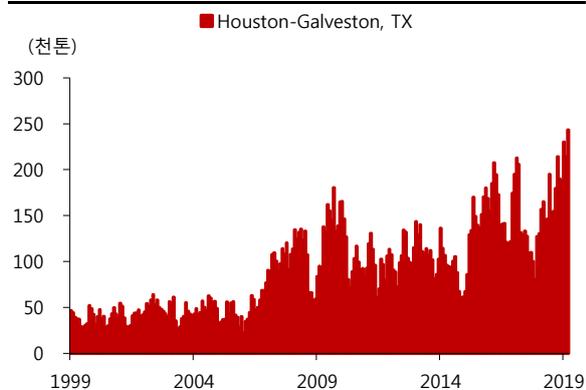
주 : Draft depth 는 배가 물 속에 잠기는 깊이를 나타내는 선박용어

Houston의 대체항들은 소형 항구이기에 Feeder급 컨테이너선 필요



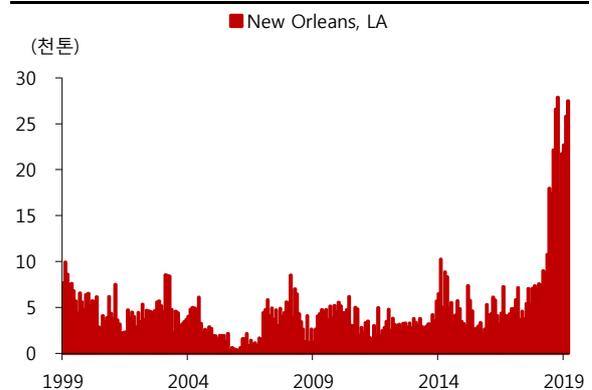
자료 : SK 증권

Houston 항 PE 수출량은 사상 최대 수준이고



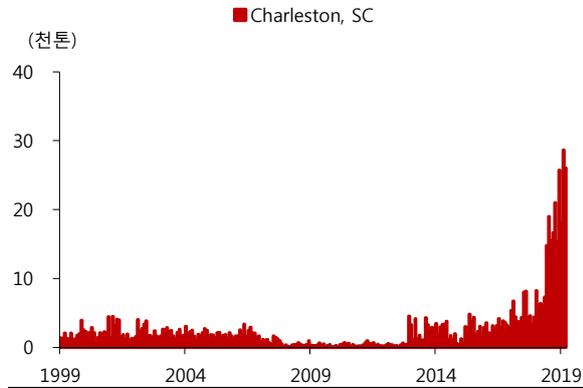
자료 : USITC, SK 증권

대체항인 New Orleans 항 PE 수출량도 사상 최대 수준임



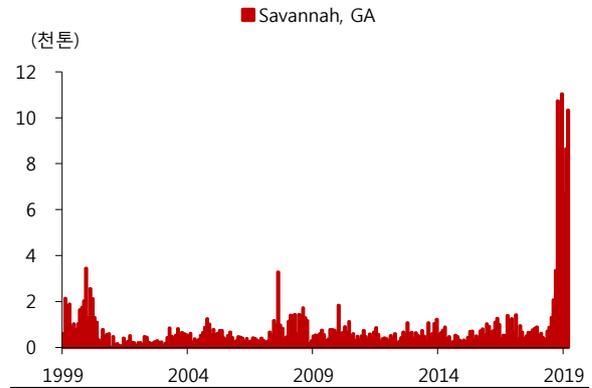
자료 : USITC, SK 증권

또 다른 대체항인 Charleston 항과



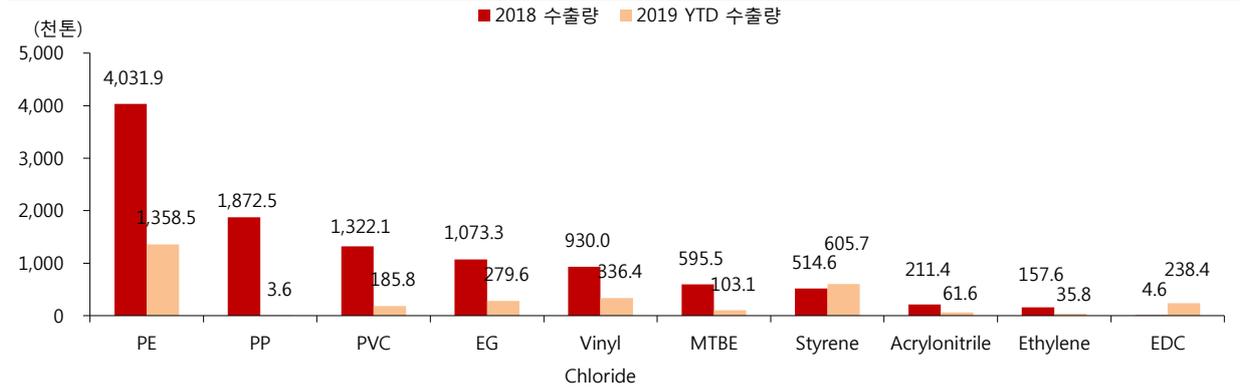
자료 : USITC, SK 증권

Savannah 항의 PE 수출량도 사상 최대 수준임



자료 : USITC, SK 증권

미국의 2018년 수출 상위 10개 화학제품 중 ECC에서 생산 가능한 제품은 에틸렌 유도품인 PE, PVC, EG, VC, MTBE, Ethylene, EDC 임



자료 : USITC, SK 증권

주: 2019 YTD는 1~3월 합산임

공교롭게도 이 제품들 대부분이 현대미포조선이 주력으로 수주하는 컨테이너선과 MR 탱커로 운반함

제품	PE	PP	PVC	EG	VC	MTBE	Styrene	AN	Ethylene	EDC
계열	올레핀	올레핀	올레핀	올레핀	올레핀	올레핀	방향족	올레핀	올레핀	올레핀
업스트림	에틸렌	프로필렌	에틸렌	에틸렌	에틸렌	에틸렌	벤젠	프로필렌	에틸렌	에틸렌
형태	고체	고체	고체	액체	기체	액체	액체	액체	기체	액체
운반선	컨테이너	컨테이너	컨테이너	MR 탱커	가스선	MR 탱커	MR 탱커	MR 탱커	가스선	MR 탱커

자료 : USITC, SK 증권

주 1: 형태는 상온 기준임

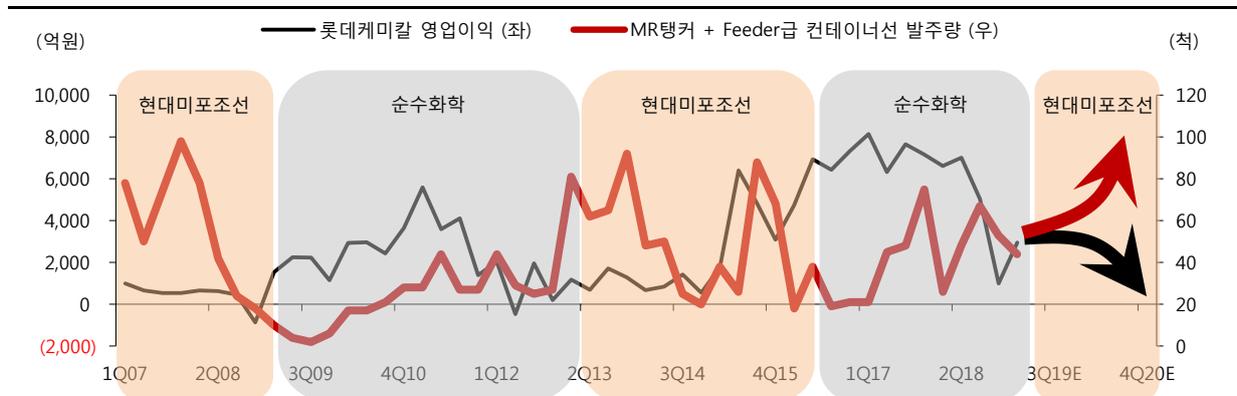
주 2: Ethylene 같은 경우는 LEG 선이라는 가스선으로 운반함

주요 화학제품별 신증설 계획을 보면 미국에서 MR 탱커로 운반하는 EG, PVC 등의 증설이 두드러짐. 이들의 수출도 증가할 것이기에 MR 탱커도 필요

화학제품	품목	용량	완공 예정일	국가	위치	기업
EG	MEG (2020년 승인 여부 결정 예정)			미국	Louisiana	Shell Chemical LP
	coal-based MEG	100만 톤	2021년 말	중국	Hohhot, Inner Mongolia	Jiutai New Material
	EG	35만 7000톤	2021년	인도	Odisha Paradip	Indian Oil Corp
	MEG	70만 톤	2019년	미국	Freeport, Texas	MEGlobal
	coal-based MEG	30만 톤	2022년	중국	Suzhou, Shanxi	Songlan Chemical
	MEG	20만 톤	2019년 초	중국	Shangqiu, Henan	Longyu Coal Chemical
	MEG	70만 톤	2020년	사우디	Jubail Industrial City	SABIC
	MEG	30만 톤		중국	Jiaocheng, Shanxi	Shanxi Meijin Energy
AN	coal-based MEG	40만 톤	2019년	중국	Ordos, Inner Mongolia	Rongxin Chemical
	Acrylonitrile	5만톤	2020년			동서석유화학
PVC	PVC	1만 톤	2019년 말	인도	Kota, Rajasthan	DCM Shriram
	general purpose PVC	20만 톤	2020년	벨기에	Jemeppe	INOVYN
	PVC	25만 톤	2020년 초	인도네시아	Merak	Sulfindo Adiusaha
	PVC	55만 톤	2021년	인도네시아		AGC
	PVC	10만 톤	2020년	파키스탄	Port Qasim, Karachi	Engro Polymers & Chemicals
	specialty PVC	34만 톤	2019년	독일	Burghausen	Westlake Chemical
suspension PVC	미국			Geismar, Louisiana		
Vinyl Chloride	VCM	25만 톤	2020년 초	인도네시아	Merak	Sulfindo Adiusaha
	VCM	5만 톤	2020년	파키스탄	Port Qasim, Karachi	Engro Polymers & Chemicals
	VCM	9만 톤	2021년	독일	Gendorf	Westlake Chemical
	VCM			미국	Geismar, Louisiana	

자료 : Cischem, SK 증권
 주: ■은 미국에 증설되는 설비임

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



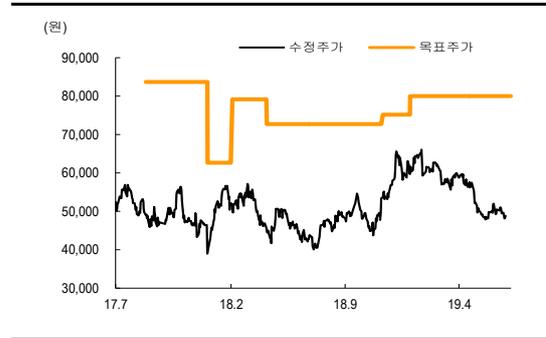
자료 : Clarksons Research, DataGuide, SK 증권

현대미포조선 목표 주가 산출

	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E
BPS(원)	57,715	58,289	59,085	59,829	60,412
Target BPS(원)	59,404				
Target PBR(배)	1.3				
목표 주가(원)	80,000				
현재 주가(원)	48,850				
상승 여력	64%				

자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고최저 주가대비
2019.07.08	매수	80,000원	6개월		
2019.05.03	매수	80,000원	6개월	-29.39%	-17.38%
2019.04.03	매수	80,000원	6개월	-24.92%	-17.38%
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%



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 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 7월 8일 기준)

매수	90.98%	중립	9.02%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	6,776	1,801	1,992	2,337	2,986
현금및현금성자산	562	280	400	458	422
매출채권및기타채권	843	65	77	93	132
재고자산	96	160	189	229	324
비유동자산	1,543	1,662	1,629	1,638	1,681
장기금융자산	292	21	21	21	21
유형자산	1,090	1,519	1,521	1,507	1,540
무형자산	3	3	3	3	2
자산총계	8,319	3,464	3,621	3,975	4,668
유동부채	5,905	1,076	1,147	1,340	1,801
단기금융부채	479	302	232	232	232
매입채무 및 기타채무	821	269	318	385	545
단기충당부채	0	72	86	104	147
비유동부채	76	70	81	107	110
장기금융부채	5	5	7	7	7
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	49	46	61	87	90
부채총계	5,980	1,147	1,228	1,447	1,911
지배주주지분	2,217	2,290	2,360	2,490	2,714
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	1,886	2,016	2,240
비지배주주지분	122	28	32	37	42
자본총계	2,339	2,317	2,392	2,528	2,757
부채외자본총계	8,319	3,464	3,621	3,975	4,668

