

2019-10-08



# INDUSTRY ANALYSIS

## 3Q19 Preview : IMO와 무관하게 탄력 받을 조선

LNG 추진선 발주가 담보할 이익 모멘텀  
조선사 슬롯을 선점해야 하는 LNG 프로젝트  
그러나 IMO 2020은 허상  
조선 대비 매수 매력이 떨어지는 운송

조선·운송

조선·운송. 유승우, 3773-9180  
연구원. 박한샘, 3773-8477

# SK INDUSTRY Analysis



Analyst

**유승우**

yswbest@sk.com  
02-3773-9180



R.A

**박한샘**

sam4.park@sk.com  
02-3773-8477

## 조선/운송 3Q19 Preview

### IMO와 무관하게 탄력 받을 조선

최근 한국 조선사들은 LNG 추진선 수주로 잔고 턴어라운드와 함께 이익 모멘텀 개선세를 보이고 있음. 아울러 다수의 프로젝트성 발주가 4분기 내에 가시화 될 가능성이 대두되고 있어 긍정적인 상황. 한편 IMO 2020 으로 인한 신조발주 증가는 허상이라는 판단. 이미 IMO에 대한 폐선 대응은 끝났고 선종별 선령을 감안하면 내년에도 추가적인 폐선을 기대하기는 어렵기 때문임

### LNG 추진선 발주가 담보할 이익 모멘텀

4 대 선종의 선가가 비우호적인 가운데 한국 조선사들은 최근 LNG 추진 원유운반선 수주로 양질의 수주를 기록하고 있음. 수주잔고도 전반적으로 턴어라운드를 시현하고 있어 향후 공사손실충당금 설정 비율이 지속 하락하며 이익 개선 모멘텀이 명확한 상황임

### 조선사 슬롯을 선점해야 하는 LNG 프로젝트

그리고 발주가 임박한 물량이 있음. 2019년 4분기에는 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 4분기 발주 가능성이 대두되고 있음. 카타르 에너지장관은 2019년 내 발주를 못을 박을 상황. 물론 중국이 올해 12월부터 38BCM 짜리 PNG(Power of Siberia I) 수입을 시작하는데 이것이 full-capacity로 가동되기까지 약 5년이 소요됨. LNG 수입을 아예 안 하는 것은 수요의 성장을 감안했을 때 한동안 무리가 있을 것으로 보임. 따라서 현재 2021~2022년 인도 슬롯을 판매하는 조선사들에게는 기회가 남아있음

### 그러나 IMO 2020은 허상

한편 IMO의 SOx 규제가 당장 2020년 1월 1일부터 시작되는 가운데 조선 및 해운업에 대한 낙관적 전망이 나오고 있음. 그러나 SK증권 리서치센터는 이는 허상이라고 판단함. 과거 환경 규제 사례 중에서도 비용과 인프라 미비를 이유로 규제 시기를 유예한 바 있으며 실제로 트럼프 대통령의 미국을 비롯한 최근 규제 대상국들은 IMO의 규제를 불이행할 가능성을 시사하고 있음. 아울러 IMO의 규제가 조선/해운업에 영향을 주려면 운임 강제와 발주 증가를 야기하는 폐선을 자극해야 하는데, 탱커를 제외한 다른 선종들은 지금 폐선 연령에 못 미치는 선박이 다수임. 그리고 IMO에 대응하기 위한 폐선은 이미 나왔다고 봐야 함. 신조 발주 후 선박 인도까지 약 2년이 소요되기 때문임. 내년에도 탱커를 제외하면 폐선을 기대하기는 어려움

### 조선 대비 매수 매력이 떨어지는 운송

전반적으로 운송 섹터는 현대글로비스를 제외하면 악재가 만연해 있음. CJ 대한통운에게는 쿠팡이, 대한항공에게는 환율과 한일, 미중 무역 분쟁, 팬오션에게는 BDI 하락이 단기~장기 리스크를 모두 보여주고 있음

# Contents

1. LNG 추진선 발주가 담보할 이익 모멘텀	3
2. 조선사 슬롯을 선점해야 하는 LNG 프로젝트	5
3. 그러나 IMO 2020 은 허상	13
4. 기업분석	
1) 한국조선해양	29
2) 삼성중공업	34
3) 현대미포조선	39
4) 대우조선해양	47
5) 현대글로벌비스	52
6) CJ 대한통운	57
7) 대한항공	62
8) 팬오션	67

## 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 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019 년 10 월 8 일 기준)

매수	91.91%	중립	8.09%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 1. LNG 추진선 발주가 담보할 이익 모멘텀

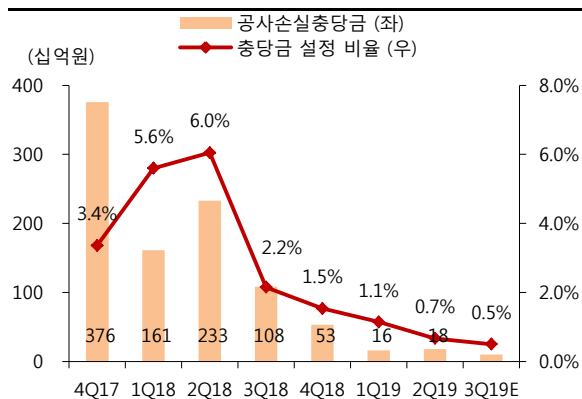
대한민국 조선사들은 2017년 4분기부터 신규수주분에 대해서 공사손실충당금을 쌓아왔다. 낮은 선가 대비 원재료인 후판 가격의 인상 압력이 지속되었고, 지속된 수주 부진으로 고정비가 커버되지 않았기 때문이다.

그런데 2018년 하반기부터는 공사손실충당금 설정 비율이 눈에 띄게 하락하기 시작했고, 2019년 3분기에는 충당금을 거의 설정하지 않을 것으로 전망되고 있다.

사실 이번 3분기에는 4대 선종의 선가 흐름이 그다지 양호하지 않았기 때문에 충당금 설정 비율이 낮다는 것이 납득이 안 갈 수 있다. 미중간 무역전쟁의 여파는 아직도 컨테이너선 업황에 부정적 영향을 미치고 있어 선가를 낮추고 있으며 최근에는 벌크선 신조선가도 소폭 하락하는 모습을 보였다. 그럼에도 불구하고 공사손실 충당금 설정 비율이 하락하는 것은 대한민국 조선사들이 수주한 선박들이 LNG 이중연료 추진방식(Dual Fuelled)이거나 LNG 추진선이기 때문이다.

당장 10월 3일에도 현대중공업이 그리스 선박회사 캐피탈마리타임(Capital Maritime & Trading)이 발주하는 LNG 추진 초대형 원유운반선을 LNG 추진선으로 발주한다는 소식이 전해졌다. LNG 추진 원유운반선은 기존 원유운반선의 가격인 \$9,600만 대비 15% 가량 높은 \$1.1억 수준이기 때문에 충당금을 쌓지 않아도 될 가능성이 높다.

한국조선해양그룹의 공사손실충당금 설정 비율은 하락하고 있음

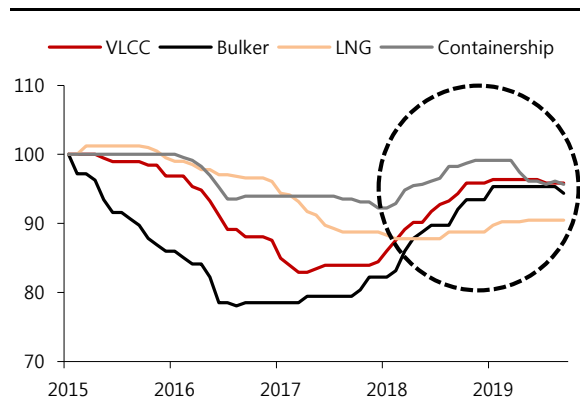


자료 : 한국조선해양그룹, SK 증권

주1: 한국조선해양그룹 조선 3사 합산 공손충 및 조선 부문 신규수주액 기준임

주2: 4Q17의 경우 2017년 전체 조선 신규수주량에 대해 한번에 공손충 설정

그러나 4대 선종의 신조선가는 LNG를 제외하면 주춤하는 모습



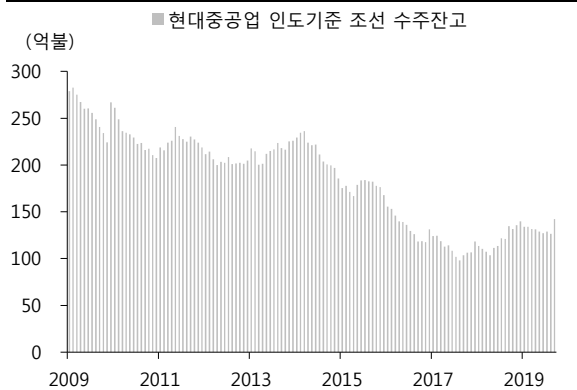
자료 : Clarksons Research, SK 증권

주: 2015년 1월이 100인 월간 지수

그리고 수주잔고 추이는 향후 선가 인상 기대감을 높인다. 대우조선해양을 제외하면 현대중공업과 삼성중공업의 잔고는 턱아라운드하고 있음이 뚜렷이 보이기 때문이다. 즉, 어느 정도 일감을 받아두었기 때문에 앞으로 발주처와의 선가 협상에서 지난 몇 년간 보다는 조선사들이 우위를 점할 수 있고, 선가는 오를 수 있다. 그러면 앞으로도 공사 손실충당금 설정 비율은 더 하락해 굉장히 미미해지거나 아예 공사손실충당금을 쌓지 않을 것으로 볼 수 있다.

현재 현대중공업그룹과 대우조선해양은 2021 년 인도 슬롯을, 삼성중공업은 2022 년 인도 슬롯을 판매 중이다. 지금 발주하면 2~3 년 뒤에 선박을 인도받는 것이다. 따라서 당장 연말까지 발주가 임박한 물량들의 선가 인상을 기대해 볼 수 있다. 결국 하반기 펀더멘털한 이익 개선 모멘텀은 유효하다는 판단이다.

현대중공업의 인도기준 조선 부문 수주잔고 추이



자료 : 한국조선해양, SK 증권

주: 9 월 수주잔고는 LNG 추진 VLCC \$154 억을 합산한 것임

삼성중공업의 인도기준 조선 부문 수주잔고 추이



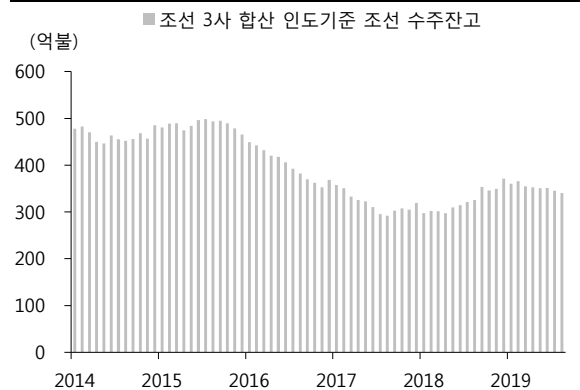
자료 : 삼성중공업, SK 증권

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. 조선사 슬롯을 선점해야 하는 LNG 프로젝트

그렇다면 조선사들의 슬롯이 더 비싸지기 전에 발주를 서두르려는 물량이 있다. 바로 연초부터 거론되었던 굵직한 LNG 캐리어 발주 프로젝트들이다. 주요 발주처는 카타르 Qatar Petroleum, 모잠비크 Anadarko, 러시아 Novatek, 미국 ExxonMobil 이며 이들의 4 분기 발주설이 탄력을 받고 있다.

Anadarko 와 ExxonMobil 은 모잠비크 LNG 개발 프로젝트로 각각 LNG 캐리어 15 척 가량을 발주할 계획이다. 이 중 ExxonMobil 은 현대중공업과 삼성중공업을 선호 조선사로 선정하고 용선계약 발주를 위해 9 월부터 선주사들과 접촉하고 있다. 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 여척(최대 100 척까지 거론되고 있음)의 LNG 캐리어를 발주할 계획이다. ExxonMobil 은 미국 Golden Pass LNG 를 위한 발주도 할 모양이다. 이 모든 물량이 한꺼번에 쏟아지지는 않겠지만 4 분기 발주를 주도할 프로젝트들임은 분명하다.