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	-318	-178	122	107	63
당기순이익(손실)	445	121	102	134	228
비현금성항목등	-263	22	86	85	108
유형자산감가상각비	50	46	66	64	67
무형자산감가상각비	1	0	0	0	0
기타	-320	-82	-3	0	0
운전자본감소(증가)	-476	-290	-83	-83	-223
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-35	158	-6	-16	-39
재고자산감소(증가)	63	-62	-28	-40	-95
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	106	-20	34	67	160
기타	-610	-365	-84	-94	-250
법인세납부	-24	-31	18	-29	-49
투자활동현금흐름	1,045	148	89	-39	-88
금융자산감소(증가)	1,035	84	143	0	0
유형자산감소(증가)	-63	-476	-65	-50	-100
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0	0
기타	74	540	11	11	12
재무활동현금흐름	-870	-260	-92	-10	-10
단기금융부채증가(감소)	-804	-205	-80	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	-12	-10	-10
현금의 증가(감소)	-242	-282	120	57	-36
기초현금	804	562	280	400	458
기말현금	562	280	400	458	422
FCF	-81	-587	36	58	-36

자료 : 현대미포조선, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	2,453	2,403	2,840	3,440	4,869
매출원가	2,245	2,232	2,620	3,157	4,419
매출총이익	209	172	220	283	450
매출총이익률 (%)	8.5	7.1	7.8	8.2	9.2
판매비와관리비	101	101	102	129	182
영업이익	108	71	118	155	268
영업이익률 (%)	4.4	3.0	4.2	4.5	5.5
비영업손익	625	47	6	8	9
순금융비용	22	6	2	-1	-2
외환관련손익	-25	5	8	8	8
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	733	118	124	163	277
세전계속사업이익률 (%)	29.9	4.9	4.4	4.7	5.7
계속사업법인세	172	30	22	29	49
계속사업이익	562	88	102	134	228
중단사업이익	-116	33	0	0	0
*법인세효과	-167	29	0	0	0
당기순이익	445	121	102	134	228
순이익률 (%)	18.1	5.0	3.6	3.9	4.7
지배주주	437	85	98	130	224
지배주주귀속 순이익률(%)	17.81	3.54	3.44	3.77	4.59
비지배주주	8	36	4	4	4
총포괄이익	81	112	103	135	229
지배주주	74	76	98	130	224
비지배주주	7	36	5	5	5
EBITDA	159	118	184	219	336

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	-28.8	-2.1	18.2	21.1	41.5
영업이익	-43.5	-34.3	66.8	30.7	73.3
세전계속사업이익	284.0	-84.0	5.6	31.3	70.2
EBITDA	-34.6	-26.1	56.6	19.0	53.2
EPS(계속사업)	280.3	-90.6	87.0	32.7	72.5
수익성 (%)					
ROE	20.1	3.8	4.2	5.3	8.6
ROA	5.1	2.1	2.9	3.5	5.3
EBITDA마진	6.5	4.9	6.5	6.4	6.9
안정성 (%)					
유동비율	114.8	167.4	173.6	174.4	165.9
부채비율	255.7	49.5	51.3	57.3	69.3
순차입금/자기자본	-5.3	-14.8	-16.3	-17.7	-15.0
EBITDA/이자비용(배)	5.6	7.0	14.1	21.6	33.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	13,852	1,308	2,446	3,245	5,597
BPS	55,500	57,322	59,085	62,346	67,959
CFPS	12,222	3,298	4,096	4,860	7,291
주당 현금배당금	0	700	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	4.3	50.2	27.0	20.4	11.8
PER(최저)	2.1	30.6	19.6	14.8	8.6
PBR(최고)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.0
PBR(최저)	0.5	0.7	0.8	0.8	0.7
PCR	3.2	18.2	11.9	10.1	6.7
EV/EBITDA(최고)	15.1	19.8	12.5	10.3	6.8
EV/EBITDA(최저)	7.3	11.1	8.6	7.0	4.7

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	3,484 십억원
주요주주	
한국산업은행(외7)	67.90%
BlackRock Institutional Trust Company, N.A.(외12)	5.56%
외국인지분률	12.70%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(19/07/05)	32,500 원
KOSPI	2110.59 pt
52주 Beta	0.99
52주 최고가	37,850 원
52주 최저가	23,100 원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	11.5%	9.3%
6개월	-2.4%	-7.0%
12개월	30.8%	39.9%

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

[2Q19 Preview] 거의 다 인도되어가는 쇄빙선 물량

동사의 2Q19 매출액은 2 조 940 억원, 영업이익은 767 억원으로 전망됨. 2019년에는 2018년 대비 인도 선종 믹스가 저부가선종의 비율이 상승하며 점진적인 감익이 확실한 상황. 아울러 한국조선해양으로의 피인수 작업도 진행중임. 향후 EU를 비롯한 기업결합 심사국들의 심사 의견에 따른 주가 변동성이 큰 주식이라는 판단. 이에 투자 의견 중립과 목표주가 30,000 원을 유지함

2Q19 매출액 2 조 940 억원, 영업이익 767 억원 전망

동사의 2Q19 매출액은 2 조 940 억원, 영업이익은 767 억원으로 전망됨. 2018년에는 2014~2015 년도에 수주한 쇄빙 LNG 캐리어를 비롯한 고선가 구간의 LNG 캐리어 20 척이 인도되며 양호한 실적을 시현하였음. 그리고 2018년 인도 선종 믹스에는 상대적으로 저부가선종인 탱커가 7 척으로 적었다는 점도 호실적에 기여함. 그러나 2019년에는 LNG 캐리어 인도량이 17 척으로 줄고 저부가선종인 탱커도 14 척이나 인도될 예정. 특히 인도 예정인 LNG 캐리어 17 척 중 선가 하락기인 2016~2017년 수주분도 각각 2 척씩 섞여 연간 감익이 확실시되는 상황임

추가적인 수주가 받쳐줘야 할 것

기존 수주 물량의 인도 증가로 상대적으로 잔고의 소진 속도가 빠른 동사는 추가 수주가 시급한 상황임. 마침 하반기 한국 조선사들의 수주 가시권 물량들의 발주가 임박한 상황임. 해당 물량은 카타르, 모잠비크, 러시아 발주 물량인데 러시아 ARCTIC 2 쇄빙 LNG 캐리어는 경쟁사의 수주가 유력한 상황임. 따라서 동사는 카타르와 모잠비크에서 발주되는 물량에 대한 수주를 일부 가져갈 수 있을 것으로 판단됨

투자 의견 중립, 목표주가 30,000 원 유지

동사는 수주잔고가 하락과 감익 기조가 확실하게 나오고 있음. 아울러 한국조선해양으로의 피인수 작업도 진행중임. 향후 EU를 비롯한 기업결합 심사국들의 심사 의견에 따른 주가 변동성이 큰 주식이라는 판단임. 이에 투자 의견 중립과 목표주가 30,000 원 을 유지함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	12,819	11,102	9,644	8,043	7,450	7,854
yoy	%	-17.0	-13.4	-13.1	-16.6	-7.4	5.4
영업이익	십억원	-1,531	733	1,025	423	285	225
yoy	%	적지	흑전	39.8	-58.7	-32.6	-21.2
EBITDA	십억원	-1,326	885	1,160	559	412	342
세전이익	십억원	-1,962	1,189	368	365	675	901
순이익(지배주주)	십억원	-2,734	621	345	352	540	712
영업이익률%	%	-11.9	6.6	10.6	5.3	3.8	2.9
EBITDA%	%	-10.4	8.0	12.0	7.0	5.5	4.4
순이익률	%	-21.8	5.8	3.3	4.0	6.9	8.7
EPS	원	-126,806	7,457	3,219	3,286	5,041	6,643
PER	배	N/A	1.9	10.6	9.9	6.5	4.9
PBR	배	2.9	0.4	1.0	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	-6.0	5.4	5.8	9.1	10.3	10.2
ROE	%	-279.6	28.1	9.5	8.8	12.2	14.2
순차입금	십억원	6,779	3,440	2,811	1,455	621	-100
부채비율	%	2,184.7	282.8	210.4	158.3	139.3	125.2

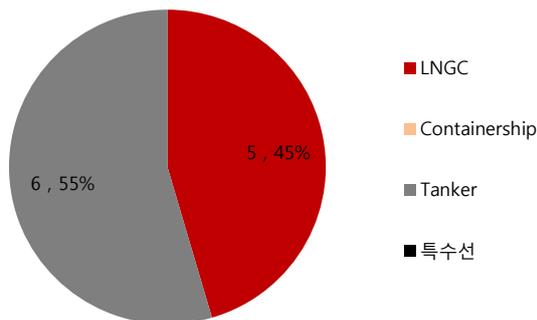
대우조선해양 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
매출액		2,256	2,326	2,197	2,865	2,072	2,094	1,993	1,884	11,102	9,644	8,043
	YoY	-17.4%	-32.7%	-9.2%	14.9%	-8.2%	-10.0%	-9.3%	-34.3%	-13.4%	-13.1%	-16.6%
	QoQ	-9.5%	3.1%	-5.5%	30.4%	-27.7%	1.1%	-4.8%	-5.5%			
	상선+해양	2,267	2,326	2,198	2,881	2,048	1,815	1,924	1,958	11,248	8,958	7,547
	상선	1,645	1,781	1,477	1,703	1,369	1,234	1,343	1,378	7,338	6,284	5,223
	해양 및 특수선	622	545	721	1,177	679	581	581	581	3,910	2,673	2,323
	건설	-	-	-	-	-	-	-	-	198	-	-
	기타	23	26	25	20	43	40	38	31	172	95	150
	연결조정	(34)	(27)	(26)	(36)	(18)	(21)	(23)	(25)	(516)	(123)	(87)
영업이익		299	229	177	320	200	77	82	65	733	1,025	423
영업이익률		13.2%	9.9%	8.1%	11.2%	9.6%	3.7%	4.1%	3.4%	6.6%	10.6%	5.3%
	YoY	33.7%	-65.5%	-9.7%	흑전	-33.2%	-66.6%	-53.4%	-79.8%	흑전	39.8%	-58.7%
	QoQ	흑전	-23.2%	-22.9%	80.7%	-37.6%	-61.6%	7.5%	-21.7%			
세전이익		233	212	(317)	240	196	4	81	84	1,189	368	365
세전이익률		10.3%	9.1%	-14.4%	8.4%	9.5%	0.2%	4.1%	4.5%	10.7%	3.8%	4.5%
순이익		226	206	(324)	211	195	3	61	64	646	320	323
순이익률		10.0%	8.9%	-14.7%	7.4%	9.4%	0.1%	3.1%	3.4%	5.8%	3.3%	4.0%

자료: 대우조선해양, SK 증권

2019년 1~5월 신규수주

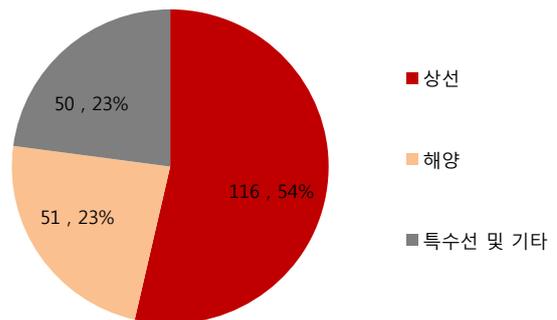
(척)



자료: 대우조선해양, SK 증권

2019년 5월 말 기준 수주잔고

(억불)



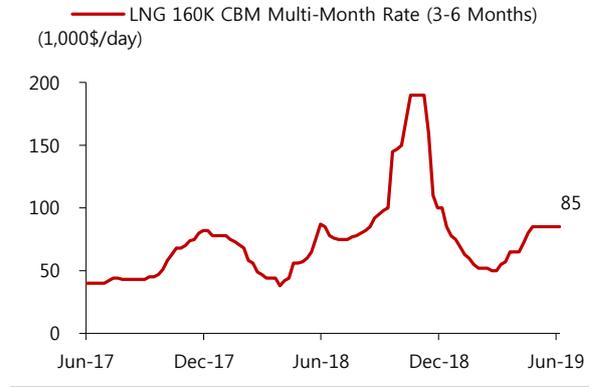
자료: 대우조선해양, SK 증권

아시아 LNG 스팟 가격 추이



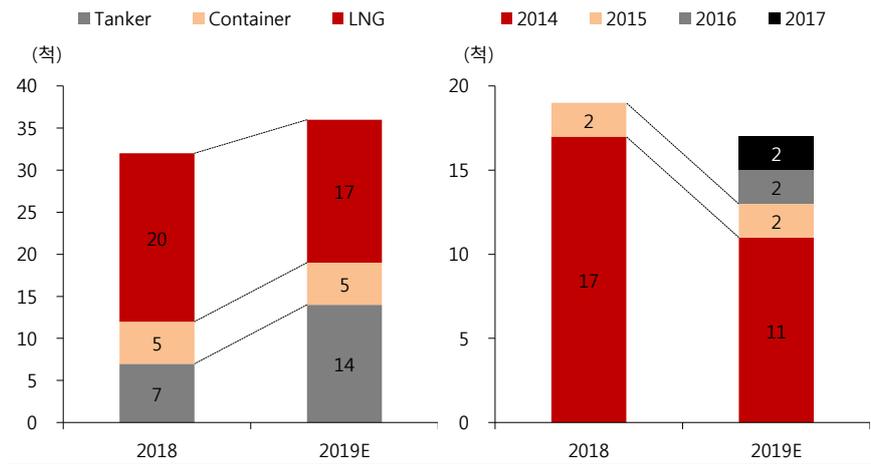
자료 : Reuters, SK 증권

160K CBM LNG 캐리어 Multi-Month 운임



자료 : Clarksons Research, SK 증권

대우조선해양의 인도 선종 믹스 변화



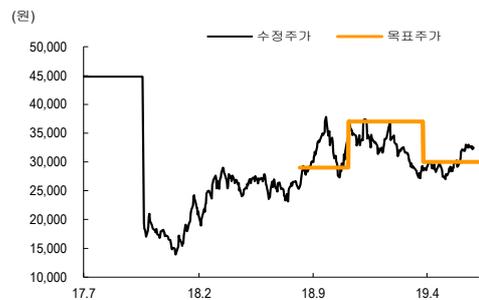
자료 : Clarksons Research, SK 증권

대우조선해양 목표 주가 산출

	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	3Q20E
BPS(원)	37,662	38,429	38,617	39,834	40,674
Target BPS(원)	39,388				
Target PBR(배)	0.8				
목표 주가(원)	30,000				
현재 주가(원)	32,500				
상승 여력	-8%				

자료 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고최저 주가대비
2019.07.08	중립	30,000원	6개월		
2019.04.03	중립	30,000원	6개월	-0.32%	10.00%
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 7월 8일 기준)

매수	90.98%	중립	9.02%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	6,651	7,350	6,286	6,787	7,735
현금및현금성자산	206	351	1,612	2,446	3,167
매출채권및기타채권	4,507	707	465	430	454
재고자산	743	1,346	885	820	864
비유동자산	4,795	4,568	4,408	4,286	4,171
장기금융자산	597	480	501	501	501
유형자산	4,003	3,823	3,707	3,582	3,466
무형자산	37	40	43	46	48
자산총계	11,447	11,919	10,694	11,073	11,906
유동부채	6,143	5,357	3,472	3,296	3,416
단기금융부채	2,588	1,716	1,078	1,078	1,078
매입채무 및 기타채무	3,334	891	586	543	572
단기충당부채	0	559	367	340	359
비유동부채	2,313	2,722	3,082	3,150	3,203
장기금융부채	1,272	1,548	2,124	2,124	2,124
장기매입채무 및 기타채무	122	66	35	35	35
장기충당부채	718	882	580	586	578
부채총계	8,456	8,078	6,554	6,446	6,619
지배주주지분	3,393	3,840	4,167	4,683	5,370
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	998	1,539	2,251
비지배주주지분	-403	0	-27	-55	-82
자본총계	2,991	3,840	4,140	4,628	5,287
부채외자본총계	11,447	11,919	10,694	11,073	11,906

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	-882	817	1,540	410	10
당기순이익(손실)	646	320	323	511	683
비현금성항목등	1,454	606	102	-100	-341
유형자산감가상각비	149	134	134	125	116
무형자산감가상각비	3	1	1	2	2
기타	489	-230	-80	86	86
운전자본감소(증가)	-2,988	-113	1,131	162	-114
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-261	-94	103	34	-23
재고자산감소(증가)	318	-74	465	65	-44
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-2,834	-38	-329	-43	29
기타	-211	93	892	106	-75
법인세납부	6	4	-15	-163	-218
투자활동현금흐름	49	6	108	597	884
금융자산감소(증가)	-81	60	-28	0	0
유형자산감소(증가)	-83	-145	-16	0	0
무형자산감소(증가)	-7	-4	-4	-4	-4
기타	220	96	156	601	888
재무활동현금흐름	824	-678	-389	-173	-173
단기금융부채증가(감소)	951	-548	-201	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	-188	-173	-173
현금의 증가(감소)	-18	145	1,261	834	721
기초현금	224	206	351	1,612	2,446
기말현금	206	351	1,612	2,446	3,167
FCF	-516	251	1,315	501	170

자료 : 대우조선해양, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	11,102	9,644	8,043	7,450	7,854
매출원가	9,558	8,893	7,254	6,780	7,226
매출총이익	1,544	752	789	671	628
매출총이익률 (%)	13.9	7.8	9.8	9.0	8.0
판매비와관리비	811	273	365	385	403
영업이익	733	1,025	423	285	225
영업이익률 (%)	6.6	10.6	5.3	3.8	2.9
비영업손익	456	-657	-58	390	676
순금융비용	29	121	21	-428	-714
외환관련손익	-66	14	48	48	48
관계기업투자등 관련손익	-167	-498	0	0	0
세전계속사업이익	1,189	368	365	675	901
세전계속사업이익률 (%)	10.7	3.8	4.5	9.1	11.5
계속사업법인세	543	48	42	163	218
계속사업이익	646	320	323	511	683
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	646	320	323	511	683
순이익률 (%)	5.8	3.3	4.0	6.9	8.7
지배주주	621	345	352	540	712
지배주주귀속 순이익률(%)	5.6	3.57	4.38	7.25	9.07
비지배주주	24	-25	-29	-29	-29
총포괄이익	557	300	300	488	660
지배주주	527	332	327	515	687
비지배주주	30	-33	-27	-27	-27
EBITDA	885	1,160	559	412	342

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	-13.4	-13.1	-16.6	-7.4	5.4
영업이익	흑전	39.8	-58.7	-32.6	-21.2
세전계속사업이익	흑전	-69.1	-0.6	84.6	33.6
EBITDA	흑전	31.1	-51.9	-26.3	-16.9
EPS(계속사업)	흑전	-56.8	2.1	53.4	31.8
수익성 (%)					
ROE	28.1	9.5	8.8	12.2	14.2
ROA	4.9	2.7	2.9	4.7	6.0
EBITDA마진	8.0	12.0	7.0	5.5	4.4
안정성 (%)					
유동비율	108.3	137.2	181.0	205.9	226.4
부채비율	282.8	210.4	158.3	139.3	125.2
순차입금/자기자본	115.0	73.2	35.2	13.4	-1.9
EBITDA/이자비용(배)	19.0	6.4	3.2	2.4	2.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	7,457	3,219	3,286	5,041	6,643
BPS	31,816	35,821	38,872	43,679	50,087
CFPS	9,286	4,485	4,548	6,221	7,737
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	6.0	11.8	11.3	7.3	5.6
PER(최저)	1.9	4.8	8.2	5.4	4.1
PBR(최고)	1.4	1.1	1.0	0.9	0.7
PBR(최저)	0.4	0.4	0.7	0.6	0.5
PCR	1.5	7.6	7.2	5.2	4.2
EV/EBITDA(최고)	9.0	6.1	10.0	11.4	11.6
EV/EBITDA(최저)	4.8	4.0	8.1	8.8	8.4

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	6,075 십억원
주요주주	
정의선(외5)	51.37%
국민연금공단	10.02%
외국인지분률	36.40%
배당수익률	2.00%

Stock Data

주가(19/07/05)	162,000 원
KOSPI	2110.59 pt
52주 Beta	0.91
52주 최고가	168,000 원
52주 최저가	105,500 원
60일 평균 거래대금	16 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	0.0%	-2.0%
6개월	17.4%	11.8%
12개월	42.1%	52.0%

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

[2Q19 Preview] 현기차 판매 호조와 환율 효과로 이번에도 호실적

동사의 2Q19 매출액은 4 조 4,803 억원, 영업이익은 1,925 억원이 전망됨. 현기차 판매 호조와 환율 효과로 다시 한 번 호실적을 시현할 것으로 판단됨. 안정적 이익을 지속적으로 보여주고 있어 지속 가능한 ROE 수준인 10.9% 적용해 Target PBR 1.66 배를 부여하는데 무리가 없음. 이에 투자 의견 매수와 목표주가 200,000 원을 유지함. 아울러 하반기 업황 및 변동성 측면에서 가장 하방이 닫혀 있어 업종 내 Top Pick 으로 제시함

2Q19 매출액 4 조 4,803 억원, 영업이익 1,925 억원 전망

동사의 2Q19 매출액은 4 조 4,803 억원, 영업이익은 1,925 억원이 전망됨. 현기차 판매 호조와 환율 효과로 다시 한 번 호실적을 시현할 것으로 판단됨. PCC 에서 상대적으로 비계열 매출 비중이 하락한 것으로 보일 수 있으나 계열사 물량의 호조가 두드러지면서 발생한 현상임. 전체적인 PCC 매출은 YoY 25% 이상 성장한 것으로 추정됨. 아울러 환율 효과도 CKD 의 호조를 야기함(1Q19 평균 1,125.7 원/\$ → 2Q19 평균 1,166.5 원/\$). 다만 벌크 사업부의 부진으로 2Q19 의 전체 영업이익이 2,000 억원을 넘기는 쉽지 않아 보임

PCC 비계열 매출 비중 확대로 연간 매출액 17 조 6,165 억원 전망

동사는 일본계 완성차 업체를 제외하면 대부분의 완성차 업체들을 고객으로 확보하고 있음. 2Q19 에는 현기차 국내 판매 호조로 일시적으로 비계열 매출 비중이 빠진 것처럼 보이지만 연간으로 50%를 상회할 것으로 전망됨. 따라서 2019 년 연간 매출액은 17 조 6,165 억원으로 추정되며 연간 영업이익은 7,673 억원으로 전망됨

투자 의견 매수, 목표주가 200,000 원 유지하며 업종 내 Top Pick 의견 제시

안정적 이익을 지속적으로 보여주고 있고 향후 실적 역시 가시성이 확보되어 있는 동사는 지속 가능한 ROE 수준인 10.9%를 적용해 Target PBR 1.66 배를 부여하는데 전혀 무리가 없다고 판단함. 이에 투자 의견 매수와 목표주가 200,000 원을 유지함. 아울러 섹터 내 다른 종목 대비 하반기 업황이나 변동성 측면에서 가장 하방이 닫혀있다는 점에서 업종 내 Top Pick 으로 제시함

영업실적 및 투자지표

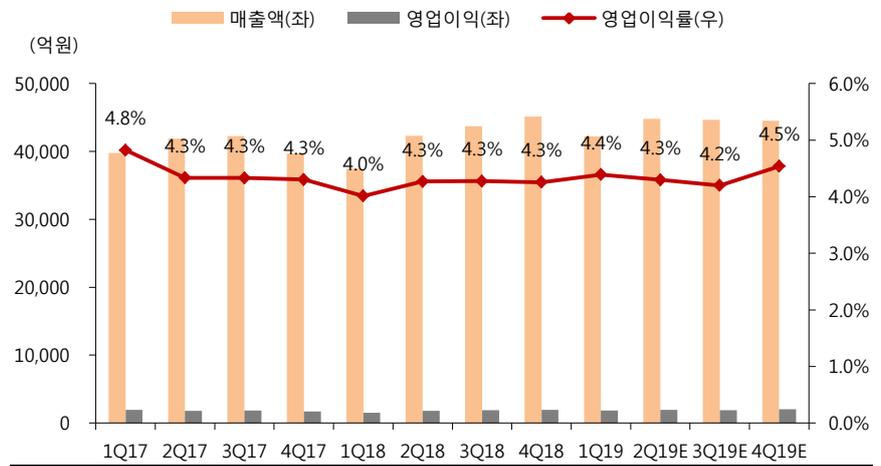
구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	15,341	16,358	16,866	17,617	19,220	20,701
yoy	%	4.6	6.6	3.1	4.5	9.1	7.7
영업이익	십억원	729	727	710	767	881	966
yoy	%	4.4	-0.2	-2.3	8.1	14.8	9.7
EBITDA	십억원	885	894	892	976	1,147	1,234
세전이익	십억원	704	889	626	680	750	842
순이익(지배주주)	십억원	506	681	437	499	569	639
영업이익률%	%	4.8	4.4	4.2	4.4	4.6	4.7
EBITDA%	%	5.8	5.5	5.3	5.5	6.0	6.0
순이익률	%	3.3	4.2	2.6	2.8	3.0	3.1
EPS	원	13,483	18,147	11,663	13,307	15,160	17,027
PER	배	11.5	7.5	11.1	12.2	10.7	9.5
PBR	배	1.7	1.3	1.1	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA	배	8.2	7.1	6.6	7.8	6.3	5.4
ROE	%	15.4	18.2	10.6	11.2	11.5	11.4
순차입금	십억원	787	596	537	998	565	49
부채비율	%	129.1	105.2	103.9	106.6	98.5	90.8