주요 LNG 캐리어 발주 예상 프로젝트

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

자료 : 삼성중공업 언론자료 취합, SK 증권

물론 이번 3 분기 중에 카타르가 LNG 캐리어 발주와 관련해 선박을 직접 발주할지, 용선계약을 맺을지 고심중에 있어 2020 년으로 발주가 미뤄질 것이라는 추측이 난무한 바 있다.

이에 카타르 에너지 장관이자 Qatar Petroleum CEO 인 사드 빈 셰리다 알 카비는 S&P Global Platts 와의 인터뷰에서 내년 발주 가능성을 일축했다. 수주 의지가 확고한 입찰자 3 곳(모두 한국 조선소로 알려져 있음)이 있어 올해 말까지 몇몇 계약을 체결할 것이라고도 밝혔다.

카타르는 2023 년부터 2026 년까지 4 년간 인도 받기를 원하고 있으며 한국 조선사들은 발주 예상 물량을 씩씩이 수주할 여력이 있는 상황이다. 게다가 카타르가 원하는 LNG 캐리어는 멤브레인 방식의 170,000cbm 급의 초대형선이기 때문에 한국 조선사들의 수주가 매우 유력하다. 일본은 모스형 LNG 캐리어 기술밖에 없기 때문이다.

#### 4 분기에 카타르에서 LNG 캐리어 발주가 시작될 가능성이 대두됨

조선 3 사, 카타르 LNG 운반선 100 척 연말에 쓸어담을 기대 부풀어

현대중공업, 대우조선해양, 삼성중공업 등 한국 조선 3 사가 올해도 연말 수주특수를 크게 기대하고 있다. 선주들이 하반기 동안 다음해의 사업전략을 어느 정도 확정된 뒤 발주에 나서기 때문에 통상적으로 선박 발주는 연말(10~11 월)에 집중되는 경향을 보인다. 게다가 올해 연말에는 평년 수준을 뛰어넘는 특수 를 누릴 가능성이 있다. 카타르가 LNG(액화천연가스)운반선 100 척 이상의 발주를 예고하고 있는데 해를 넘기지 않을 것으로 전망된다. 4 일 외신보도를 종합하면 카타르 국영석유회사 카타르페트롤리엄은 2019 년 안에 LNG 운반선을 건조할 조선사를 선정한다. 최근 카타르가 LNG 운반선 발주와 관련해 선박 을 직접 소유할지 용선계약을 맺을지를 고민하고 있어 발주가 내년으로 미뤄질 것이라는 추측이 조선업계에서 나왔다. 그러나 카타르 에너지장관이자 카타르페트롤리엄 CEO(최고경영자)인 사드 빈 셰리다 알 카비는 이런 추측을 일축했다. 알 카비 CEO 는 글로벌시장 조사기관인 S&P 글로벌플래츠와 인터뷰에 서 내년 발주설과 관련해 “그것은 단지 설일 뿐”이라며 “수주의지가 확고한 입찰자가 3 곳 있으며 올해 말까지 몇몇 계약을 체결할 것”이라고 밝혔다. 조선 해운매체 헬레닉시핑뉴스(Hellenic Shipping News)가 전했다. (중략) “카타르 LNG 운반선은 확정물량 40 척에 옵션물량 40 척, 여기에 카타르가 노후 LNG 운반선을 교체하기 위해 발주할 선박까지 포함해 발주척수가 모두 100 척을 넘길 것으로 전망된다. 카타르는 2023 년부터 2026 년까지 4 년 동안 선박을 인도받기를 원하고 있으며 조선 3 사는 1 년에 10 척씩 카타르 LNG 운반선을 건조하는 것을 염두에 두고 슬롯을 비워놓고 있다. 조선 3 사만으로 발주 예상물량을 충분히 소화할 수 있는 수준이다. (후략)

자료 : 비즈니스포스트(2019-10-04), SK 증권

이게 전부가 아니다. 2019 년 9 월 기준 전 세계에 이미 공사중인 LNG 수출 설비는 22 개이고 FEED 단계에 있는 프로젝트만 40 개다. 앞서 정리한 4 분기 발주 임박 프로젝트 중 모잠비크, 러시아, 미국의 프로젝트는 이미 수출 설비들의 공사가 시작되어 발주처들이 발주에 박차를 가할 것으로 보인다.

물론 FEED 단계 40 개 프로젝트에서 모두 발주된다고 보고 있지는 않다. 누차 언급한 부분이지만, 중국이 올해 12 월부터는 러시아로부터 PNG 수입을 본격적으로 시작하기 때문이다(Power of Siberia I).

#### 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	Indonesia	Sengkang LNG Train 1	0.50	U/C	2009	2019	174,000	1
2	United States	Elba Island LNG Liquefaction	2.50	U/C	2017	2019	200,000	3
3	Malaysia	PFLNG Dua	1.50	U/C	2016	2020	174,000	3
4	Russia	Portovaya LNG (FSU)	1.50	U/C	2019	2020	174,000	1
5	Russia	Yamal LNG Train 4	1.00	U/C	2019	2020	172,845	1
6	United States	Cameron LNG Train 2	4.50	U/C	2014	2020	200,000	8
7	United States	Cameron LNG Train 3	4.50	U/C	2014	2020	200,000	7
8	United States	Freeport LNG Trains 2-3	9.28	U/C	2017	2020	200,000	17
9	Indonesia	Tangguh LNG Train 3	3.80	U/C	2015	2021	174,000	4
10	United States	Corpus Christi LNG Train 3	4.50	U/C	2017	2021	200,000	5
11	Mauritania	Tortue West Ahmeyim FLNG 1	2.50	U/C	2021	2022	174,000	3
12	Mozambique	Coral South FLNG 1	3.40	U/C	2018	2022	174,000	4
13	United States	Calcasieu Pass LNG	10.00	U/C	2022	2022	185,000	15
14	Russia	Arctic 2 LNG Train 1	6.60	U/C	2023	2023	174,000	5
15	United States	Sabine Pass Train 6	4.50	U/C	2017	2023	200,000	8
16	Canada	LNG Canada	14.00	U/C	2018	2024	200,000	14
17	Mozambique	Mozambique LNG	12.88	U/C		2024	174,000	16
18	Russia	Arctic 2 LNG Train 2	6.60	U/C		2024	174,000	5
19	United States	Golden Pass LNG Train 1	5.20	U/C	2018	2024	200,000	9
20	United States	Golden Pass LNG Train 2	5.20	U/C		2024	200,000	9
21	United States	Golden Pass LNG Train 3	5.20	U/C		2024	200,000	9
22	Russia	Arctic 2 LNG Train 3	6.60	U/C		2025	174,000	5
	Total		116.26					152

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
23	United States	Eagle LNG	0.90	FEED	2019	2021	174,000	1
24	Canada	Western FLNG	1.50	FEED		2022	174,000	2
25	United States	Cameron LNG Trains 4-5	9.97	FEED	2019	2022	200,000	9
26	Canada	Woodfibre LNG	2.10	FEED	2017	2023	174,000	3
27	Qatar	North Field Expansion Train 1	7.80	FEED	2023	2023	200,000	10
28	United States	Driftwood LNG 1	5.50	FEED	2022	2023	182,000	6
29	United States	Driftwood LNG 2	5.50	FEED	2022	2023	182,000	6
30	United States	Freeport LNG Train 4	5.10	FEED	2022	2023	200,000	5
31	United States	Plaquemines LNG	10.00	FEED	2022	2023	182,000	10
32	United States	Plaquemines LNG Phase 2	10.00	FEED		2023	182,000	10
33	United States	Port Arthur LNG	13.50	FEED	2021	2023	174,000	14
34	United States	Port Delfin FLNG 1	3.25	FEED	2021	2023	174,000	4
35	United States	Rio Grande LNG Phase 1	9.00	FEED	2020	2023	174,000	16
36	United States	Texas LNG	2.00	FEED	2023	2023	180,000	4
37	United States	West Delta LNG	4.20	FEED	2023	2023	182,000	5
38	Cameroon	NewAge Cameroon FLNG	1.40	FEED		2024	174,000	2
39	Canada	Bear Head LNG	8.00	FEED	2019	2024	200,000	8
40	Canada	Goldboro LNG	10.00	FEED	2020	2024	182,000	10
41	Djibouti	Djibouti FLNG	3.00	FEED	2020	2024	174,000	3
42	Israel	Leviathan FLNG	4.50	FEED		2024	174,000	5
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	Baltic LNG	10.00	FEED	2021	2024	174,000	10
47	United States	Annova LNG	6.00	FEED	2018	2024	174,000	6
48	United States	Commonwealth LNG	8.40	FEED	2021	2024	182,000	9
49	United States	Gulf LNG Phase 1	5.75	FEED	2020	2024	182,000	5
50	United States	Lake Charles LNG Train 1	5.50	FEED	2010	2024	182,000	5
51	United States	Magnolia LNG Trains 1-2	4.40	FEED	2018	2024	182,000	4
52	United States	Main Pass FLNG	24.00	FEED		2024	174,000	24
53	United States	Monkey Island LNG	15.75	FEED	2022	2024	174,000	16

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
54	Australia	Pluto LNG Expansion (Scarborough)	4.50	FEED		2025	177,440	5
55	Mozambique	Mamba LNG	7.60	FEED	2020	2025	174,000	10
56	Qatar	North Field Expansion Train 4	7.80	FEED		2025	200,000	10
57	United States	Gulf LNG Phase 2	5.75	FEED	2021	2025	182,000	5
58	United States	Magnolia LNG Trains 3-4	4.40	FEED	2018	2025	174,000	4
59	United States	Pointe LNG	6.00	FEED	2025	2025	174,000	6
60	United States	Lake Charles LNG Train 2	5.50	FEED		2026	182,000	5
61	United States	Lake Charles LNG Train 3	5.50	FEED		2028	182,000	5
62	Canada	Kitimat LNG	18.00	FEED	2013	2029	174,000	10
	Total		285.17					300

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
63	United States	Port Fourchon LNG Phase 1	2.00	PRO	2021	2021	180,000	2
64	Australia	Queensland Curtis LNG Train 3	3.50	PRO		2022	174,000	4
65	Canada	WesPac LNG	0.25	PRO	2016	2022	90,000	1
66	Indonesia	Donggi Senoro LNG Phase 2	0.66	PRO	2022	2022	174,000	1
67	Russia	Vysotsk LNG Train 3	0.33	PRO	2021	2022	22,000	1
68	United States	Corpus Christi LNG Train 4	1.40	PRO	2022	2022	200,000	2
69	Mauritania	Tortue West Ahmeyim FLNG 2	2.50	PRO	2023	2023	174,000	3
70	Mexico	Puerto Libertad LNG	3.00	PRO		2023	182,000	3
71	Papua N. Guinea	Daru Island FLNG	1.50	PRO		2023	174,000	2
72	Russia	Obsky LNG	4.80	PRO	2023	2023	170,000	5
73	United States	Corpus Christi LNG Train 5	1.40	PRO		2023	200,000	2
74	United States	Port Fourchon LNG Phase 2	3.00	PRO	2023	2023	180,000	3
75	Argentina	Patagonia LNG	4.20	PRO		2024	174,000	5
76	Australia	Arnhem/Pinhoe FLNG	1.50	PRO		2024	174,000	2
77	Australia	Tallaganda/Bunyip FLNG	1.50	PRO		2024	174,000	2