현대글로벌비스 실적 추이 및 전망

(대, 억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
현대차 출하	1,659,482	1,865,771	1,702,929	1,956,073	1,661,152	1,823,340	1,787,151	1,928,077	7,177,764	7,276,795	7,199,720
내수	302,455	333,124	298,443	347,676	292,356	345,084	297,531	322,520	1,207,721	1,281,698	1,257,491
현대차	178,684	190,730	171,443	211,383	177,874	218,020	165,201	190,473	688,939	752,240	751,568
기아차	123,771	142,394	127,000	136,293	114,482	127,064	132,329	132,047	518,782	529,458	505,922
수출	437,760	496,561	447,585	563,936	463,126	529,538	459,579	532,611	1,947,559	1,945,842	1,984,854
현대차	223,116	251,319	238,491	294,976	229,896	268,538	224,058	281,646	963,938	1,007,902	1,004,138
기아차	214,644	245,242	209,094	268,960	233,230	261,000	235,521	250,965	983,621	937,940	980,716
해외생산	919,267	1,035,940	969,922	1,124,126	905,670	948,718	1,030,042	1,072,945	4,022,484	4,049,255	3,957,375
현대차	635,397	731,074	682,648	762,973	602,039	646,290	682,042	706,345	2,816,862	2,812,092	2,636,716
기아차	283,870	304,866	287,274	361,153	303,631	302,428	348,000	366,600	1,205,622	1,237,163	1,320,659
매출액	37,479	42,312	43,730	45,401	42,206	44,803	44,650	44,505	163,582	168,656	176,165
YoY	-5.8%	1.0%	3.5%	14.5%	12.6%	5.9%	2.1%	-1.4%	6.6%	3.1%	4.5%
국내물류	3,117	3,342	3,297	3,790	3,558	3,409	3,363	3,866	12,526	13,546	14,196
YoY	0.7%	5.3%	6.4%	20.1%	14.1%	2.0%	2.0%	2.0%	3.7%	8.1%	4.8%
해외물류	15,409	16,679	17,880	19,623	18,139	18,085	18,489	19,828	66,950	69,395	74,541
YoY	-3.0%	-3.2%	4.6%	17.2%	17.7%	8.4%	3.4%	2.1%	7.6%	3.7%	7.4%
PCC	3,372	3,705	3,736	4,667	4,482	4,663	4,436	5,009	14,100	15,284	18,590
YoY	-1.2%	1.4%	5.3%	33.9%	32.9%	25.9%	18.7%	12.0%	9.8%	8.4%	21.6%
별크선	2,886	2,973	3,947	3,911	3,572	3,092	3,552	3,520	13,021	13,717	13,736
YoY	1.9%	-11.6%	16.1%	14.2%	23.8%	4.0%	-10.0%	-10.0%	11.9%	5.3%	0.1%
기타	9,151	10,001	10,197	11,045	10,085	10,330	10,501	11,299	39,829	40,394	42,215
YoY	-5.1%	-2.0%	0.5%	12.3%	10.2%	3.3%	3.0%	2.3%	5.5%	1.4%	4.5%
CKD	13,018	15,897	16,660	16,274	15,541	16,843	16,717	14,915	61,987	61,779	64,016
YoY	-17.3%	1.1%	2.0%	14.7%	19.4%	5.9%	0.3%	-8.0%	3.3%	-0.3%	3.6%
중고차	1,013	1,155	1,103	1,131	1,117	1,201	1,147	1,176	3,871	4,402	4,642
YoY	4.0%	14.4%	14.2%	22.8%	10.3%	4.0%	4.0%	4.0%	1.1%	13.7%	5.4%
기타유통	4,922	5,239	4,790	4,583	3,851	5,265	4,934	4,720	18,248	19,534	18,770
YoY	20.7%	10.2%	0.6%	-1.5%	-21.8%	0.5%	3.0%	3.0%	19.5%	7.0%	-3.9%
영업이익	1,504	1,806	1,870	1,921	1,853	1,925	1,875	2,019	7,271	7,101	7,673
영업이익률	4.0%	4.3%	4.3%	4.2%	4.4%	4.3%	4.2%	4.5%	4.4%	4.2%	4.4%
YoY	-21.6%	-0.6%	2.2%	12.5%	23.2%	6.6%	0.3%	5.1%	-0.2%	-2.3%	8.1%

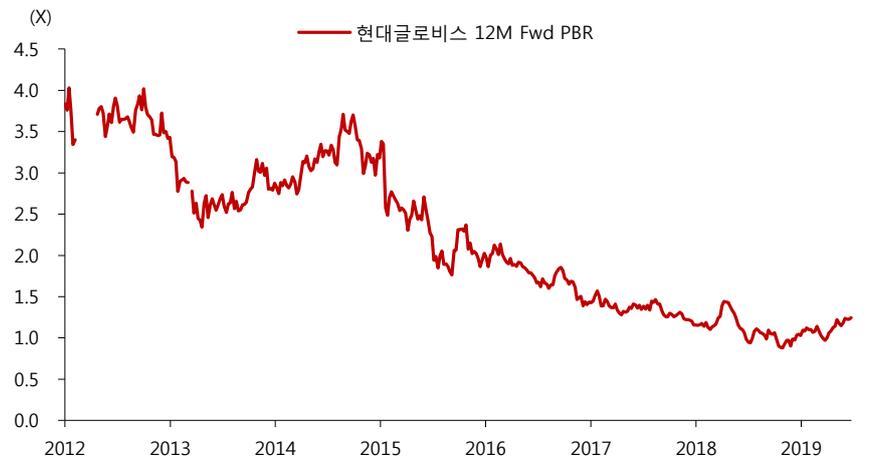
자료: 현대글로벌비스, SK 증권

현대글로벌비스 매출액, 영업이익, 영업이익률 추이 및 전망



자료 : 현대글로벌비스, SK 증권

현대글로벌비스 12M Fwd PBR 추이



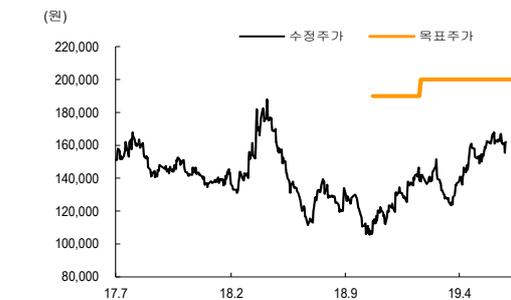
자료 : DataGuide, SK 증권

현대글로벌비스 목표주가 산출

(단위: 억원)	2Q20E	2Q21E	2Q22E
순이익(지배주주지분)	5,180	5,853	6,385
자본총계(지배주주지분)	47,352	53,370	59,170
ROE(지배주주지분)	10.9%	11.0%	10.8%
가중치	0.33	0.33	0.33
적정 ROE(지배주주지분)	10.9%		
영구성장률	1.0%		
자기자본비용	7.0%		
무위험수익률	1.4%		
리스크프리미엄	6.0%		
베타	0.92		
Target PBR	1.66		
12M Fwd BPS (원)	131,639		
목표 주가 (원)	200,000		
현재 주가 (원)	162,000		
상승 여력	23%		

자료: DataGuide, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고최저 주가대비
2019.07.08	매수	200,000원	6개월		
2019.04.29	매수	200,000원	6개월	-26.58%	-16.00%
2019.04.03	매수	200,000원	6개월	-31.43%	-24.25%
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 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 7월 8일 기준)

매수	90.98%	중립	9.02%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	3,872	4,458	4,596	5,327	6,118
현금및현금성자산	529	641	589	1,022	1,537
매출채권및기타채권	2,083	2,076	2,168	2,365	2,548
재고자산	661	912	953	1,039	1,119
비유동자산	4,314	4,230	5,034	5,100	5,174
장기금융자산	265	222	243	243	243
유형자산	3,356	3,247	4,015	4,072	4,126
무형자산	72	127	121	112	105
자산총계	8,186	8,688	9,630	10,428	11,292
유동부채	2,539	2,885	2,982	3,143	3,291
단기금융부채	900	1,198	1,220	1,220	1,220
매입채무 및 기타채무	1,311	1,408	1,471	1,605	1,728
단기충당부채	44	52	55	60	64
비유동부채	1,657	1,543	1,987	2,032	2,085
장기금융부채	708	659	1,096	1,096	1,096
장기매입채무 및 기타채무	605	533	533	533	533
장기충당부채	131	133	140	151	162
부채총계	4,196	4,428	4,969	5,174	5,375
지배주주지분	3,989	4,260	4,660	5,254	5,917
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	4,493	5,061	5,700
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	3,990	4,260	4,660	5,254	5,917
부채외자본총계	8,186	8,688	9,630	10,428	11,292

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	627	529	313	827	902
당기순이익(손실)	680	437	499	569	639
비현금성항목등	231	449	472	578	595
유형자산감가상각비	159	172	187	243	246
무형자산감가상각비	8	10	22	23	22
기타	21	7	15	63	63
운전자본감소(증가)	-129	-165	-502	-138	-128
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-78	-164	-172	-197	-182
재고자산감소(증가)	27	-97	-37	-87	-80
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-59	238	-309	134	124
기타	-20	-143	16	12	11
법인세납부	-155	-192	-157	-182	-204
투자활동현금흐름	-303	-353	-425	-293	-286
금융자산감소(증가)	24	-206	-46	0	0
유형자산감소(증가)	-356	-170	-405	-300	-300
무형자산감소(증가)	-5	-15	-15	-15	-15
기타	34	37	41	22	29
재무활동현금흐름	-360	-69	50	-101	-101
단기금융부채증가(감소)	-382	-13	-64	0	0
장기금융부채증가(감소)	196	133	19	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-113	-113	-124	0	0
기타	-63	-76	95	-101	-101
현금의 증가(감소)	-66	112	-52	433	515
기초현금	595	529	641	589	1,022
기말현금	529	641	589	1,022	1,537
FCF	402	304	305	481	558

자료 : 현대글로벌비스, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	16,358	16,866	17,617	19,220	20,701
매출원가	15,226	15,715	16,364	17,834	19,208
매출총이익	1,132	1,151	1,253	1,387	1,494
매출총이익률 (%)	6.9	6.8	7.1	7.2	7.2
판매비와관리비	405	441	486	506	528
영업이익	727	710	767	881	966
영업이익률 (%)	4.4	4.2	4.4	4.6	4.7
비영업손익	162	-84	-87	-131	-123
순금융비용	44	56	59	79	72
외환관련손익	166	-60	-2	-2	-2
관계기업투자등 관련손익	45	40	14	14	14
세전계속사업이익	889	626	680	750	842
세전계속사업이익률 (%)	5.4	3.7	3.9	3.9	4.1
계속사업법인세	209	189	181	182	204
계속사업이익	680	437	499	569	639
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	680	437	499	569	639
순이익률 (%)	4.2	2.6	2.8	3.0	3.1
지배주주	681	437	499	569	639
지배주주귀속 순이익률(%)	4.16	2.59	2.83	2.96	3.08
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	625	389	524	593	663
지배주주	625	389	524	593	663
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	894	892	976	1,147	1,234

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	6.6	3.1	4.5	9.1	7.7
영업이익	-0.2	-2.3	8.1	14.8	9.7
세전계속사업이익	26.4	-29.6	8.6	10.2	12.3
EBITDA	1.0	-0.2	9.4	17.6	7.6
EPS(계속사업)	34.6	-35.7	14.1	13.9	12.3
수익성 (%)					
ROE	18.2	10.6	11.2	11.5	11.4
ROA	8.4	5.2	5.5	5.7	5.9
EBITDA마진	5.5	5.3	5.5	6.0	6.0
안정성 (%)					
유동비율	152.5	154.5	154.1	169.5	185.9
부채비율	105.2	103.9	106.6	98.5	90.8
순차입금/자기자본	15.0	12.6	21.4	10.8	0.8
EBITDA/이자비용(배)	14.1	11.8	12.0	11.4	12.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	18,147	11,663	13,307	15,160	17,027
BPS	106,381	113,605	124,274	140,097	157,787
CFPS	22,591	16,511	18,863	22,264	24,174
주당 현금배당금	3,000	3,300	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	9.4	16.1	12.6	11.1	9.9
PER(최저)	7.4	9.1	9.3	8.2	7.3
PBR(최고)	1.6	1.7	1.4	1.2	1.1
PBR(최저)	1.3	0.9	1.0	0.9	0.8
PCR	6.0	7.8	8.6	7.3	6.7
EV/EBITDA(최고)	8.5	9.1	8.0	6.5	5.6
EV/EBITDA(최저)	7.0	5.6	6.3	5.0	4.2

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	3,045 십억원
주요주주	
CJ제일제당(외2)	40.17%
CJ대한통운 자사주	20.42%
외국인지분률	18.90%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(19/07/05)	133,500 원
KOSPI	2110.59 pt
52주 Beta	0.76
52주 최고가	190,500 원
52주 최저가	132,500 원
60일 평균 거래대금	11 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-13.0%	-14.7%
6개월	-18.4%	-22.2%
12개월	-21.2%	-15.8%

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

[2Q19 Preview] 또 다른 중장기적 리스크의 부각

동사의 2Q19 매출액은 2 조 5,731 억원, 영업이익은 636 억원이 전망됨. 2Q19 택배 ASP는 YoY 4% 상승, 동사 택배 물동량은 YoY 5% 성장한 것으로 추정됨. 최근 동사의 분기당 택배 출고량이 약 3 억박스인데 최근 쿠팡은 약 1.8 억박스까지 상승한 것으로 파악되어 중장기적 리스크가 부각됨. 그러나 타격이 아직 숫자로 확인되지 않고 있어 추정치에 큰 변화가 없음. 이에 투자의견 매수와 목표주가 210,000 원을 유지함

2Q19 매출액 2 조 5,731 억원, 영업이익 636 억원 전망

동사의 2Q19 매출액은 2 조 5,731 억원, 영업이익은 636 억원이 전망됨. 택배 단가는 계절적으로 2분기가 가장 낮다는 점을 감안했을 때 2Q19의 택배 ASP는 QoQ 0.6% 하락, YoY 4% 상승한 것으로 추정됨. 택배 물량은 시장 물동량이 YoY 8% 가량 성장했지만 동사의 물동량은 YoY 5% 가량 성장한 것으로 추정됨. 아울러 이번 분기에도 안전관리비용이 50 억원 가량 발생함. 2019년 연간으로 약 200 억원 가량이 발생할 것으로 추정되고 있음

쿠팡의 출고량 증가가 매섭다

최근 쿠팡은 일반 택배를 제외하고 로켓 배송 하루 출고량이 1 월 기준 하루 170 만 박스였던 것이 6 월 기준 200 만 박스에 도달했다는 소식이 전해졌음. 단순 환산했을 때 분기당 약 1.5 억 박스에서 1.8 억 박스로 출고량이 상승한 것임. 동사의 분기당 출고량이 약 3 억 박스 안팎을 보이고 있음을 감안하면 대단히 위협적인 성장세임. 택배 시장 물동량 숫자에 쿠팡에서 발생하는 물동량은 반영되지 않고 있는데 택배 시장 물동량의 성장률이 쿠팡의 성장률에 반비례로 하락할 중장기적 가능성이 있음

투자 의견 매수, 목표주가 210,000 원 유지

그러나 아직 쿠팡이 시장 택배 물동량에 미치는 타격은 숫자로는 정확히 파악되지 않고 있음. 그리고 택배 가격 인상도 공격적이지는 않지만 점진적으로 이뤄지고 있는 것도 사실임. 따라서 추정치에는 큰 변화가 없으며 이에 투자의견 매수와 목표주가 210,000 원을 유지함

영업실적 및 투자지표

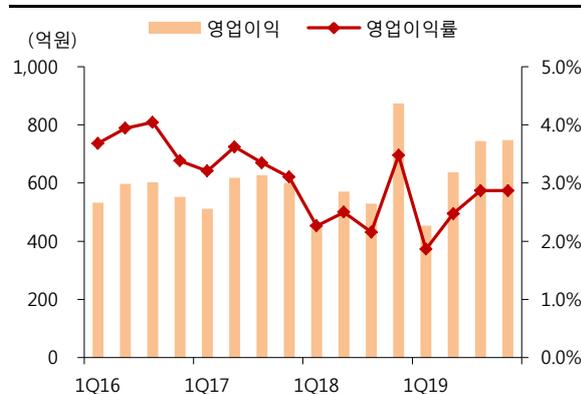
구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	6,082	7,110	9,220	10,206	10,908	11,789
yoy	%	20.3	16.9	29.7	10.7	6.9	8.1
영업이익	십억원	228	236	243	258	312	378
yoy	%	22.4	3.2	3.0	6.4	20.8	21.3
EBITDA	십억원	373	397	456	494	781	832
세전이익	십억원	91	73	85	72	366	522
순이익(지배주주)	십억원	56	31	38	37	263	381
영업이익률%	%	3.8	3.3	2.6	2.5	2.9	3.2
EBITDA%	%	6.1	5.6	5.0	4.8	7.2	7.1
순이익률	%	1.1	0.6	0.6	0.5	2.6	3.4
EPS	원	2,446	1,380	1,660	1,642	11,536	16,695
PER	배	73.2	101.4	100.6	81.3	11.6	8.0
PBR	배	1.7	1.4	1.4	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	배	16.6	14.4	15.6	12.0	7.0	5.9
ROE	%	2.4	1.3	1.5	1.3	8.3	10.8
순차입금	십억원	1,638	2,048	2,708	2,256	1,735	1,124
부채비율	%	101.6	126.7	150.9	172.4	164.6	154.1

CJ 대한통운 실적 추이 및 전망

(단위: 억원%)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
매출액	20,014	22,847	24,548	25,152	24,327	25,731	25,949	26,055	71,104	92,561	102,062
YoY	25.5%	33.8%	31.0%	30.0%	21.5%	12.6%	5.7%	3.6%	16.9%	30.2%	10.3%
CL	6,155	6,410	6,492	6,197	6,231	6,474	6,563	6,259	24,278	25,254	25,527
YoY	5.1%	6.3%	4.7%	0.0%	1.2%	1.0%	1.1%	1.0%	13.7%	7.0%	5.1%
택배	5,566	5,862	5,878	6,449	6,128	6,401	6,480	7,151	20,750	23,755	26,160
YoY	16.2%	15.0%	10.7%	16.1%	10.1%	9.2%	10.2%	10.9%	13.7%	14.5%	10.1%
글로벌	7,733	8,616	10,475	10,098	10,220	10,603	10,777	10,230	26,076	36,922	41,830
YoY	45.7%	44.8%	45.1%	32.9%	32.2%	23.1%	2.9%	1.3%	37.4%	41.6%	13.3%
건설	560	1,959	1,703	2,408	1,748	2,253	2,129	2,415		6,630	8,545
YoY					212.1%	15.0%	25.0%	0.3%			28.9%
매출총이익	1,753	2,083	2,065	2,379	2,049	2,378	2,503	2,437	7,562	8,280	9,367
CL	605	600	676	750	600	634	624	626	2,741	2,631	2,484
택배	439	586	359	482	387	544	667	665	2,055	1,866	2,264
글로벌	696	753	871	946	886	1,132	1,148	1,074	2,766	3,266	4,239
건설	13	144	159	201	176	68	64	72		517	380
매출총이익률	8.8%	9.1%	8.4%	9.5%	8.4%	9.2%	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%	6.3%	8.5%	10.3%	9.3%	9.9%	7.9%	8.7%
글로벌	9.0%	8.7%	8.3%	9.4%	8.7%	10.7%	10.7%	10.5%	10.6%	8.8%	10.1%
건설	2.3%	7.4%	9.3%	8.3%	10.1%	3.0%	3.0%	3.0%		7.8%	4.4%
영업이익	453	571	529	874	453	636	744	748	2,357	2,427	2,581
YoY	-11.5%	-7.6%	-15.6%	45.6%	0.1%	11.4%	40.7%	-14.4%	3.2%	3.0%	6.4%
영업이익률(%)	2.3%	2.5%	2.2%	3.5%	1.9%	2.5%	2.9%	2.9%	3.3%	2.6%	2.5%
세전이익	434	200	84	132	-134	49	157	161	733	850	233
세전이익률(%)	2.2%	0.9%	0.3%	0.5%	-0.6%	0.2%	0.6%	0.6%	1.0%	0.9%	0.2%

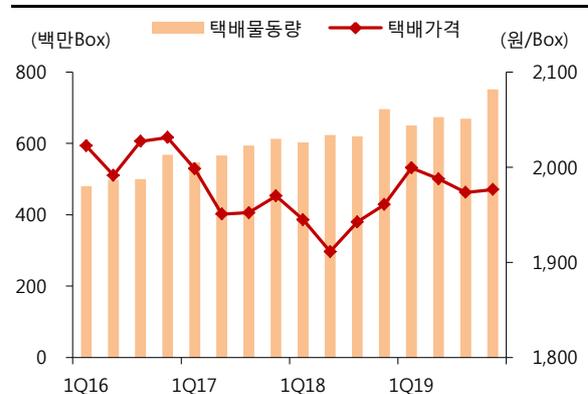
자료: CJ 대한통운, SK 증권

CJ 대한통운 영업이익과 영업이익률 추이 및 전망



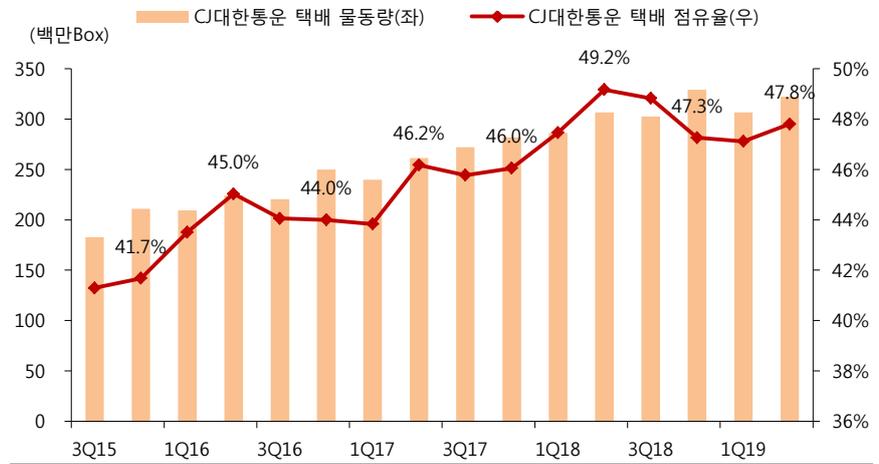
자료: Dart, SK 증권

택배 물동량과 택배 가격 추이 및 전망



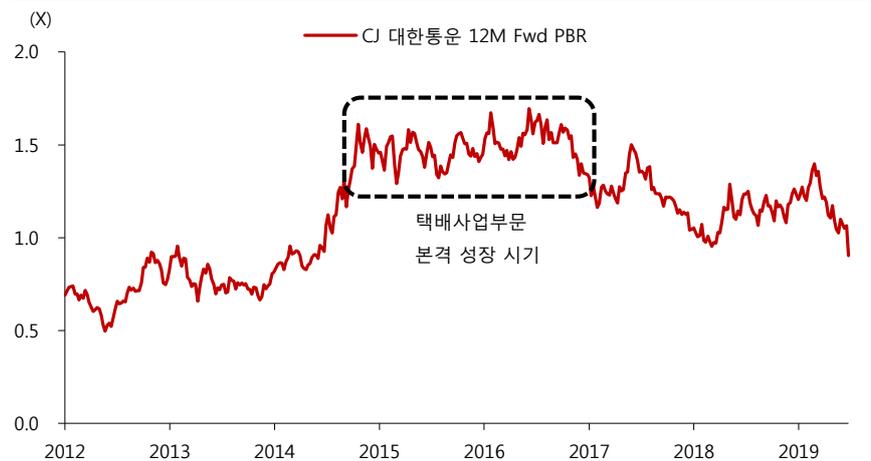
자료: CJ 대한통운, SK 증권

CJ 대한통운 택배 물동량과 택배 점유율 추이 및 전망



자료 : CJ 대한통운, SK 증권

CJ 대한통운 12M Fwd PBR 추이



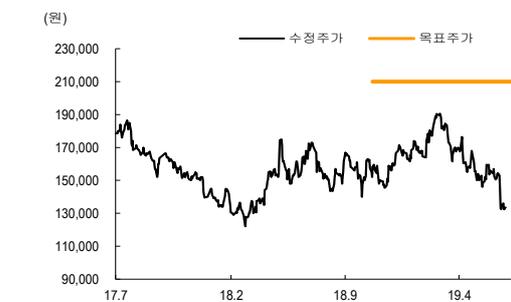
자료 : DataGuide, SK 증권

CJ 대한통운 목표 주가 산출

	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E
BPS(원)	155,442	155,187	156,092	158,306	162,255
Target BPS(원)	156,257				
Target PBR(배)	1.4				
목표 주가(원)	210,000				
현재 주가(원)	133,500				
상승 여력	57%				

자료 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고최저 주가대비
2019.07.08	매수	210,000원	6개월		
2019.05.03	매수	210,000원	6개월	-22.60%	-9.29%
2019.04.03	매수	210,000원	6개월	-20.47%	-9.29%
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 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 7월 8일 기준)