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

자료 : Clarksons Research, SK 증권

## (Continued) Proposed LNG Liquefaction Projects

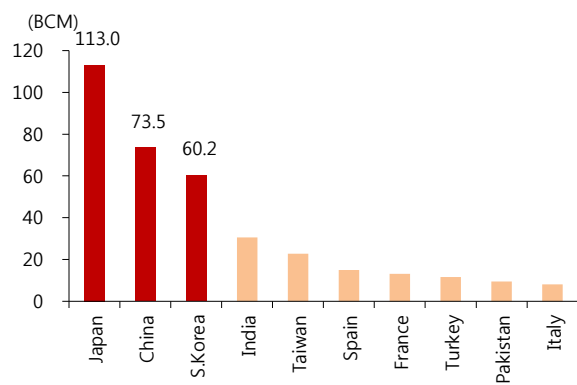
	Country	Project	Export Capacity (MTPA)	Status	Originally Planned Start Up	Expected Start Up	Estimated Ship Size (CBM)	Estimated Vessel Requirement
109	Mozambique	Mamba Phase 2 FLNG 1	2.00	PRO		2026	174,000	2
110	Nigeria	Nigeria LNG Train 8	7.10	PRO		2026	145,000	8
111	Papua N. Guinea	Kumul (FLNG)	1.50	PRO		2026	174,000	2
112	Russia	Sakhalin I	5.00	PRO		2026	174,000	5
113	Russia	Sakhalin II Expansion	5.40	PRO		2026	174,000	6
114	United States	Corpus Christi LNG Train 8	1.40	PRO		2026	200,000	2
115	United States	Driftwood LNG 5	5.50	PRO	2022	2026	200,000	6
116	United States	Port Delfin FLNG 3	3.25	PRO		2026	174,000	4
117	United States	Rio Grande LNG Phase 2	9.00	PRO		2026	174,000	16
118	Australia	Darwin LNG Train 2	7.00	PRO		2027	145,000	7
119	Gabon	Boudji FLNG	2.00	PRO		2027	174,000	2
123	United States	Corpus Christi LNG Train 9	1.40	PRO		2027	200,000	2
124	United States	Galveston Bay LNG	16.50	PRO		2027	182,000	17
125	Australia	Ichthys LNG Train 3	4.45	PRO		2028	182,000	5
126	Mozambique	Mamba Phase 2 FLNG 2	2.00	PRO		2028	174,000	2
127	Tanzania	Tanzania Block 1 (FLNG)	2.00	PRO		2028	174,000	2
128	Tanzania	Tanzania LNG	10.00	PRO	2021	2028	174,000	10
129	United States	Corpus Christi LNG Train 10	1.40	PRO		2028	200,000	2
130	United States	Port Delfin FLNG 4	3.25	PRO		2028	174,000	4
131	United States	Rio Grande LNG Phase 3	9.00	PRO		2028	174,000	16
132	Canada	Discovery LNG	20.00	PRO		2030	174,000	20
133	Timor-Leste	Greater Sunrise LNG	8.00	PRO		2030	174,000	8
	Total		396.84					434

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.

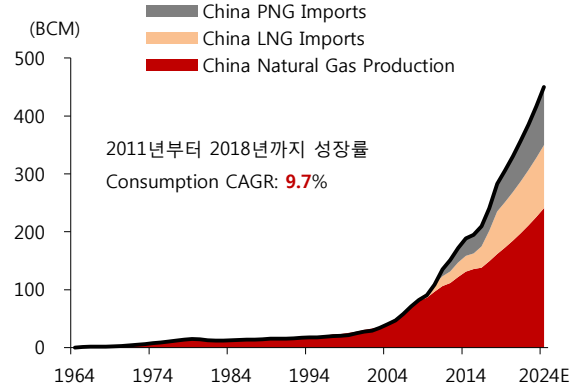
그 와중에 러시아로부터 중국이 올해 12 월부터 38BCM 짜리 PNG(Power of Siberia I) 수입을 시작하는데 이것이 full-capacity 로 가동되기까지 약 5 년이 소요된다고 한다. 자체 생산량도 빠르게 늘리고 있는 중국이지만, LNG 수입을 아예 안 하는 것은 수요의 성장을 감안했을 때 한동안 무리가 있을 것으로 보인다. 즉, 현재 2021~2022 년 인도 슬롯을 판매하는 조선사들에게는 아직 기회가 남아있으며 발주처에서는 조선사 슬롯을 선점하기 위해 발주를 서두를 개연성이 있다.

2018 년 LNG 수입량 상위 10 개국



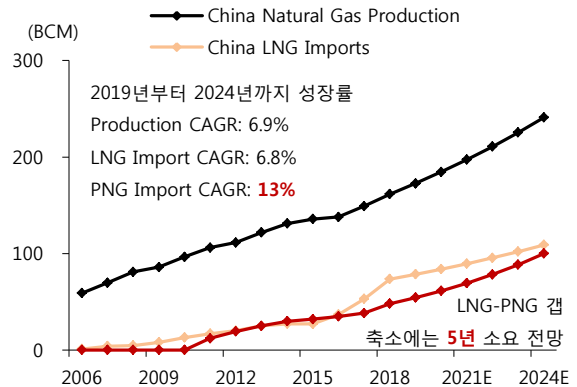
자료 : BP, SK 증권

중국의 가스 수급 추이



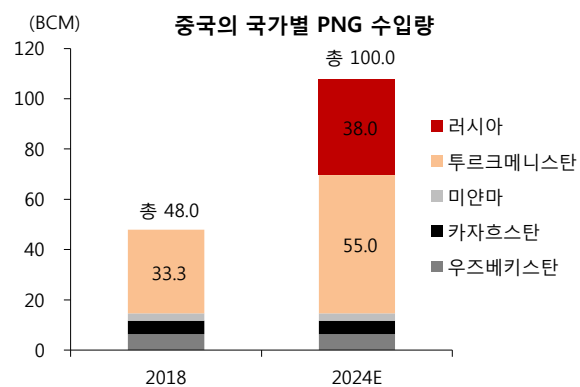
자료 : BP, IEA, SK 증권

2024 년까지 중국의 PNG 수입량은 연평균 13%로 성장할 전망



자료 : BP, IEA, SK 증권

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



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

### 3. 그러나 IMO 2020 은 허상

한편 IMO 의 SOx 규제가 당장 2020 년 1 월 1 일부터 시작되는 가운데 조선 및 해운업에 대한 낙관적 전망이 나오고 있다. 그러나 SK 증권 리서치센터는 이는 허상이라고 판단한다.

우선 IMO(International Maritime Organization, 국제해사기구)는 선박의 항로, 교통규칙, 항만시설 등을 국제적으로 통일하기 위해 설치된 UN 의 전문기구다. 1948 년 2 월 19 일 스위스 제네바에서 UN 해사위원회가 열린 뒤 같은 해 3 월 6 일 미국, 영국을 포함한 12 개국이 국제해사기구조약을 채택한 바 있다. 이 조약은 1958 년 3 월 17 일 발효되어 1959 년 1 월 6 일 국제연합 전문기구인 IMCO 로 활동을 시작했다. 현재 이름으로는 1982 년 5 월 22 일 개칭했다. 우리나라는 1961 년 가입했고 회원국은 174 개국이다.

IMO 총회(Assembly)는 2 년에 한 번씩 매 홀수 년도에 열린다. 연 2 회 개최되는 IMO 의 이사회(Council)는 A, B, C 그룹(Category)로 나뉘며 2 년 임기제다. A 그룹은 국제해상수송용역 제공의 최대 이해관련국, B 그룹은 국제해상교역 최대 이해관련국가, C 그룹은 해운 및 항해에 특별한 이해관계를 가진 국가로 구분된다. 우리나라는 2001 년 11 월에 A 그룹의 이사국으로 선출되었다.

그 외에 Maritime Safety Committee (MSC), The Marine Environment Protection Committee (MEPC), Legal Committee, Technical Cooperation Committee, Facilitation Committee 의 5 개 위원회가 있고 각 위원회에서 국제기준을 채택한다.

IMO 이사회(Council) 구분 및 대상국

구분	대상	대상국
Category A	10 States with the largest interest in providing international shipping services	중국, 그리스, 이탈리아, 일본, 노르웨이, 파나마, 대한민국, 러시아, 영국, 미국
Category B	10 States with the largest interest in international seaborne trade	호주, 브라질, 캐나다, 프랑스, 독일, 인도, 네덜란드, 스페인, 스웨덴, UAE
Category C	20 States not elected under (a) or (b) above, which have special interests in maritime transport or navigation and whose election to the Council will ensure the representation of all major geographic areas of the world	바하마, 벨기에, 칠레, 키프로스, 덴마크, 이집트, 인도네시아, 자메이카, 케냐, 라이베리아, 말레이시아, 몰타, 멕시코, 모로코, 페루, 필리핀, 싱가포르, 남아프리카공화국, 태국, 터키

자료 : IMO, SK 증권

그런데 이런 세계적인 기구, IMO 에게는 의외의 오명이 있다. 양치기 소년이라는 것인데 예정되었던 환경 규제를 연기한 사례들이 있기 때문이다. 대표적인 사례가 2017 년 선박평형수 관리 협약이다. 당초에는 2017 년 9 월 8 일부터 신조선은 즉시, 기존 선박들은 첫 번째 정기검사 전까지 선박평형수처리장치(BWMS) 설치를 의무화했다.

그러나 그렇게 되면 2021~2022 년에 설비 수요가 몰릴 수 있다는 회원국들의 우려가 속출했다. 설비를 설치해 줄 인프라가 턱없이 부족했기 때문이다. 그리고 기존 선박은 개조 비용 3 억원, 신규 선박은 5 억원 정도의 비용이 든다는 점도 문제였다. 특히 노후 선박을 보유한 선주들이 반발했다. 그리고 설치를 완료한 뒤에도 IMO 와 미국 USCG 의 승인을 받아야 입항이 가능한데, 승인 시험이 오래 걸리고 까다로워 혹여 설치한 장치가 승인을 못 받으면 재설치 해야 한다는 우려도 상존했다. 결국 기존 선박 설치 기한을 2022 년 9 월 8 일에서 2024 년 9 월 8 일로 2 년 연기했다.

참고로 선박평형수는 선박의 무게 중심을 낮춰 균형을 잡기 위해 탱크에 담는 바닷물인데, 다른 해역으로 이동하며 바닷물을 그대로 방출할 경우 평형수 내 미생물 등으로 생태계 교란이 발생 할 수 있다. IMO 는 연간 약 50 억톤 이상의 물이 선박에 의해 다른 해역으로 이동되는 것으로 추정된 바 있다. 따라서 IMO 는 모든 회원국의 모든 선박에 대해 필터 역할을 하는 평형수처리장치 장착 의무화를 협의하게 된 것이다.

#### 선박 평형수 처리 장치에 대한 규제를 유예한 바 있는 IMO

IMO, 선박평형수 처리시설 도입시기 연기... 2024 년까지 순차 도입

국제해사기구(IMO)가 협약 발효 후 첫 번째 정기검사 전까지 의무적으로 설치해야만 했던 기존선박의 선박평형수 처리시설을 2024 년까지 순차적으로 도입하기로 한발 물러섰다. 해양수산부(장관 김영춘)는 3 일~7 일까지 런던에서 열린 '제 71 차 국제해사기구(IMO) 해양환경보호위원회'에서 이같이 결정됐다고 12 일 밝혔다. 지난 2004 년 국제해사기구(IMO)에서 채택된 '선박평형수 관리협약'은 올 9 월 8 일 발효 된다. 당초에는 협약이 발효되면 신조선은 즉시, 기존 선박들은 첫 번째 정기검사 전까지 설치를 의무화하기로 했다. 하지만 이 규정을 적용할 경우 2021~2022 년에 설비 수요가 집중될 것이라는 회원국들의 우려를 받아들여 2024 년까지 단계적으로 설치하도록 이번 회의에서 의결했다. 또 올 9 월 8 일 전까지 평형수 처리설비를 완료해야 했던 한-중-일 3 국 간을 운항하는 선박도 같은 조건을 적용받도록 합의했다. 이번 결과 나오기 전 업계는 선박평형수 시장규모를 국적선 약 600 척을 포함해 전 세계 약 5 만척의 선박이 운항 중임을 감안할 때 협약 발효 후 5 년간 현존선 약 40 조원, 신조선은 매년 2000 척, 약 1 조원 규모로 예상했다. 최당 비용은 현존선은 개조비용 3 억원 신조선은 설치비 약 5 억원 정도다. 기자재 등 관련 제품 세계 시장 점유율 49%(1 조 7000 억원)를 선점한 국내 업체는 이번 결과에 대해 아쉬움을 나타내고 있다. 이에 해수부는 이번 회의 결과를 13 일 오후 1 시 부산 한진해운빌딩 대강당에서 업계를 대상으로 설명회를 개최하고 향후 대응방향 등을 논의할 예정이다. 한편 선박평형수는 화물 적재상태에 따라 선박이 균형을 잡기 위해 탱크에 주입하거나 배출하는 물로, 연간 50 억톤 이상이 선박에 의해 다른 해역으로 이동되는 것으로 추산되며 이로 인해 생태계 교란 문제가 대두되고 있다. 이에 국제해사기구(IMO)는 회원국 모든 선박에 대해 평형수 처리설비 설치를 강제화하기로 했다.