매수	90.98%	중립	9.02%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,804	2,181	3,957	4,618	5,405
현금및현금성자산	154	163	1,868	2,389	3,000
매출채권및기타채권	1,425	1,717	1,778	1,901	2,054
재고자산	16	21	22	24	25
비유동자산	4,505	5,696	5,741	5,601	5,472
장기금융자산	32	48	48	48	48
유형자산	2,430	3,306	3,362	3,300	3,243
무형자산	1,468	1,777	1,766	1,648	1,539
자산총계	6,309	7,877	9,698	10,220	10,877
유동부채	1,890	2,614	3,747	3,841	3,959
단기금융부채	743	1,296	2,382	2,382	2,382
매입채무 및 기타채무	1,020	1,062	1,100	1,176	1,271
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,636	2,124	2,390	2,517	2,638
장기금융부채	1,499	1,625	1,794	1,794	1,794
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	7	7	8	8
부채총계	3,526	4,738	6,137	6,358	6,597
지배주주지분	2,372	2,662	3,052	3,321	3,708
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	0	0	0
이익잉여금	574	600	636	899	1,280
비지배주주지분	411	477	509	540	572
자본총계	2,783	3,139	3,561	3,862	4,280
부채외자본총계	6,309	7,877	9,698	10,220	10,877

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	291	135	1,489	649	650
당기순이익(손실)	39	52	52	278	395
비현금성항목등	335	382	527	504	436
유형자산감가상각비	121	156	172	312	307
무형자산상각비	41	58	64	157	147
기타	60	26	188	104	104
운전자본감소(증가)	-53	-254	924	-43	-55
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-223	-59	-393	-122	-154
재고자산감소(증가)	0	-1	1	-2	-2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	85	-9	84	76	95
기타	85	-185	1,233	5	5
법인세납부	-30	-45	-14	-89	-126
투자활동현금흐름	-679	-831	-276	39	128
금융자산감소(증가)	-2	-1	20	0	0
유형자산감소(증가)	-473	-487	-304	-250	-250
무형자산감소(증가)	-39	-38	-38	-38	-38
기타	-165	-305	46	327	416
재무활동현금흐름	401	692	489	-167	-167
단기금융부채증가(감소)	0	0	1,221	0	0
장기금융부채증가(감소)	456	617	-931	0	0
자본의증가(감소)	0	0	349	0	0
배당금의 지급	-1	-2	0	0	0
기타	-54	77	-150	-167	-167
현금의 증가(감소)	16	9	1,704	521	611
기초현금	139	154	163	1,868	2,389
기말현금	154	163	1,868	2,389	3,000
FCF	-205	-20	67	374	396

자료 : CI대한통운, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	7,110	9,220	10,206	10,908	11,789
매출원가	6,354	8,392	9,270	9,864	10,645
매출총이익	756	828	937	1,044	1,145
매출총이익률 (%)	10.6	9.0	9.2	9.6	9.7
판매비와관리비	521	585	678	733	766
영업이익	236	243	258	312	378
영업이익률 (%)	3.3	2.6	2.5	2.9	3.2
비영업손익	-163	-158	-186	54	143
순금융비용	51	81	81	-160	-249
외환관련손익	-13	-2	0	-2	-2
관계기업투자등 관련손익	-21	-29	0	0	0
세전계속사업이익	73	85	72	366	522
세전계속사업이익률 (%)	1.0	0.9	0.7	3.4	4.4
계속사업법인세	34	33	20	89	126
계속사업이익	39	52	52	278	395
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	39	52	52	278	395
순이익률 (%)	0.6	0.6	0.5	2.6	3.4
지배주주	31	38	37	263	381
지배주주귀속 순이익률(%)	0.44	0.41	0.37	2.41	3.23
비지배주주	7	14	14	14	14
총포괄이익	-11	55	75	301	419
지배주주	26	33	43	269	387
비지배주주	-37	23	32	32	32
EBITDA	397	456	494	781	832

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	16.9	29.7	10.7	6.9	8.1
영업이익	3.2	3.0	6.4	20.8	21.3
세전계속사업이익	-19.7	16.3	-15.3	408.4	42.4
EBITDA	6.3	15.0	8.3	58.0	6.5
EPS(계속사업)	-43.6	20.3	-1.1	602.4	44.7
수익성 (%)					
ROE	1.3	1.5	1.3	8.3	10.8
ROA	0.7	0.7	0.6	2.8	3.8
EBITDA마진	5.6	5.0	4.8	7.2	7.1
안정성 (%)					
유동비율	95.4	83.4	105.6	120.2	136.5
부채비율	126.7	150.9	172.4	164.6	154.1
순차입금/자기자본	73.6	86.3	63.4	44.9	26.3
EBITDA/이자비용(배)	7.2	5.3	4.2	4.7	5.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,380	1,660	1,642	11,536	16,695
BPS	103,964	116,702	133,801	145,596	162,549
CFPS	8,453	11,027	11,998	32,108	36,572
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	144.6	105.4	116.0	16.5	11.4
PER(최저)	101.1	73.5	80.7	11.5	7.9
PBR(최고)	1.9	1.5	1.4	1.3	1.2
PBR(최저)	1.3	1.1	1.0	0.9	0.8
PCR	16.6	15.1	11.1	4.2	3.7
EV/EBITDA(최고)	17.9	16.0	14.7	8.7	7.4
EV/EBITDA(최저)	14.4	13.3	12.0	7.0	5.9

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	2,741 십억원
주요주주	
한진칼(외14)	33.36%
국민연금공단	11.15%
외국인지분률	25.50%
배당수익률	0.90%

Stock Data

주가(19/07/05)	28,900 원
KOSPI	2110.59 pt
52주 Beta	0.84
52주 최고가	37,750 원
52주 최저가	25,450 원
60일 평균 거래대금	25 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-10.0%	-11.7%
6개월	-10.7%	-14.9%
12개월	4.1%	11.4%

대한항공 (003490/KS | 매수(유지) | T.P 41,000 원(하향))

[2Q19 Preview] 반복되는 일회성 비용과 델타항공의 역습

동사의 2Q19 매출액은 3 조, 1,238 억원, 영업손실 105 억원이 전망됨. 안전장려금, 엔진 정비비 등이 재차 발생했고, 전년 대비 원화 약세분이 급유단가 하락 분보다 커서 연료유류비도 증가함. 따라서 연간 영업이익 추정치를 대폭 하향 조정함. 아울러 델타항공의 한진칼 지분 인수 소식도 센터를 악화시킴. 이에 투자의견은 매수를 유지하지만 목표 주가는 41,000 원으로 하향 조정함

2Q19 매출액 3 조 1,238 억원, 영업손실 105 억원 전망

동사의 2Q19 매출액은 3 조, 1,238 억원, 영업손실 105 억원이 전망되어 7 월 4 일 기준 컨센서스인 영업이익 컨센서스인 578 억원을 크게 하회할 것으로 전망됨. 여객 부분의 호조를 화물 부분의 큰 부진이 가리고 있음. 그리고 이번 분기에도 안전장려금과 2017, 2018 년치 조종사 노조 임금 협상분, 엔진 정비비 등의 일회성 비용이 재차 발생함. 또한 임금이 인상되어 인건비 자체도 전년 대비 증가할 것으로 전망됨. 연료유류비도 8,787 억원 정도가 발생할 것으로 보임. 급유단가는 YoY 2% 가량 빠졌는데 환율이 8% 가량 올라(2Q18 평균 1,079.9 원/\$ → 2Q19 평균 1,166.5 원/\$) 전체적인 유류비가 상승할 수 밖에 없었음

델타항공의 역습

최근 동사와 JV 를 맺고 있는 델타항공이 한진칼 지분 4.3%를 인수하면서 KCGI 의 정보에 제동이 걸린 상황임. 델타항공의 한진칼 지분은 사실상 총수 일가의 우호 지분으로 분류되어 동사 주가에도 악재로 작용하고 있다는 판단임. 물론 내년 3 월 정기 주총을 목표로 KCGI 가 조치를 취할 것이지만 변동성이 커진 것은 사실임

투자 의견은 매수 유지, 목표 주가는 41,000 원으로 하향

예상보다 크게 부진한 화물 부문 실적, 전년 대비 낮은 유가 수준이라는 호재를 상쇄시키는 비우호적 환율 여건, 분기마다 지속 발생하는 일회성 비용으로 연간 영업이익 추정치를 대폭 하향 조정함(1 조 177 억원 → 6,952 억원). 이에 투자 의견은 매수를 유지하지만 목표 주가는 41,000 원으로 하향 조정함

영업 실적 및 투자 지표

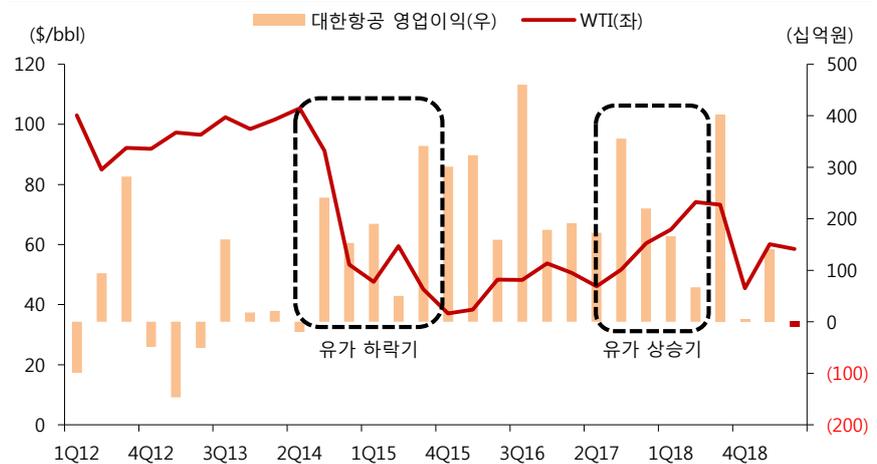
구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	11,732	12,092	13,020	12,908	13,293	13,593
yoy	%	1.6	3.1	7.7	-0.9	3.0	2.3
영업이익	십억원	1,121	940	640	695	875	895
yoy	%	26.9	-16.2	-31.9	8.6	25.9	2.3
EBITDA	십억원	2,872	2,633	2,382	2,656	2,997	2,884
세전이익	십억원	-717	1,122	-209	126	264	325
순이익(지배주주)	십억원	-565	792	-193	77	192	238
영업이익률%	%	9.6	7.8	4.9	5.4	6.6	6.6
EBITDA%	%	24.5	21.8	18.3	20.6	22.6	21.2
순이익률	%	-4.8	6.6	-1.4	0.7	1.5	1.8
EPS	원	-7,137	8,548	-2,012	804	2,002	2,483
PER	배	N/A	4.0	N/A	35.9	14.4	11.6
PBR	배	1.2	0.9	1.1	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	5.8	6.4	7.4	6.8	5.5	5.3
ROE	%	-27.2	29.4	-5.9	2.5	5.6	6.1
순차입금	십억원	13,307	12,320	12,819	13,215	11,761	10,453
부채비율	%	1,178.1	557.1	743.7	735.4	655.5	584.0