자료 : 뉴스1(2017-07-12), SK 증권

당시 IMO 의 규제 연기로 관련 업계는 난리가 났었다. 가뜩이나 선박 발주량이 기대에 못 미치면서 조선 및 기자재 업체들이 일감 부족에 시달리고 있던 2017 년에 악재가 겹쳐버린 것이다.

국내 선박평형수 처리장치 업체인 엔케이에 공장 가동을 급히 중단했었다. 규제를 앞두고 관련 업체들이 생산시설을 늘리고 투자를 확대해 놓은 상황이었었는데 시행이 미뤄지면서 난감해졌던 것이다. 오너 일가는 엔케이 지분까지 매각해 운영자금으로 긴급 투입하는 조치를 취하기까지 했었다.

세계 3 대 선박평형수처리장치 업체 중 하나로 손꼽히는 테크로스는 규제 연기가 발표된 이후 기존 계약 선주들의 60%가 설치 연기를 요청하는 바람에 당시 매출 목표를 전년 대비 30% 낮춘 500 억원으로 내려 잡았다.

테크로스와 세계 3 대 업체로 손꼽히는 파나시아도 2017 년 상반기 수주한 110 건 중 10 건에 대해 설치 연기 요청을 받았다고 한다. 심지어 노르웨이 선박평형수 처리장치 업체인 오션세이버는 유동성 부족으로 파산하기까지 했다.

#### BWMS 설치 의무화 연기로 관련 장치 업계에 악영향을 줌

환경 규제 늦어지자...조선 기자재 업체 파산·가동 중단 잇따라

(전략) 국내 선박평형수 처리장치 업체 엔케이는 최근 일부 공장의 가동을 중단한 것으로 전해졌다. 박운소 엔케이 회장의 차남인 박제언 이사는 지난 12 일 엔케이 지분 1.06%(84 만 6165 주)를 모두 매각해 약 11 억 4000 만원을 현금화했는데, 업체는 박 이사가 운영자금으로 쓰기 위해 지분을 매각한 것으로 보고 있다...(중략)...조선업계 관계자는 “평형수 규제를 앞두고 관련 업체들이 생산시설 확충 등 투자에 나섰는데, 시행이 늦춰지면서 어려움을 겪는 것으로 안다” (후략)

자료 : 조선비즈(2017-09-27), SK 증권

#### 심지어 파산한 사례도 있음

평형수처리장치 의무화연기 후폭풍, 노르웨이 오션세이버 파산

선박평형수(밸러스트수) 처리장치기업인 노르웨이 오션세이버가 유동성 부족으로 법원에 파산을 신청했다고 밝혔다. 7 월에 열린 IMO(국제해사기구)의 제 71 회 해양환경보호위원회(MEPC71)에서 기존 선박의 밸러스트수 처리 장치 탑재 의무화를 2 년 미루기로 결정했다. 이 같은 결정이 장치업계에 미친 것으로 보인다. 오션세이버는 지난 13 일 제출한 파산 신청서에서 비용 축소, 인력감축 등 대책을 강구했지만 유동성난이 계속되면서 파산 외에 선택지가 없었다고 설명했다. 이로써 노르웨이, 한국, 중국에 있는 약 70 명의 직원이 일자리를 잃을 것으로 전망된다. (후략)

자료 : 코리아슈핑가제트(2017-09-26), SK 증권



또, 발틱 연안을 오가는 여객선들의 하수 처리 설비 장착 의무화를 연기한 바 있다. 선박 내에 하수 처리 장치가 없는 여객선들이 선내에서 발생한 하수를 바다에 방출하는 것을 금지하고 선박에는 'Sewage Treatment Plant'를 설치하고 미설치 선박들은 항구의 'Reception Facility'에 방류하라는 것이었다. 그런데 'Reception Facility' 자체가 턱없이 부족한데다가 설비 사용 비용이 비쌌고, 바다에 버리지 않고 항구에 정박해 하수를 방출하면, 선박 회항 시간이 길어져 운항에 비효율적이라는 지적이 많았다. 결국 기존 적용 시기가 2016 년이었는데 신규 선박은 2019 년으로, 기존 선박은 2021 년으로 규제를 늦추었다.

2016 년에는 질소산화물 배출 규제도 연기했다. 24 미터 이상, 500GT 이하 규모의 슈퍼요트들은 엔진 RPM 이 130 미만이면 3.4g/kWh 미만, RPM 이 130 에서 1999 사이이면  $9 \times (\text{RPM})^{(-0.2)}$  g/kWh 미만, RPM 이 2000 이상이면 2g/kWh 미만의 질소산화물을 배출해야 한다는 규제였다. 따라서 선박에 엔진에서 배출되는 가스를 다시 순환시켜서 질소산화물을 산소와 이산화탄소로 배출되게 하는 EGR(Exhaust Gas Recirculation)이나 촉매로 배출가스를 반응시켜 질소산화물을 제거하는 장치인 SCR(Selective Catalytic Reduction)을 설치해야 했다. 그러나 요트 엔진룸 내에 EGR 이나 SCR 을 설치하는데 물리적인 공간 제약이 있었고, 설치한다 해도 객실 공간이 좁아진다는 불만이 빚발쳤다. 그리고 EGR 은 어쨌든 이산화탄소를 배출한다는 문제도 있었다. 결국 2021 년으로 규제가 미뤄졌다.

대체로 비용 부담, 인프라 부족 등의 이유로 연기가 종종되었던 것으로 확인된다.

#### IMO의 환경 규제 연기 사례

기존 적용 시기	규제	내용	연기 시기	이유
2016. 01	MARPOL Annex IV (하수 오염 방지)	Special Area(Baltic) 내 여객선 하수 처리 규제	2019.01(신규) / 2021.01(기존)	1) Baltic 하수 처리시설 편성 및 컨펌 연기 2) Baltic 하수 처리 인프라 부족 3) 하수 처리 시설 사용상 비용 문제
2016. 01	MEPC 66: Tier III (질소산화물 배출 규제)	500GT 이하 규모 요트 질소산화물 규제	2021.01	1) 제한된 공간 내 기술 구현 한계 2) 기존 요트 공간 축소 발생 3) 이산화탄소 발생 등 부작용 우려
2017. 09	BWMC (선박평형수 관리 협약)	해양생물 제거를 위한 모든 선박에 BWMS 탑재를 의무화	적용 시점 2년 유예	1) BWMS 설치 인프라의 부족 2) 노후 선박들의 높은 비용 부담 3) IMO, USCG 승인 불확실성으로 이행 주저

자료 : 언론자료, SK 증권

그랬던 IMO 가 이번에 재차 환경관련 규제를 선포한 것으로 이해하면 된다. 조금 더 자세히 얘기하자면 지난 2016 년 10 월 24 일 개최된 해양환경보호위원회(MEPC)의 70 차 회의에서 2020 년 1 월 1 일부터 선박에 투입되는 연료유의 황 함유량 허용치를 3.5%에서 0.5% 이하로 제한하기로 합의한 바 있다. 전 세계의 모든 선박(신조선 및 기존선 모두 포함)이 적용 대상이다.

사실 IMO 에서는 이미 2015 년부터 ECA(Emission Control Area, 배출통제구역)에서는 선박 연료유의 황 함유량을 0.1% 이하로 제한한 바 있지만 해당 해역을 오가는 노선이 적어 해운 시장에 미친 영향이 미미했다. 그러나 2020 년부터는 전 해역으로 규제가 확대되기 때문에 화두가 되고 있다고 이해하면 된다.

#### 규제물질별 선박 환경 규제

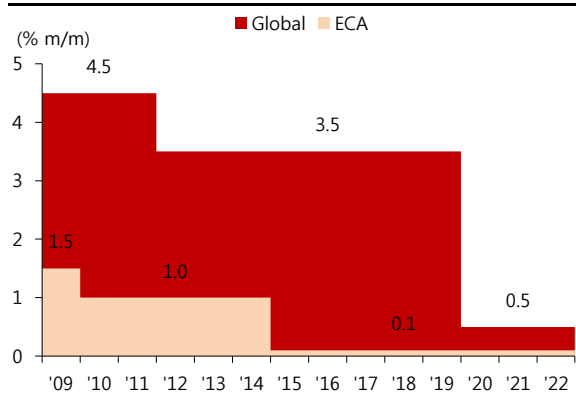
규제물질	규제	지역	기간										내용
			'13	'14	'15	'16	'17	'18	'19	'20	'21	'22	
NOx	MARPOL Annex VI Regulation 13	ECA	Tier II			Tier III							신조선 전체 적용
		전체	Tier II										
SOx	MARPOL Annex VI Regulation 14	ECA	1.0%S		0.1%S							신조선 및 기존선 전체 적용	
		전체	3.5%S							0.5%S			
BWMS	Phase 2(USCG) / BWM convention(IMO)	ECA	Phase 1					Phase 2					'24. 9 까지 전 선박 적용
		전체						'19. 9 법안 발표					

자료 : 언론자료, SK 증권

주 1 : MARPOL(Marine Pollution Treaty, 해양오염방지협약)은 IMO 에서 1973 년 만든 것으로 1983 년 최초 발효되었으며 조문과 Annex I~VI 로 구성됨

주 2 : Annex Vi 는 대기오염과 관련된 부속으로 1997 년 신설되었으며 이때부터 SO<sub>x</sub>(Sulfur Oxide, 황산화물)와 NO<sub>x</sub>(Nitrogen Oxide, 질소산화물) 규제 논의 시작됨

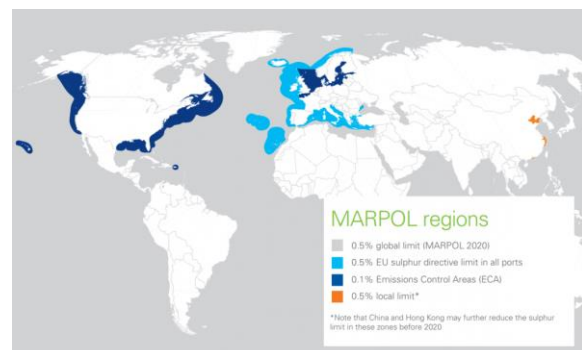
#### IMO 의 SO<sub>x</sub> 규제 타임라인



자료 : IMO, SK 증권

주 : m/m 은 질량 기준으로, 0.5% m/m 은 전체 질량 대비 0.5%의 황산화물이 함유되어 있음을 의미함

#### 해역별 SO<sub>x</sub> 규제



자료 : Google, SK 증권

이에 따른 해운사들의 대응 방안은 3 가지로 나뉜다. ① 스크러버(탈황장치)를 설치하거나, ② 원유 기반 에너지가 아닌 LNG 로 추진되는 선박을 도입하거나, ③ LSFO(Low-Sulfur Fuel Oil, 저유황유) 또는 MGO(Marine Gas Oil, 선박용 경유)를 사용하는 것이다.

각각 장단점이 뚜렷하다. 스크러버를 설치할 경우 초기에 기존에 사용하던 고유황유를 그대로 연료유로 주입해도 무방하다. 저렴한 연료를 쓸 수 있는 것이다. 그러나 스크러버를 장착하는데 따른 추가적인 비용 지출이 불가피하다. LSFO 나 MGO 를 사용할 때는 추가 장비 설치가 불필요해 초기 투자 비용이 낮다는 장점이 있지만 수요 증가에 따라 연료비가 상승할 수도 있다. LNG 추진 선박 도입은 원유 기반 에너지보다 열량이 높고 향후 강화될 환경 규제에 대응하기는 용이하지만 선박을 새로 발주해야 하기 때문에 초기 투자 비용이 매우 크게 증가한다는 단점이 있다.

그럼 현재 해운사들은 어떻게 대응하고 있는지 살펴보자.

SOx 규제 대응 방안 별 장단점

구분	장점	단점
스크러버 설치	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 가격이 저렴한 고유황유 사용 가능</li> <li>- 기존선 설치 가능</li> <li>- SOx 뿐만 아니라 미세먼지(PM) 저감 가능</li> <li>- 저유황유 가격 변동에도 유연한 대처 가능</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 초기 투자비용 발생, 설치 기간 운항 손실 발생</li> <li>- 별도 설치 공간이 필요, 화물 선적 공간 감소</li> <li>- 설치 공간 소요로 선복량 감소</li> <li>- 소형 선박 설치 불가, 노후 선박 설치 시 낮은 경제성</li> <li>- 추가 전력 소비 및 운용 에너지 증가</li> <li>- 개방형 스크러버는 세정수 규제 가능성 존재</li> </ul>
LNG 추진 선박 도입	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 대기 환경 규제 충족시킬 수 있는 이상적 방안</li> <li>- 기존 연료 대비 높은 열량으로 연료비 저감 가능</li> <li>- SOx 외에도 NOx, PM, 이산화탄소(CO2) 저감 가능</li> <li>- 유가 상승과 LNG 인프라 공급 확대에 경제성이 확보될 것으로 예상되며 선박의 잔존가치도 높아질 것으로 전망</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 초기 투자 비용(신규 건조) 발생</li> <li>- 지역별 LNG 연료 가격 격차 발생</li> <li>- 추가설비(LNG 연료탱크, 연료 공급 시스템 등)로 인한 적재 공간 감소로 화물량 손실 우려</li> <li>- 현재 충전 설비 등 LNG 병커링 인프라 시설 부족</li> </ul>
저유황유 (LSFO 또는 MGO) 사용	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 대부분 선박 사용 가능</li> <li>- 엔진 개조 및 추가 장비 설치 등 물리적 개조 불필요</li> <li>- 물리적 개조가 필요 없어 스크러버 설치 및 선박 건조에 비해 초기 투자 비용 부담 없이 바로 적용 가능</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 수요 증가에 따라 연료비 상승 리스크 보유</li> <li>- 저유황유는 고유황유 대비 약 40% 이상 비쌌</li> <li>- 연료 전환 및 기존 엔진 적용에 따른 품질보증 문제 발생</li> <li>- 규제 시행 초기, 일시적 수급부족 우려</li> </ul>

자료 : 삼정 KPMG 경제연구원 SK 증권

## ① 스크러버 장착

올해 7월 초 기준 Clarksons Research 집계에 따르면 탱커는 전체 선대의 5%가 스크러버를 장착했으며 2019년 말에는 14%, 2020년 말에는 20%까지 장착 비율이 올라갈 것으로 전망된다. 벌커는 7월 초 기준 3%, 2019년 말 10%, 2020년 말 14%를 전망한다.

선종에 따라 큰 차이를 보이기도 하는데 크루즈선은 7월 초 기준 62%, 2019년 말 74%, 2020년 말 77% 수준을 전망한다. 크루즈선은 유럽의 ECA에서 운행되는 경우가 많아 일찌감치 스크러버를 장착해 환경 규제에 대응한 것으로 보인다.

전 선종 기준으로는 7월 초 기준 4%, 2019년 말 11%, 2020년 말 15%를 전망한다.

Projected Scrubber Uptake

Sector	As of Start July 2019 (% Fleet / Orderbook GT)			Projected Scrubber Fitted Fleet, End 2019 (% GT)	Projected Scrubber Fitted Fleet, End 2020 (% GT)
	Scrubber-Fitted	Retrofit Pending	Orderbook		
VLCC (200,000+Dwt)	8%	16%	70%	23%	35%
Suezmax (125-99,999 Dwt)	6%	14%	42%	16%	21%
Aframax (85-124,999 Dwt)	4%	12%	23%	12%	18%
Total Tanker	5%	11%	51%	14%	20%
Capesize (100,000+ Dwt)	6%	15%	52%	20%	26%
Panamax (65-99,999 Dwt)	2%	4%	8%	6%	10%
Handymax (40-64,999 Dwt)	1%	4%	7%	5%	7%
Total Bulkcarrier	3%	8%	29%	10%	14%
Post-Panamax (15,000+ TEU)	3%	9%	61%	20%	28%
Neo-Panamax (8-14,999 TEU)	4%	20%	51%	14%	21%
Total Containership	3%	11%	50%	10%	15%
LPG	5%	5%	63%	10%	16%
Cruise	62%	3%	25%	74%	77%
Passenger Ferry	9%	1%	11%	13%	17%
Ro-Ro	21%	5%	66%	24%	30%
Total Fleet	4%	8%	33%	11%	15%

자료 : Clarksons Research, SK 증권

주 : 2019년 말 2020년 말 기준 스크러버 장착 비율은 2019년 3월 전망치임

## ② LNG 추진선 발주

LNG 추진선 발주는 초기 투자 비용이 매우 높은 만큼 저조한 편이다. 2019년 7월 4일 기준 전체 선종에서 LNG 추진선(LNG Capable)은 507 척으로 선대의 0.5%에 불과하다(GT 기준 2.8%). 잔고에는 313 척으로 전체 잔고 대비 7.7% 수준이다(GT 기준 15.9%).

LNG 추진선 유관 인프라가 부족하다는 점도 발주를 저조하게 만드는 요인이다. 세계 주요 항구들은 LNG 벙커링 시설을 늘리고 있지만 아직은 국지적인 분포를 보이고 있어 발주가 저조할 수 밖에 없다.

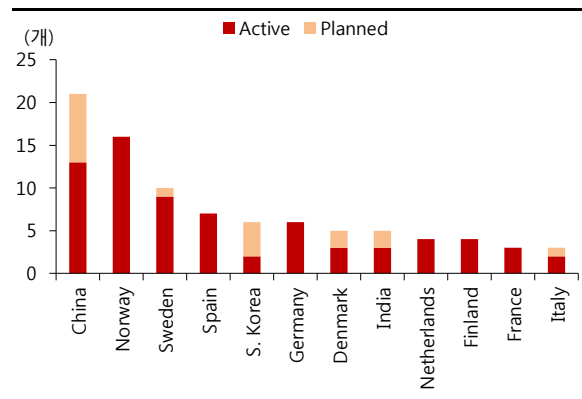
전체 선대의 0.5%만 LNG 추진선(잔고 기준 7.7%)

Equipment Type	LNG Capable	LNG Ready
Fleet	>507	>143
% Fleet (% GT Capacity)	0.5% (2.8%)	0.1% (1.4%)
Orderbook	>313	>85
% Orderbook (% GT Capacity)	7.7% (1□.9%)	2.1% (8.2%)

자료 : Clarksons Research, SK 증권

주 : 2019년 7월 4일 기준 100GT 이상의 선박 97,000 척을 대상으로 함

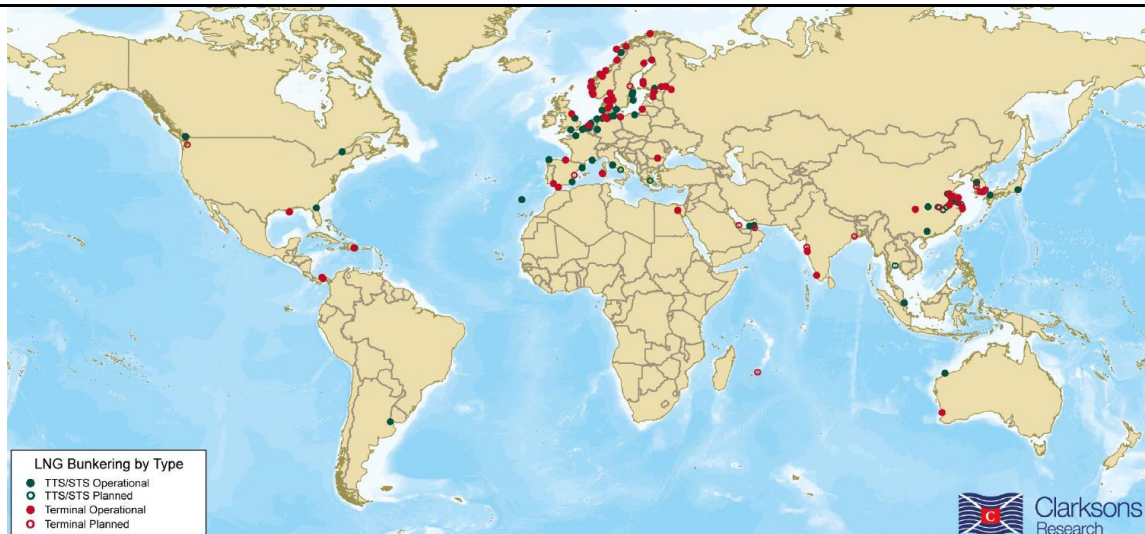
국가별 LNG 벙커링 항구 개수



자료 : Clarksons Research, SK 증권

주 : 2019년 6월 말 기준임

## LNG 벙커링 시설은 빠르게 증가중이지만 여전히 국지적 분포를 보이고 있음



자료 : Clarksons Research, SK 증권

주 : 2019년 6월 말 기준임

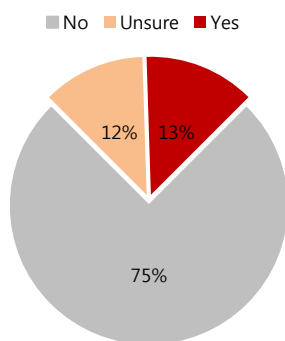
그러면 2019 년 9 월 30 일 기준 전 세계 수주 잔고가 3,098 척이고 선대가 97,471 척임을 감안했을 때, 2020 년 말 기준 LNG 추진선(잔고 313 척 + 선대 507 척 = 820 척)은 대략적으로 전체 선대(잔고 3,098 척 + 선대 97,471 척 = 약 100,000 척) 대비, 0.8% 수준이다. 폐선이 발생한다고 가정해도 1% 남짓인 것이다.

결국 스크러버 장착선과 LNG 추진선의 합산 비율은 2020 년 말 기준 16% 정도밖에 안 되는 것이며 나머지 84%는 LSFO 나 MGO 를 쓰거나 IMO 의 규제에 대응하지 않는다는 것인데, 마침 눈에 띄는 설문조사지가 있다.

글로벌 해운 조사기관이자 컨설팅사인 Drewry 가 2018 년 10 월 화주들을 대상으로 조사한 바에 따르면, 해운사들에게 IMO 2020 규제로 인한 연료비 상승을 완화할 대응 방안에 대해 전달받은 화주는 13%에 불과했고 전달받지 못한 화주가 75%에 달했다.

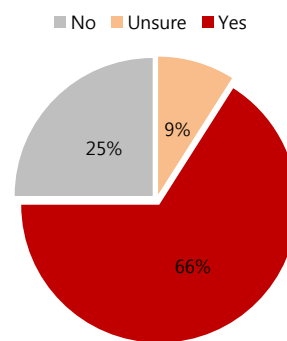
그리고 Drewry 가 해운사와 선주들을 대상으로 IMO 규제가 예정대로 2020 년부터 강제성을 가질 것으로 보는 의견을 조사해보니 66% 수준이었다. 규제 대상의 3 분의 1 은 IMO 의 규제 강제성에 의구심이 있는 것이다. 만약 이 규제가 강제성이 없다면 몇 년 전부터 술하게 논의되어 왔던 산업별 영향들이 모두 무의미해질 수도 있는 것이다. 참고로 이 조사는 2019 년 4 월에 진행된 것이니, 최근으로 봐도 무방하다.

해운사들에게 연료비 상승 대응 방안을 전해들은 화주 비율



자료 : Drewry, SK 증권  
주 : 조사 대상은 화주들이었음

IMO 규제가 강제성을 가질 것으로 보는 의견은 66%



자료 : Drewry, SK 증권  
주 : 조사 대상은 탱커, 벌커, 컨테이너 해운사와 선주들이었음

그렇다면 IMO 는 혹시라도 지시를 이행하지 않는 대상들에게는 어떤 대응을 준비하고 있는 것일까? 공식 홈페이지의 FAQ 를 통해 IMO 강제성에 대한 두 가지 답변을 남겼다. 첫 번째는 IMO 가 어떻게 입법을 추진하는지에 대한 답변이다. 이에 따르면 IMO 는 자체적으로 입법을 추진하는 것이 아니라, 각국 정부에게 입법 추진 여부를 맡기고 있다. 즉, 각국 정부에서 IMO 규제 준수 의사가 있다고 판단하면 법으로 해운사들을 규제할 수 있고, 그렇지 않으면 단순 권고 사항에 지나지 않는 것이다.

IMO 가 경찰과 같은 기능이 있냐는 질문에는, IMO 가 경찰과 같은 조직을 구성해 운영한다면 관련 인력 고용에 따른 비용 문제와, 각국의 정치적 이해관계를 고려해봤을 때 경찰 기능을 갖는 것은 불가능하다고 명시했다. 각국 정부에서 IMO 가 제시하는 페널티나 처벌을 그대로 받아들일 리 없다고도 밝히고 있다.