대한항공 실적 추이 및 전망

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
매출액(억원)	31,020	31,057	35,179	32,986	31,389	31,238	34,022	32,434	121,906	130,242	129,083
YoY(%)	8.0%	7.1%	9.5%	2.9%	1.2%	0.6%	-3.3%	-1.7%	3.9%	6.8%	-0.9%
여객 매출액(억원)	18,520	18,468	21,280	19,107	19,057	19,436	20,034	19,321	70,455	77,375	77,848
YoY(%)	10.3%	8.8%	10.7%	9.4%	2.9%	5.2%	-5.9%	1.1%	1.1%	9.8%	0.6%
ASK(백만)	24,441	24,831	25,738	24,933	24,570	25,279	26,247	25,371	98,131	99,943	101,467
YoY(%)	5.4%	2.8%	-0.7%	0.3%	0.5%	1.8%	2.0%	1.8%	1.5%	1.8%	1.5%
RPK(백만)	19,348	20,043	21,040	19,686	19,703	21,189	21,261	19,964	77,842	80,189	82,116
YoY(%)	4.2%	4.4%	0.2%	3.1%	1.8%	5.7%	1.0%	1.0%	2.5%	3.0%	2.4%
L/F(%)	79.2%	80.7%	81.7%	79.0%	80.2%	83.8%	81.0%	78.7%	79.3%	80.2%	80.9%
YoY(%pt)	-0.9%	1.3%	0.8%	2.2%	1.0%	3.1%	-0.7%	-0.6%	0.8%	0.9%	0.9%
Yield(원)	95.7	92.1	101.1	90.0	96.7	91.7	94.2	96.8	90.5	96.5	94.8
YoY(%)	5.8%	4.2%	10.4%	-1.6%	1.0%	-0.4%	-6.8%	7.5%	-1.4%	6.6%	-1.7%
화물 매출액(억원)	6,976	7,125	7,542	8,479	6,446	6,161	7,566	7,664	28,087	30,122	27,837
YoY(%)	9.1%	5.9%	7.7%	6.5%	-7.6%	-13.5%	0.3%	-9.6%	14.9%	7.2%	-7.6%
AFTK(백만)	2,622	2,665	2,713	2,836	2,603	2,518	2,631	2,852	10,944	10,823	10,604
YoY(%)	1.5%	-1.7%	-2.9%	-0.6%	-0.7%	-5.5%	-3.0%	1.0%	3.0%	-1.1%	-2.0%
FTK(백만)	2,009	2,023	2,078	2,177	1,821	1,760	1,913	2,208	8,593	8,293	7,702
YoY(%)	-0.5%	-4.3%	-4.6%	-4.5%	-9.4%	-13.0%	-8.0%	1.2%	5.3%	-3.5%	-7.1%
L/F(%)	76.6%	75.9%	76.6%	76.8%	70.0%	69.9%	72.7%	77.4%	78.5%	76.6%	72.6%
YoY(%pt)	-1.6%	-2.0%	-1.4%	-3.1%	-6.7%	-6.0%	-4.0%	0.2%	1.7%	-1.9%	-5.2%
Yield(원)	315.9	324.4	362.9	335.2	326.0	321.2	362.9	318.4	326.9	363.2	361.4
YoY(%)	10.5%	12.4%	24.2%	-4.0%	3.2%	-1.0%	0.0%	-5.0%	9.2%	11.1%	-0.5%
영업비용(억원)	29,357	30,391	31,160	32,892	29,983	31,343	30,693	30,111	111,524	123,800	122,131
YoY(%)	9.8%	11.2%	9.0%	13.9%	2.1%	3.1%	-1.5%	-8.5%	5.1%	11.0%	-1.3%
연료유류비	7,263	7,928	8,759	8,880	7,217	8,787	8,059	7,878	26,028	32,831	31,941
YoY(%)	15.1%	29.3%	33.9%	26.1%	-0.6%	10.8%	-8.0%	-11.3%	19.6%	26.1%	-2.7%
인건비	6,062	6,318	5,810	6,177	5,770	6,243	6,071	5,422	22,467	24,368	23,506
YoY(%)	17.6%	8.6%	1.7%	6.8%	-4.8%	-1.2%	4.5%	-12.2%	6.3%	8.5%	-3.5%
감가상각비	4,283	4,414	4,448	4,272	5,187	4,369	4,492	4,229	16,930	17,417	18,278
YoY(%)	3.0%	4.6%	2.6%	1.4%	21.1%	-1.0%	1.0%	-1.0%	-3.3%	2.9%	4.9%
공항관련비	2,668	2,728	2,875	2,970	2,914	2,700	2,847	2,940	10,653	11,241	11,402
YoY(%)	2.7%	8.8%	3.8%	6.8%	9.2%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-2.8%	5.5%	1.4%
판매수수료	1,068	1,088	1,134	1,116	1,001	1,099	1,146	1,005	3,035	3,234	4,406
YoY(%)	40.3%	38.4%	35.7%	31.2%	-6.3%	1.0%	1.0%	-10.0%	1.8%	6.5%	36.3%
영업이익(억원)	1,663	667	4,018	54	1,406	-105	3,329	2,323	10,382	6,403	6,952
YoY(%)	-16.0%	-59.9%	13.0%	-98.3%	-15.5%	-115.8%	-17.1%	4184.3%	-7.4%	-38.3%	8.6%
영업이익률	5.4%	2.1%	11.4%	0.2%	4.5%	-0.3%	9.8%	7.2%	8.5%	4.9%	5.4%

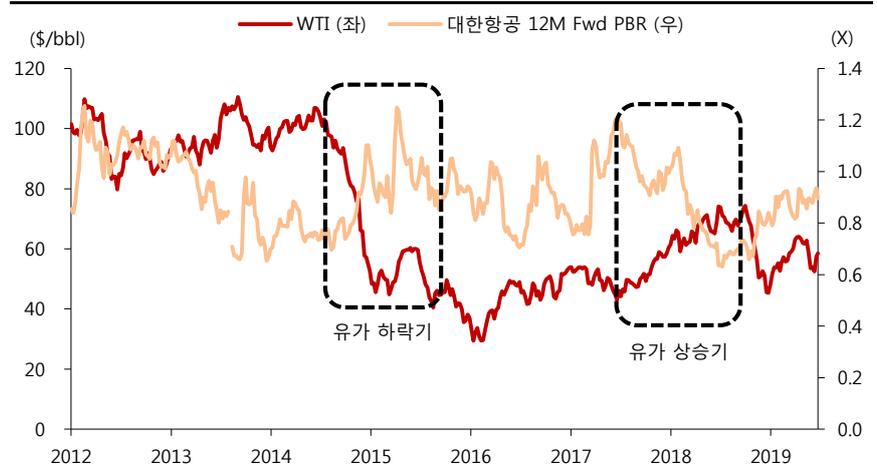
자료: 대한항공, SK 증권

국제유가와 대한항공 영업이익 추이 및 추정치



자료 : DataGuide, SK 증권

국제유가와 대한항공 12M Fwd PBR 추이



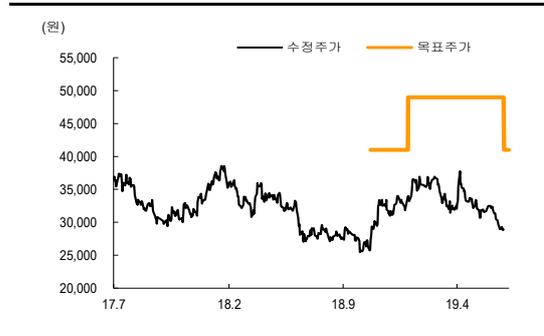
자료 : DataGuide, SK 증권

대한항공 목표 주가 산출

	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E
BPS(원)	30,563	32,562	34,668	34,774	34,680
Target BPS(원)	34,171				
Target PBR(배)	1.2				
목표 주가(원)	41,000				
현재 주가(원)	28,900				
상승 여력	42%				

자료 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고최저 주가대비
2019.07.08	매수	41,000원	6개월		
2019.04.03	매수	49,000원	6개월	-31.74%	-22.96%
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 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 7월 8일 기준)

매수	90.98%	중립	9.02%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	3,582	3,872	5,109	6,624	7,980
현금및현금성자산	761	1,504	2,755	4,209	5,517
매출채권및기타채권	908	816	803	827	846
재고자산	683	1,030	1,014	1,044	1,068
비유동자산	21,066	21,707	22,681	21,831	21,109
장기금융자산	304	284	498	498	498
유형자산	18,907	19,648	19,996	18,897	17,929
무형자산	364	301	274	250	229
자산총계	24,649	25,580	27,790	28,455	29,088
유동부채	6,638	7,522	7,826	7,920	7,993
단기금융부채	4,143	4,326	4,681	4,681	4,681
매입채무 및 기타채무	320	292	288	296	303
단기충당부채	0	37	37	38	39
비유동부채	14,259	15,026	16,637	16,769	16,843
장기금융부채	9,511	10,264	11,575	11,575	11,575
장기매입채무 및 기타채무	5	4	4	4	4
장기충당부채	138	149	146	152	156
부채총계	20,898	22,548	24,463	24,689	24,836
지배주주지분	3,629	2,909	3,202	3,638	4,121
자본금	480	480	480	480	480
자본잉여금	946	946	720	720	720
기타자본구성요소	72	72	774	774	774
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	577	82	356	548	787
비지배주주지분	122	123	125	128	131
자본총계	3,751	3,032	3,327	3,767	4,253
부채외자본총계	24,649	25,580	27,790	28,455	29,088

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	2,773	2,746	2,924	3,085	2,897
당기순이익(손실)	802	-186	85	200	246
비현금성항목등	2,018	2,828	2,659	2,797	2,638
유형자산감가상각비	1,648	1,712	1,935	2,099	1,968
무형자산상각비	45	29	26	23	21
기타	578	243	-42	-119	-119
운전자본감소(증가)	-41	141	344	151	92
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-19	-112	34	-24	-19
재고자산감소(증가)	-116	-191	18	-30	-24
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	5	60	-18	9	7
기타	89	384	309	197	128
법인세납부	-5	-37	-163	-64	-79
투자활동현금흐름	-2,007	-611	-536	-913	-872
금융자산감소(증가)	-297	348	42	0	0
유형자산감소(증가)	-1,795	-1,198	-646	-1,000	-1,000
무형자산감소(증가)	1	1	1	1	1
기타	84	239	67	86	127
재무활동현금흐름	-1,036	-1,408	-1,152	-717	-717
단기금융부채증가(감소)	-4,580	-3,543	-794	0	0
장기금융부채증가(감소)	2,744	2,180	300	0	0
자본의증가(감소)	453	0	0	0	0
배당금의 지급	-34	-68	-24	0	0
기타	380	24	-653	-717	-717
현금의 증가(감소)	-329	743	1,251	1,454	1,308
기초현금	1,090	761	1,504	2,755	4,209
기말현금	761	1,504	2,755	4,209	5,517
FCF	393	1,569	1,780	1,937	1,760

자료 : 대한항공, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	12,092	13,020	12,908	13,293	13,593
매출원가	9,991	11,004	10,914	11,080	11,330
매출총이익	2,101	2,017	1,994	2,213	2,263
매출총이익률 (%)	17.4	15.5	15.5	16.7	16.7
판매비와관리비	1,161	1,376	1,299	1,338	1,368
영업이익	940	640	695	875	895
영업이익률 (%)	7.8	4.9	5.4	6.6	6.6
비영업손익	182	-849	-569	-612	-571
순금융비용	427	505	594	631	590
외환관련손익	995	-363	-100	-100	-100
관계기업투자등 관련손익	-15	1	0	0	0
세전계속사업이익	1,122	-209	126	264	325
세전계속사업이익률 (%)	9.3	-1.6	1.0	2.0	2.4
계속사업법인세	320	-23	41	64	79
계속사업이익	802	-186	85	200	246
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	802	-186	85	200	246
순이익률 (%)	6.6	-1.4	0.7	1.5	1.8
지배주주	792	-193	77	192	238
지배주주귀속 순이익률(%)	6.55	-1.48	0.6	1.45	1.75
비지배주주	10	7	8	8	8
총포괄이익	1,106	-418	325	440	486
지배주주	1,089	-420	322	437	483
비지배주주	17	2	3	3	3
EBITDA	2,633	2,382	2,656	2,997	2,884

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	3.1	7.7	-0.9	3.0	2.3
영업이익	-16.2	-31.9	8.6	25.9	2.3
세전계속사업이익	흑전	적전	흑전	108.7	23.1
EBITDA	-8.3	-9.5	11.5	12.8	-3.8
EPS(계속사업)	흑전	적전	흑전	149.0	24.0
수익성 (%)					
ROE	29.4	-5.9	2.5	5.6	6.1
ROA	3.3	-0.7	0.3	0.7	0.9
EBITDA마진	21.8	18.3	20.6	22.6	21.2
안정성 (%)					
유동비율	54.0	51.5	65.3	83.6	99.8
부채비율	557.1	743.7	735.4	655.5	584.0
순차입금/자기자본	328.4	422.8	397.3	312.2	245.8
EBITDA/이자비용(배)	5.8	4.4	4.1	4.2	4.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	8,548	-2,012	804	2,002	2,483
BPS	37,824	30,313	33,365	37,917	42,949
CFPS	26,833	16,139	21,239	24,113	23,207
주당 현금배당금	250	250	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	4.5	N/A	46.9	18.9	15.2
PER(최저)	2.9	N/A	35.8	14.4	11.6
PBR(최고)	1.0	1.3	1.1	1.0	0.9
PBR(최저)	0.7	0.8	0.9	0.8	0.7
PCR	1.3	2.1	1.4	1.2	1.3
EV/EBITDA(최고)	6.6	7.6	7.1	5.8	5.6
EV/EBITDA(최저)	5.9	7.1	6.8	5.5	5.3

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	2,635 십억원
주요주주	
하림지주(외29)	54.90%
국민연금공단	6.02%
외국인지분률	10.90%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(19/07/05)	4,930 원
KOSPI	2110.59 pt
52주 Beta	1.05
52주 최고가	5,360 원
52주 최저가	4,030 원
60일 평균 거래대금	6 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	12.3%	10.1%
6개월	10.4%	5.2%
12개월	4.5%	11.7%

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

[2Q19 Preview] 부진한 벌크선 폐선률이 아쉽다

동사의 2Q19 매출액은 5,696 억원, 영업이익은 447 억원이 전망됨. 평균 BDI 가 1Q19 798pts에서 2Q19에 983pts까지 상승하며 벌크 사업부 매출이 성장함. 그러나 곡물 부문 적자 확대로 영업이익 성장은 제한됨. 아울러 IMO2020 을 앞두고 벌크선 폐선이 부진해 BDI 반등 여력도 제한되고 있음. Vale 광산도 전체 재가동까지 추가적인 시간이 필요함. 이에 투자의견 매수와 목표주가 6,000 원을 유지함

2Q19 매출액 5,696 억원, 영업이익 447 억원 전망

동사의 2Q19 매출액은 5,696 억원, 영업이익은 447 억원이 전망됨. 최근 Vale 의 광산 몇 곳이 재가동에 들어가며 평균 BDI 가 1Q19 798pts에서 2Q19에 983pts까지 상승함. 이에 벌크 사업부 매출액이 QoQ 7.7% 성장함. 하지만 영업이익 단에서는 곡물 부문의 적자 폭이 확대되며 QoQ 플랫폼한 실적이 추정됨.