한 마디로, IMO 는 법이 아니기에 규제 준수 의무가 없다.

#### IMO 는 공식 홈페이지의 FAQ 를 통해 법적인 강제성이 없음을 명시하고 있음

##### How does IMO implement legislation?

*It doesn't. IMO was established to adopt legislation. Governments are responsible for implementing it.* When a Government accepts an IMO Convention it agrees to make it parts of its own national law and to enforce it just like any other law. IMO's Sub-Committee on Implementation of IMO Instruments (III) provides a forum for both flag States – responsible for the certifying of ships – and port States – who may inspect ships of any flag – to get together to discuss issues relating to implementation. The III Sub-Committee also reviews casualty investigation reports, to identify lessons learned and make recommendations for further work. (후략)

##### Shouldn't IMO have some sort of police function?

It is sometimes said that IMO should have some sort of authority to enforce its regulations. This seems to imply the creation of a team of inspectors and a fleet of patrol boats crewed by officials with the right to board any ships they suspected of contravening IMO regulations.

*In practice, the creation of such a force would be financially enormous – it would mean recruiting hundreds, probably thousands of people – and politically impossible:* most Governments would never agree to allow ships flying their flag to be boarded in international waters and *any attempt to introduce a system of penalties and punishments would be even more unacceptable.* (후략)

자료 : IMO, SK 증권



우리의 생각과는 참 다르다. 실제 선주들은 IMO2020에 대해서 시큰둥한 반응을 보이고 있고, 또 막상 IMO 본인들도 법적인 강제성이 없다는 것을 인정하고 있으니 말이다. 이렇게 본다면 과연 어느 나라에서 IMO의 지시에 그렇게 잘 따르고, 또 선주들 입장에서도 금전적 손해를 보면서까지 그렇게 잘 따를 지 의문감이 들기도 한다.

그리고 이 추론은 어느 정도 사실로도 확인된다. 이미 인도네시아 정부는 로이터 통신을 통해 자국 선박들에 대해 IMO의 SOx 규제 불이행을 허용한다고 밝혔다. 인도네시아 교통부 장관은 LSFO나 MGO를 사용할 경우 해운사들이 부담해야 할 연료비가 증가해 결국 화물의 가격 상승까지 이어질 우려가 있어 규제 불이행을 허용하겠다고 밝혔다.

또한 Lloyd 선급의 FOBAS 매니저인 Douglas Raitt는 해운사들이 2020년 1월 1일까지 규제 이행을 위한 준비를 모두 마치는 것은 불가능하다고 밝히며 규제 시기 연기 가능성을 내비쳤다. 참고로 Lloyd 선급은 세계에서 가장 큰 선급으로 선박 건조 규칙을 제정하거나 선박 건조시 관리 감독 업무를 수행하고 선박에 대한 등급을 매기는 곳이다. 쉽게 말해서, 선급에서 등급을 못 받으면 배가 운항을 못한다. 조선/해운 시장에서는 굉장히 권위 있는 기관이 선급이고, 그 중 가장 큰 선급인 Lloyd의 의견을 그냥 흘려 듣긴 쉽지 않아 보인다.

앞선 규제 연기 사례들처럼, 비용적인 부담이나 인프라 부족과 같은 이슈가 지금 2020년 SOx 규제도 똑같이 해당되는 것 같다.

#### 인도네시아 정부는 IMO의 SOx 규제를 이행하지 않기로 함

Indonesia will not enforce IMO low-sulphur fuel rules on domestic fleet

(전략) But because of the high cost of complying with new rules, Indonesian authorities will allow Indonesian-flagged vessels to continue burning marine fuels with a maximum 3.5% sulphur content in its territorial waters past 2020 without having to use scrubbers, an Indonesian Ministry of Transportation official said. "Fuel price for fuel with a maximum of 0.5% is more expensive and will increase operational cost of the ship, that will affect the logistics costs and prices of goods," (후략)

자료 : Reuters(2019-07-26), SK 증권

#### Lloyd는 2020년까지 해운사들의 대응이 불가능하다고 밝힘

Shipping 'extremely ill-prepared' for IMO 2020

(전략) Douglas Raitt, global FOBAS manager at Lloyd's Register, said: "The shipping industry is extremely ill-prepared. Even this week owners are asking me to help them do the SIP - about three months before 2020. Not possible." The elements of the SIP cover a risk assessment and mitigation plan regarding the impact of new fuels, fuel oil system modifications and tank cleaning if needed, fuel oil capacity and segregation capability, and bunkering plans in the lead up to the compliance date. (후략)

자료 : Seatrade Maritime News(2019-09-06), SK 증권



뉴질랜드 정부도 SOx 규제 기준을 망설이고 있다고 한다. 저유황유의 가격이나 원활한 공급이 가능할지에 대한 내부적인 우려가 많아 상황을 지켜보고 대응하겠다는 입장이다. 인도는 SOx 규제를 비준했지만 해운 장관이 IMO 규제에 대해 좀더 심사숙고를 해야 한다며 정부의 비준에 비판적인 논조를 보이고 있다.

늘 이슈의 중심에 서는 미국의 트럼프 대통령도 이 이슈에 대해 대놓고 IMO의 환경 규제 연기를 추진하기도 했다. 물론 IMO 측은 규제 시행 여부를 두고 강경한 입장을 고수하고 있지만, 파리기후협약도 탈퇴한 트럼프 대통령이 내년 대선을 앞두고 어떠한 정치적 행보를 보일 지는 알 수 없는 일이다. 특히, 에너지 가격이 오를 때마다 트위터를 통해 자극적 발언을 서슴지 않았던 점을 감안하면, IMO의 환경 규제를 좌시하지 않을 가능성이 있다.

#### 뉴질랜드 정부에서도 IMO 규제 기준을 망설이고 있음

IMO2020: New Zealand Sees Resistance to Ratifying Annex VI

New Zealand's government is considering whether it should sign up to MARPOL Annex VI, and is seeing some resistance to the idea...but with the global 0.50% sulfur cap coming into force from January 1, 2020, as with many other nations already signed up to ANNEX VI there are concerns over the cost and availability of compliant fuel...Refining New Zealand say they would like to see a phased approach to adopting the new rules.

자료 : Ship & Bunker(2019-04-25), SK 증권

#### 인도 해운 장관은 IMO 규제 기준에 반대하고 있음

Emissions enforcement: will the big guns fire?

(전략) It has ratified Annex VI but its minister of state for shipping, Mansukh Mandaviya, seems to wish that it had not. According to the Times of India, he told a seminar organised by the Federation of Indian Chambers of Commerce and Industry that the country is committed to complying with the sulphur cap, "but we need to ascertain whether India was part of this decision making." India has an important role in international shipping, he said "and therefore [we] need to play a proactive role." (후략)

자료 : Shipsight(2019-09-05), SK 증권

#### IMO의 SOx 규제 시행 연기를 추진했던 트럼프 대통령

트럼프, 선박연료 환경규제 늦춘다...해운업계 '화색', 정유·조선 '당혹'

도널드 트럼프 미국 행정부가 국제해사기구(IMO)의 황산화물(SOx) 배출 규제 시행 시기(2020년 예정) 연기를 추진하고 있다...월스트리트저널(WSJ)에 따르면 백악관은 이 규제가 유가 등 미국 경제에 미칠 여파와 함께 2020년 대선에 미칠 부정적 영향까지 고려하고 있는 것으로 알려졌다. 백악관은 이 규제로 인해 세계 경제에 1000억달러가량, 미국에만 100억달러가 넘는 비용 부담이 발생한다는 사실을 듣고 적잖게 놀랐다는 후문이다. (후략)

자료 : 한국경제(2018-10-19), SK 증권

#### 트럼프는 파리기후협약처럼 IMO 규제도 불이행 가능성 있음

Lawmakers pressure White House on IMO 2020 implementation

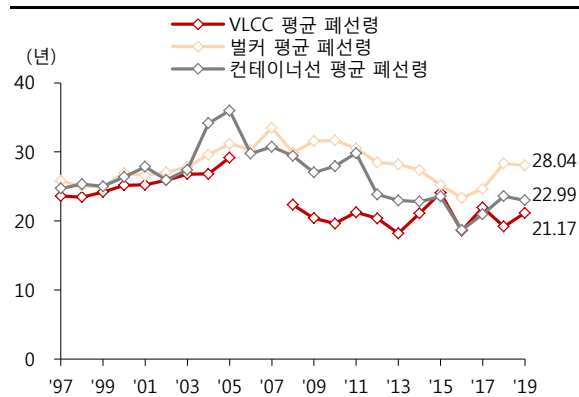
(전략) In what some see as an effort to influence White House policy-makers before the Trump Administration starts weighing options that would undermine the regulation, the lawmakers sent a letter...to President Trump supporting the new marine fuel standards, scheduled to go into effect January 1, 2020...But some have speculated that President Trump could attempt to simply pull out of the accord, as he did with the Paris Climate Agreement. (후략)

자료 : Freight Waves(2019-05-04), SK 증권

이렇게 변수가 많은 IMO 환경 규제가 조선과 해운업에 영향을 미치려면 폐선이 증가해야 한다. 스크러버 장착 비율은 15% 남짓일 것으로 추정되는 가운데, 스크러버 장착에 소요되는 시간은 선박에 따라 다르지만 통상 3개월 정도로 알려져 있다. 그 말인즉슨 스크러버 장착하는 3개월 정도만 일시적 선박 쏟티지가 발생할 뿐이며 구조적으로 선박이 부족해져 운임이 오르고 신조 발주가 증가하는 국면을 기대하기 어렵다는 뜻이다. 그러면 2019년 9월 말 현재 폐선 대상 선박은 얼마나 되고, IMO의 규제로 폐선이 가속화될 수 있을까?

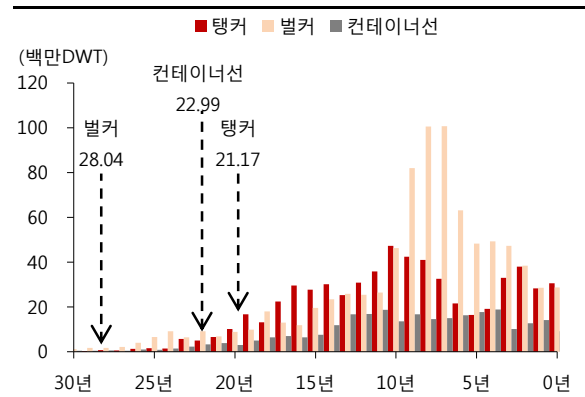
일단 선종별로 최근 평균 폐선령 추이를 보면 VLCC는 21.17년, 컨테이너선은 22.99년, 벌커는 28.04년 수준이다. 그리고 선종별로 선령 분포를 보면 탱커는 폐선이 임박한 선박이 제법 분포하고 있다. 그러나 벌커나 컨테이너선은 폐선령에 다다른 선박이 적다. 즉, 벌커나 컨테이너선은 IMO 이슈가 아니라면 현재 폐선을 결정할 때는 아닌 상황이다.

VLCC, 벌커, 컨테이너선의 평균 폐선령 추이



자료 : Clarksons Research, SK 증권

탱커, 벌커, 컨테이너선의 선령 분포



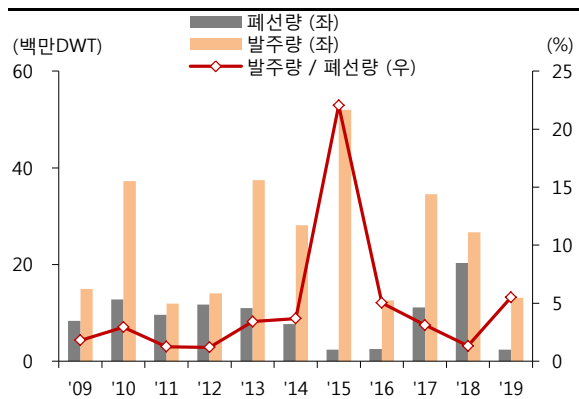
자료 : Clarksons Research, SK 증권

선종별로 최근 폐선 주의를 보면 탱커를 제외하면 폐선이 거의 없었다. 벌크와 컨테이너선은 폐선은 거의 없이 신조 발주만 늘어 오히려 선박 수급을 악화시켰다.

그런데 가만히 생각해보면 현 시점부터 IMO의 규제로 폐선이 늘고 신조 발주가 증가한다는 전망은 어딘지 이상하다. 선주나 해운사가 폐선을 결정하고 새롭게 선박을 발주하면 이를 인도받는데 까지 약 2년이 소요된다. 당장 3개월 뒤부터 적용되는 규제를 이행하려면 이미 노후 선박에 대한 폐선과 신조 발주가 나왔어야 하는 것이다.

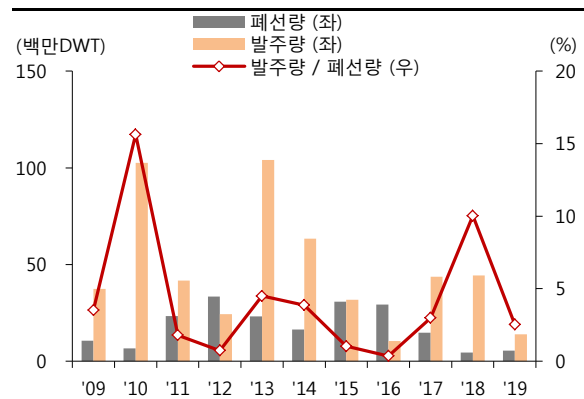
즉, 탕커는 마침 폐선령이 다가오기도 했고, IMO 규제에 대해 그나마 적극적으로 대응한 것이지만 벌커와 컨테이너선은 폐선령도 아직 다가오지 않았을 뿐더러 SOx 규제에 대한 별다른 대응이 없었던 것이다.

### 탱커의 폐선량, 발주량 추이



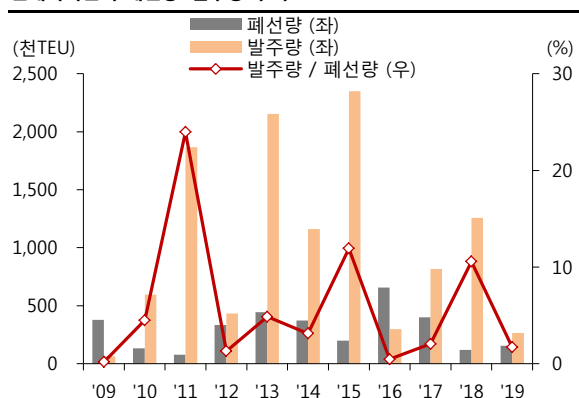
자료 : Clarksons Research, SK 증권

벌커의 폐선량, 발주량 추이



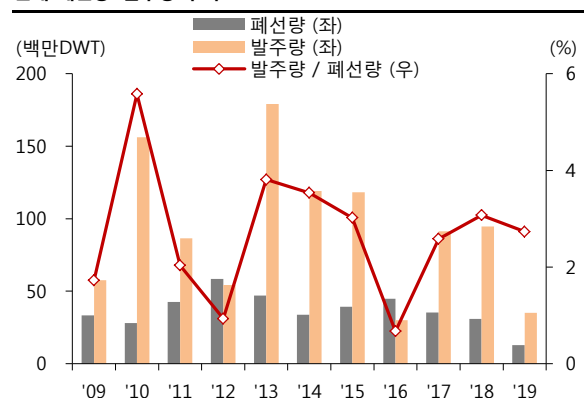
자료 : Clarksons Research, SK 증권

컨테이너선의 폐선량, 발주량 추이



자료 : Clarksons Research, SK 증권

### 전체 폐선량, 발주량 추이



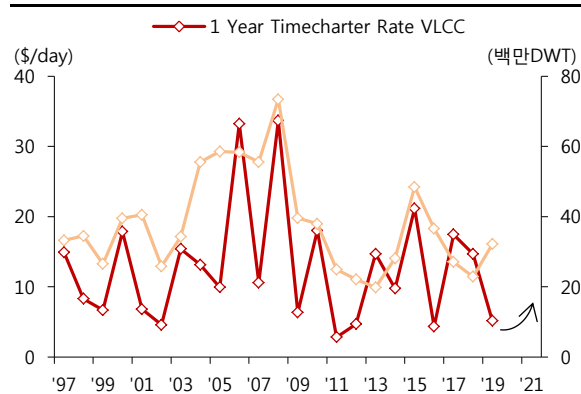
자료 : Clarksons Research, SK 증권

그러면 내년에도 IMO 로 인한 벌커와 컨테이너선의 폐선을 기대하기는 어려워 보인다. 그나마 탱커 정도가 IMO 와 무관하게 폐선령에 다가선 선박이 많아 수급 개선과 함께 운임 상승을 기대해볼 수 있어 보인다. 그 외에 컨테이너선이나 벌커는 조금 힘들 것이다.

특히 올 한 해 동안 급등한 BDI를 두고 IMO 효과로 선박 수급이 개선될 것이라는 기대감을 가졌다면 낮춰야 한다. 스크러버를 장착하러 들어간 선박들 때문에 일시적으로 대서양 연안에 선박 수매가 힘들어지며 BDI가 급등했을 뿐 폐선이 증가하지도 않았고, 앞으로도 증가할 여력은 낮아 보인다. 실제로 스크러버를 장착한 선박들이 돌아오면서 BDI는 빠르게 조정 받고 있는 분위기다.

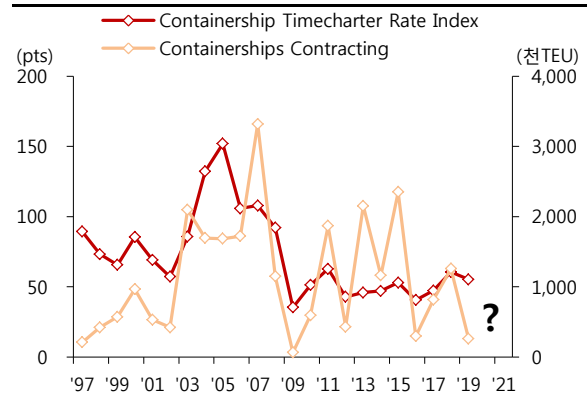
이렇게 IMO 가 조선 / 해운업계에 미치는 긍정적 영향은 미미해 보인다.

VLCC 운임과 발주량 추이



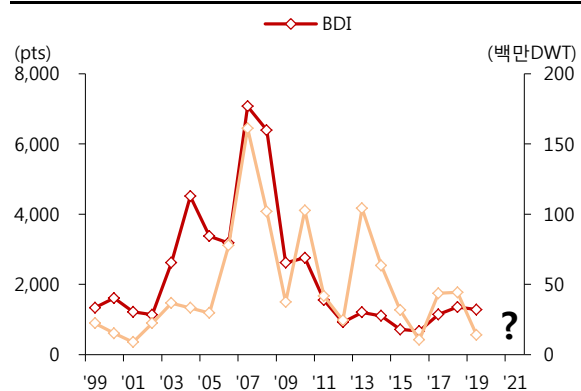
자료 : Clarksons Research, SK 증권

컨테이너선 운임 지수와 컨테이너선 발주량 추이



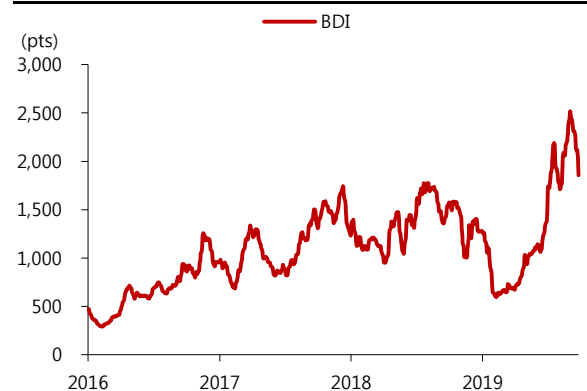
자료 : Clarksons Research, SK 증권

BDI와 벌커 발주량 추이



자료 : Clarksons Research, SK 증권

스크러버 장착 벌커들 복귀로 BDI 조정중



자료 : Clarksons Research, SK 증권

# Company Analysis

# SK COMPANY Analysis



Analyst

유승우

yswbest@sk.co.kr

02-3773-9180

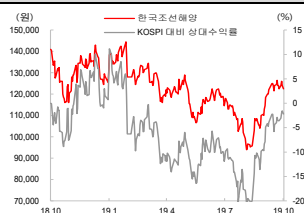
## Company Data

자본금	354 십억원
발행주식수	7,077 만주
자사주	6 만주
액면가	5,000 원
시가총액	8,670 십억원
주요주주	
현대중공업지주(외15)	33.96%
국민연금공단	8.92%
외국인지분률	16.70%
배당수익률	0.00%

## Stock Data

주가(19/10/07)	122,000 원
KOSPI	2021.73 pt
52주 Beta	1.31
52주 최고가	144,500 원
52주 최저가	93,900 원
60일 평균 거래대금	22 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	8.4%	6.7%
6개월	1.7%	11.0%
12개월	-13.1%	-2.2%

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

## [3Q19 Preview] 묻고 더블로 가

동사의 3Q19 매출액은 3 조 5,110 억원, 영업이익은 497 억원이 전망됨. 총당금 환입 효과가 일부 기대되기 때문임. 아울러 최근 LNG 추진 원유운반선 대량 수주 기대감이 불거지고 있고, 프로젝트성 LNG 캐리어 발주도 연내 이뤄질 가능성이 대두되고 있음. 동사는 2021 년 인도 슬롯을 팔고 있어 2022 년 인도 슬롯을 파는 경쟁사보다 수주 여력도 높음. 이에 투자 의견 매수, 목표주가 170,000 원, 업종 내 Top Pick 의견을 유지함

## 3Q19 매출액 3 조 5,110 억원, 영업이익 497 억원 전망

동사의 3Q19 매출액은 3 조 5,110 억원, 영업이익은 497 억원이 전망됨. 상반기 후반 가격이 동결되었고, 최근 철강 업황 감안시 기설정 총당금에 대한 일부 환입도 기대됨. 신규수주 선박들도 고스펙 등의 사유로 선가를 올려서 수주한 물량이 섞여 있어 추가적인 공사손실충당금 설정액도 매우 미미할 것으로 판단함

## 물려오는 4 분기 수주

동사는 최근 LNG 추진 원유운반선을 대량으로 수주할 것으로 전망되고 있음. LNG 추진 원유운반선은 기존 원유운반선의 가격인 \$9,600 만 대비 15% 가량 높은 \$1.1 억 수준이기 때문에 총당금을 쌓지 않을 것은 물론이거니와 전체적인 이익 수준도 꽤나 높을 것으로 추정됨. 아울러 카타르와 모잠비크에서 발주할 프로젝트성 LNG 캐리어 물량이 2019 년 내 발주될 가능성이 대두되고 있는바 4 분기 수주 속도가 빨라질 것으로 전망함. 수주잔고도 차오르고 있어 선가 협상력이 다소간 우위에 있다는 점도 상당히 긍정적인 상황임. 그리고 동사는 현재 2021 년 인도 슬롯을 팔고 있어 2022 년 인도 슬롯을 판매하는 경쟁사보다 상대적으로 4 분기 수주 여력이 매우 높음

## 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	14,789	15,213	17,414
yoy	%	-51.9	-30.6	-15.2	12.7	2.9	14.5
영업이익	십억원	392	15	-523	191	255	360
yoy	%	흑전	-96.3	적전	흑전	33.5	41.0
EBITDA	십억원	1,267	597	-128	573	612	708
세전이익	십억원	96	-27	-854	196	66	170
순이익(지배주주)	십억원	545	2,458	-489	854	302	775
영업이익률%	%	1.8	0.1	-4.0	1.3	1.7	2.1
EBITDA%	%	5.7	3.9	-1.0	3.9	4.0	4.1
순이익률	%	2.8	17.4	-3.5	6.0	2.0	4.5
EPS(계속사업)	원	-824	-5,038	-10,094	12,064	4,265	10,950
PER	배	N/A	N/A	N/A	10.2	28.7	11.2
PBR	배	0.6	0.5	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	배	17.7	14.7	-79.7	18.3	17.4	14.5
ROE	%	3.7	18.2	-4.3	7.0	2.4	5.9
순차입금	십억원	9,240	1,660	-325	-57	107	-272
부채비율	%	175.2	145.8	88.6	76.5	72.4	73.2