예상보다도 부진한 폐선량

지난 1 월 8 일 발간한 'Cyclical Bulletin Release 16: 중국, 철강, 그리고 BDI' 자료에서 벌크선이 2019 년, 2020 년 합산 1 억톤 가량이 폐선 되면 산술적으로 BDI 가 2,758pts에 도달할 수 있다고 밝힌 바 있음. 그런데 Clarksons Research 에 따르면 올해 상반기 벌크선 폐선량은 451 만 DWT 에 불과했음. IMO2020 을 앞두고 예상보다 벌크선의 폐선이 매우 부진한 상황임. Vale 의 광산 전체가 재가동되기까지도 시간이 필요할 것으로 보임. 브라질 당국과의 힘겨루기가 계속되고 있기 때문임. 게다가 미중 무역전쟁이라는 대외적 변수도 여전히 상존하고 있음. 따라서 BDI 의 구조적 반등 여력도 당연히 제한된다고 판단함.

투자 의견 매수, 목표주가 6,000 원 유지

하반기에는 IMO2020 을 앞두고 선주들의 대응이 조금 더 본격화될 것임. 따라서 상반기보다는 벌크선 폐선량도 소폭 증가할 것으로 판단됨. 그러나 상반기가 워낙 부진했기 때문에 연간 폐선량은 기대에 못 미칠 것임. 이에 투자의견 매수와 목표주가 6,000 원 을 유지함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	1,874	2,336	2,668	2,409	2,573	2,697
yoy	%	3.0	24.7	14.2	-9.7	6.8	4.8
영업이익	십억원	168	195	204	203	263	306
yoy	%	-26.8	16.2	4.6	-0.5	29.7	16.1
EBITDA	십억원	337	363	372	380	447	479
세전이익	십억원	99	143	149	140	199	247
순이익(지배주주)	십억원	98	143	152	119	158	194
영업이익률%	%	9.0	8.4	7.6	8.4	10.2	11.3
EBITDA%	%	18.0	15.5	14.0	15.8	17.4	17.8
순이익률	%	5.2	6.1	5.6	4.7	5.9	7.0
EPS	원	184	268	285	223	295	363
PER	배	21.7	19.7	15.6	22.1	16.7	13.6
PBR	배	0.8	1.2	0.9	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	10.1	10.5	8.8	9.1	7.2	5.9
ROE	%	4.0	5.8	6.1	4.3	5.1	5.7
순차입금	십억원	1,256	965	894	817	568	205
부채비율	%	68.8	61.6	54.8	51.8	47.4	43.2

팬오션 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
매출액	5,655	6,788	7,715	6,525	5,348	5,696	6,898	6,148	23,362	26,684	24,090
1. 해운업	5,218	6,066	6,540	6,307	5,112	5,433	5,811	5,836	20,912	24,130	22,192
벌크	4,352	5,123	5,564	5,254	4,154	4,476	4,744	4,721	17,425	20,293	18,094
YoY	7.3%	16.8%	24.5%	16.4%	-4.6%	-12.6%	-14.7%	-10.1%	25.8%	16.5%	-10.8%
QoQ	-3.6%	17.7%	8.6%	-5.6%	-20.9%	7.7%	6.0%	-0.5%			
컨테이너	479	562	605	658	590	534	635	691	1,888	2,303	2,450
YoY	17.1%	17.6%	22.8%	29.2%	23.2%	-5.0%	5.0%	5.0%	18.1%	22.0%	6.3%
QoQ	-5.9%	17.4%	7.6%	8.8%	-10.3%	-9.5%	18.9%	8.8%			
탱커선	316	305	294	330	302	333	339	346	1,388	1,244	1,320
YoY	-15.2%	-13.8%	-9.4%	-2.5%	-4.2%	9.1%	15.5%	5.0%	-20.2%	-10.4%	6.1%
QoQ	-6.6%	-3.4%	-3.6%	12.2%	-8.3%	10.0%	2.0%	2.0%			
해운기타	71	75	78	66	66	90	93	79	209	290	328
YoY	16.0%	47.2%	57.6%	37.4%	-7.7%	20.0%	20.0%	20.0%	1.7%	38.3%	13.2%
QoQ	49.0%	6.0%	2.9%	-15.5%	0.1%	37.8%	2.9%	-15.5%			
2. 곡물사업	537	895	1,329	397	337	358	1,223	417	3,023	3,158	2,335
YoY	27.0%	-27.8%	100.4%	-42.9%	-37.2%	-60.0%	-8.0%	5.0%	28.8%	4.5%	-26.1%
QoQ	-22.9%	66.8%	48.5%	-70.1%	-15.2%	6.2%	241.5%	-65.9%			
3. 기 타	276	262	287	295	298	276	315	309	1,136	1,120	1,198
YoY	11.1%	-14.1%	-0.7%	0.2%	7.8%	5.0%	10.0%	5.0%	51.6%	-1.5%	7.0%
QoQ	-6.1%	-4.9%	9.2%	2.9%	1.0%	-7.4%	14.4%	-1.8%			
(내부거래)	-375	-435	-441	-426	-398	-371	-451	-415	-1,708	-1,677	-1,634
YoY	9.9%	-11.3%	-1.5%	-0.6%	6.1%	-14.8%	2.3%	-2.7%	-2.9%	-1.8%	-2.5%
QoQ	-12.4%	15.8%	1.3%	-3.3%	-6.5%	-7.0%	21.6%	-8.0%			
매출원가	5,049	6,102	6,976	5,776	4,717	5,076	6,322	5,219	20,721	23,903	21,334
용선료	1,353	1,735	1,781	1,607	1,116	1,246	1,433	1,397	4,787	6,476	5,192
연료비	1,239	1,442	1,620	1,531	1,263	1,302	1,266	1,258	4,696	5,831	5,089
영업이익	440	501	575	524	450	447	380	754	1,950	2,039	2,029
BDI(pts)	1,175	1,260	1,607	1,363	798	983	1,278	1,214	1,145	1,351	1,068
WTI(\$/bbl)	62.9	68.0	69.6	58.8	54.9	60.1	55.0	54.0	50.9	64.8	56.0

자료: 팬오션 SK 증권

2019년 1분기 말 기준 CVC 수행 현황 (29 척)

화주명	운영 선박	잔여 계약기간	IMO SOx 규제 대응	비고
Vale	8척	17.8년	스크러버 설치	
발전자회사	7척	9.5년	LSFO	남부 3척, 남동 2척, 중부 1척, 동서 1척
Suzano (ex Fibria)	7척	18.0년	LSFO	
포스코	4척	9.9년	2척 스크러버, 2척 LSFO	
현대제철	3척	11.2년	LSFO	
합계	29척	14.1년		

자료: 팬오션 SK 증권

2019년 1분기 말 기준 도입 예정 선박 (18 척)

선종	Size	척수	인도 예정 시점	비고
벌크	62,000 DWT	3척	2019.5 ~ 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		18척		

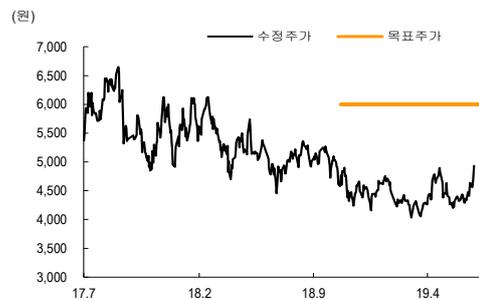
자료: 팬오션 SK 증권

팬오션 목표 주가 산출

	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E
BPS(원)	5,399	5,389	5,491	5,641	5,940
Target BPS(원)	5,480				
Target PBR(배)	1.2				
목표 주가(원)	6,000				
현재 주가(원)	4,930				
상승 여력	22%				

자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고최저 주가대비
2019.07.08	매수	6,000원	6개월		
2019.04.03	매수	6,000원	6개월	-25.90%	-17.83%
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 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 7월 8일 기준)

매수	90.98%	중립	9.02%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	613	692	821	1,100	1,485
현금및현금성자산	208	209	367	617	980
매출채권및기타채권	105	145	137	146	153
재고자산	50	61	58	61	64
비유동자산	3,281	3,427	3,634	3,689	3,670
장기금융자산	19	18	18	18	18
유형자산	3,224	3,363	3,451	3,354	3,182
무형자산	10	9	8	7	6
자산총계	3,894	4,120	4,455	4,789	5,155
유동부채	545	671	808	829	843
단기금융부채	320	384	538	541	541
매입채무 및 기타채무	113	101	95	102	107
단기충당부채	3	3	2	3	3
비유동부채	939	789	712	711	713
장기금융부채	902	746	671	669	669
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	32	33	31	33	35
부채총계	1,485	1,459	1,519	1,540	1,556
지배주주지분	2,389	2,644	2,924	3,243	3,599
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	204	362	556
비지배주주지분	21	17	11	6	0
자본총계	2,410	2,660	2,935	3,249	3,599
부채외자본총계	3,894	4,120	4,455	4,789	5,155

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	313	327	373	388	411
당기순이익(손실)	141	149	112	151	187
비현금성항목등	218	233	271	295	291
유형자산감가상각비	167	167	176	182	172
무형자산감가상각비	1	1	1	1	1
기타	1	12	3	11	11
운전자본감소(증가)	-46	-53	17	-11	-8
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-15	-22	34	-9	-7
재고자산감소(증가)	-8	-8	5	-4	-3
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	11	-4	-60	6	5
기타	-34	-20	39	-4	-3
법인세납부	-1	-1	-27	-48	-60
투자활동현금흐름	-117	-127	-109	-76	14
금융자산감소(증가)	-14	21	-1	0	0
유형자산감소(증가)	-106	-151	-115	-85	0
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0	0
기타	4	5	7	9	14
재무활동현금흐름	-206	-208	-109	-62	-62
단기금융부채증가(감소)	0	0	-4	3	0
장기금융부채증가(감소)	-155	-149	-32	-3	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-51	-59	-72	-62	-62
현금의 증가(감소)	-37	1	159	250	363
기초현금	245	208	209	367	617
기말현금	208	209	367	617	980
FCF	183	130	225	287	396

자료 : 팬오션 SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	2,336	2,668	2,409	2,573	2,697
매출원가	2,072	2,390	2,133	2,236	2,315
매출총이익	264	278	276	337	383
매출총이익률 (%)	11.3	10.4	11.4	13.1	14.2
판매비와관리비	69	74	73	73	77
영업이익	195	204	203	263	306
영업이익률 (%)	8.4	7.6	8.4	10.2	11.3
비영업손익	-52	-55	-63	-64	-58
순금융비용	50	51	53	53	48
외환관련손익	4	-1	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	143	149	140	199	247
세전계속사업이익률 (%)	6.1	5.6	5.8	7.8	9.2
계속사업법인세	2	0	27	48	60
계속사업이익	141	149	112	151	187
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	141	149	112	151	187
순이익률 (%)	6.1	5.6	4.7	5.9	7.0
지배주주	143	152	119	158	194
지배주주귀속 순이익률(%)	6.12	5.71	4.94	6.13	7.19
비지배주주	-2	-4	-7	-7	-7
총포괄이익	-155	250	275	313	350
지배주주	-151	254	280	319	355
비지배주주	-4	-4	-6	-6	-6
EBITDA	363	372	380	447	479

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	24.7	14.2	-9.7	6.8	4.8
영업이익	16.2	4.6	-0.5	29.7	16.1
세전계속사업이익	44.4	4.1	-6.3	42.7	24.1
EBITDA	7.7	2.6	2.1	17.5	7.2
EPS(계속사업)	45.5	6.5	-21.9	32.4	23.1
수익성 (%)					
ROE	5.8	6.1	4.3	5.1	5.7
ROA	3.4	3.7	2.6	3.3	3.8
EBITDA마진	15.5	14.0	15.8	17.4	17.8
안정성 (%)					
유동비율	112.4	103.2	101.7	132.7	176.2
부채비율	61.6	54.8	51.8	47.4	43.2
순차입금/자기자본	40.1	33.6	27.9	17.5	5.7
EBITDA/이자비용(배)	7.0	6.8	6.6	7.2	7.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	268	285	223	295	363
BPS	4,469	4,946	5,470	6,067	6,732
CFPS	582	600	554	638	687
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	24.8	21.5	22.1	16.7	13.6
PER(최저)	14.3	14.6	18.1	13.7	11.1
PBR(최고)	1.5	1.2	0.9	0.8	0.7
PBR(최저)	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
PCR	9.1	7.4	8.9	7.7	7.2
EV/EBITDA(최고)	12.5	11.3	9.1	7.2	5.9
EV/EBITDA(최저)	8.4	8.4	7.9	6.1	4.9

memo