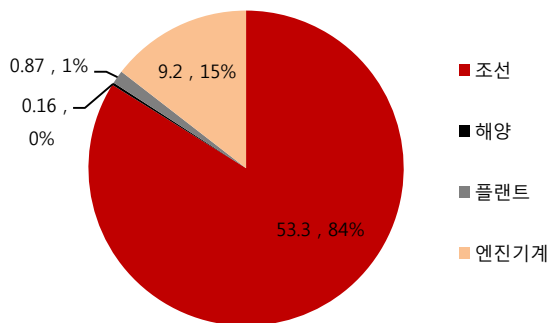
## 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
매출액		30,425	31,244	32,419	37,111	32,685	39,229	35,110	40,863	154,688	131,199	147,888
	YoY	-29.4%	-26.4%	-5.3%	6.4%	7.4%	25.1%	8.3%	10.5%	-30.6%	-15.2%	12.7%
	QoQ	-12.8%	2.7%	3.8%	14.5%	-11.6%	20.0%	-10.5%	16.4%			
영업이익		(1,238)	(1,757)	289	(2,519)	281	555	497	579	146	(5,225)	1,912
영업이익률		-4.1%	-5.6%	0.9%	-6.8%	0.9%	1.4%	1.4%	1.4%	0.1%	-4.0%	1.3%
	YoY	적전	적전	-56.8%	적지	흑전	흑전	72.0%	흑전	-96.3%	적전	흑전
	QoQ	적지	적지	흑전	적전	흑전	97.4%	-10.4%	16.4%			
세전이익		(1,990)	(3,009)	(202)	(3,339)	274	387	1,025	270	(269)	(8,540)	1,957
세전이익률		-6.5%	-9.6%	-0.6%	-9.0%	0.8%	1.0%	2.9%	0.7%	-0.2%	-6.5%	1.3%
순이익		258	(2,103)	(216)	(2,474)	173	2,017	5,342	1,406	26,931	(4,536)	8,938
순이익률		0.8%	-6.7%	-0.7%	-6.7%	0.5%	5.1%	15.2%	3.4%	17.4%	-3.5%	6.0%

자료: 현대중공업 SK 증권

## 2019년 1~8월 신규수주

(억불)

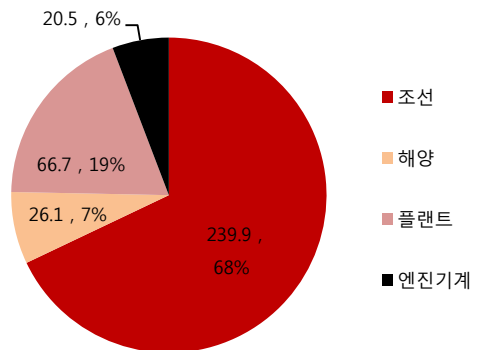


자료: 현대중공업 SK 증권

주: 현대중공업, 현대삼호중공업, 현대미포조선 연결 기준

## 2019년 8월 말 기준 수주잔고

(억불)

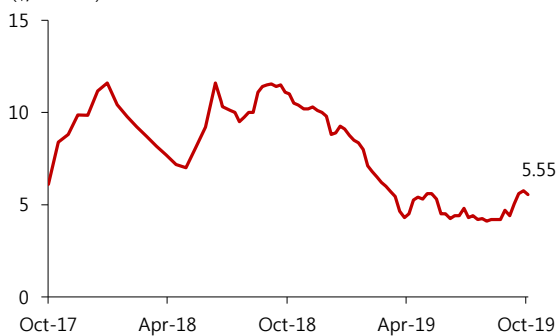


자료: 현대중공업 SK 증권

주: 현대중공업, 현대삼호중공업, 현대미포조선 연결 기준

## 아시아 LNG 스팟 가격 추이

(\$/mmbtu)

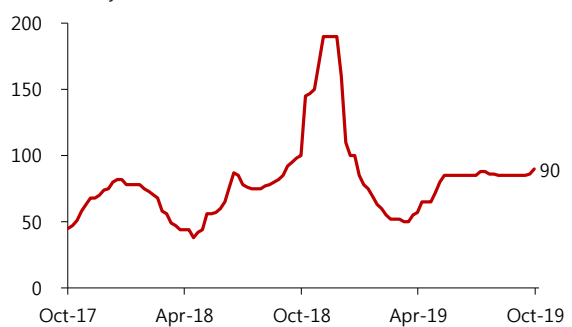


자료: Reuters, SK 증권

## 160K CBM LNG 캐리어 Multi-Month 운임

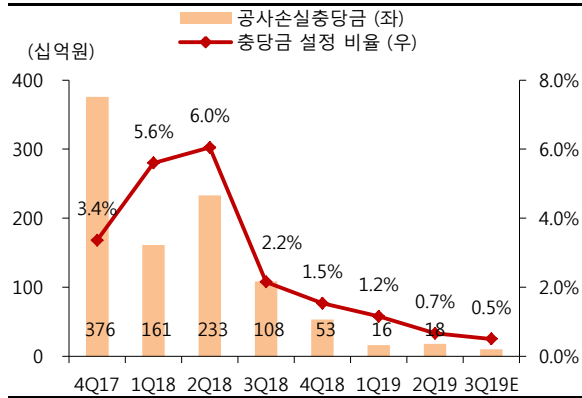
LNG 160K CBM Multi-Month Rate (3-6 Months)

(1,000\$/day)



자료: Clarksons Research, SK 증권

### 현대중공업그룹 공손충 설정 비율은 하락할 것

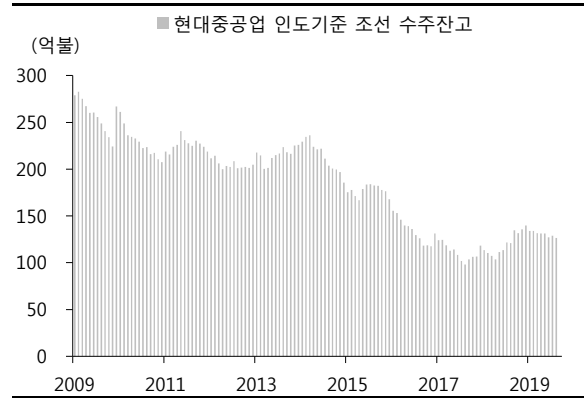


자료 : 현대중공업그룹, SK 증권

주1: 현대중공업그룹 조선 3사 합산 공손충 및 조선 부문 신규수주액 기준임

주2: 4Q17의 경우 2017년 전체 조선 신규수주량에 대해 한번에 공손충 설정

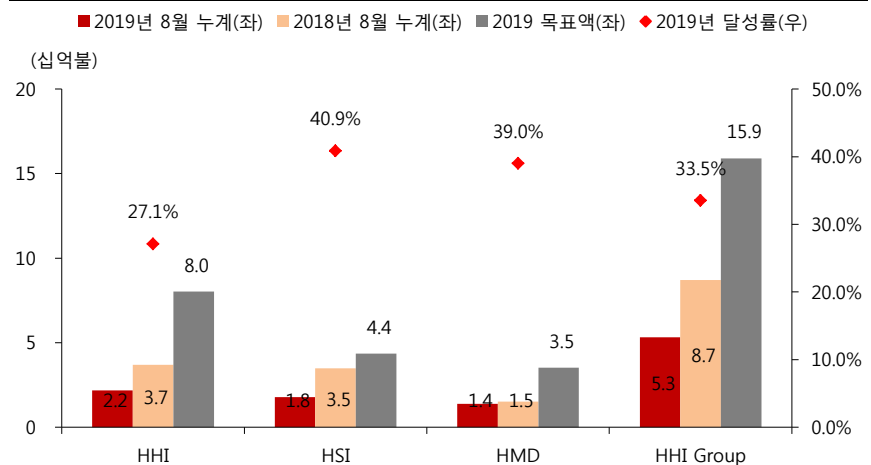
### 현대중공업 인도기준 조선 수주잔고 추이



자료 : 현대중공업, SK 증권

주: 현대중공업 별도 기준임

### 현대중공업그룹 조선부문 2019년 8월 말 기준 수주 목표 대비 달성률



자료 : 현대중공업그룹, SK 증권

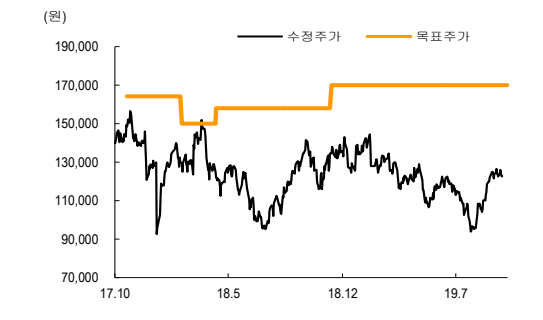
### 현대중공업 목표 주가 산출

	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E
BPS(원)	175,654	178,717	178,669	177,402	181,005
Target BPS(원)	178,948				
Target PBR(배)	0.95				
목표 주가(원)	170,000				
현재 주가(원)	122,000				
상승 여력	39.3%				

자료 : SK 증권



일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.10.08	매수	170,000원	6개월		
2019.07.26	매수	170,000원	6개월	-28.23%	-15.00%
2019.07.08	매수	170,000원	6개월	-26.47%	-15.00%
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	-18.99%	-4.65%



### Compliance Notice

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

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 10월 8일 기준)

매수	91.91%	중립	8.09%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	17,664	12,317	12,392	12,246	13,849
현금및현금성자산	3,240	3,042	2,045	1,654	1,992
매출채권및기타채권	5,286	1,455	1,640	1,687	1,931
재고자산	845	1,009	1,137	1,170	1,339
<b>비유동자산</b>	12,745	12,413	12,430	12,568	12,474
장기금융자산	239	215	273	273	273
유형자산	11,046	10,269	9,896	9,756	9,672
무형자산	105	89	100	87	77
<b>자산총계</b>	30,409	24,730	24,822	24,814	26,324
<b>유동부채</b>	15,615	9,410	8,658	8,484	9,193
단기금융부채	4,104	2,965	2,451	2,251	2,232
매입채무 및 기타채무	5,233	1,714	1,581	1,626	1,861
단기충당부채	0	1,020	444	304	174
<b>비유동부채</b>	2,422	2,209	2,103	1,938	1,933
장기금융부채	1,349	1,106	1,005	978	956
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	844	833	817	561	446
<b>부채총계</b>	18,037	11,619	10,761	10,422	11,126
<b>지배주주지분</b>	11,121	11,882	12,361	12,690	13,492
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	16,891	17,193	17,968
비지배주주지분	1,251	1,229	1,700	1,703	1,706
<b>자본총계</b>	12,372	13,111	14,061	14,393	15,198
<b>부채외자본총계</b>	30,409	24,730	24,822	24,814	26,324

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동현금흐름</b>	1,087	-542	-237	72	665
당기순이익(손실)	2,693	-454	894	302	775
비현금성항목등	-1,251	210	-332	310	-67
유형자산감가상각비	533	375	362	340	334
무형자산감가상각비	49	20	19	17	14
기타	-1,843	-142	-139	200	200
운전자본감소(증가)	-169	-255	-1,237	-489	-648
매출채권및기타채권의 감소(증가)	1,271	240	-301	-47	-244
재고자산감소(증가)	231	-199	-135	-33	-169
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-187	-126	-73	45	235
기타	-1,483	-169	-728	-454	-470
법인세납부	-186	-44	439	-51	605
<b>투자활동현금흐름</b>	982	241	188	-135	-193
금융자산감소(증가)	692	-803	-13	0	0
유형자산감소(증가)	-270	-162	-172	-200	-250
무형자산감소(증가)	-17	-4	-4	-4	-4
기타	576	1,209	377	69	61
<b>재무활동현금흐름</b>	-3,002	92	-954	-328	-135
단기금융부채증가(감소)	-1,858	-1,270	194	-200	-19
장기금융부채증가(감소)	0	0	-1,005	-27	-22
자본의증가(감소)	244	1,554	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-1,388	-192	-143	-101	-94
<b>현금의 증가(감소)</b>	-1,087	-198	-997	-390	338
기초현금	4,326	3,240	3,042	2,045	1,654
기말현금	3,240	3,042	2,045	1,654	1,992
FCF	4,368	98	-155	830	1,090

자료 : 한국조선해양, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	15,469	13,120	14,789	15,213	17,414
<b>매출원가</b>	14,435	12,763	13,886	14,108	16,082
<b>매출총이익</b>	1,034	357	903	1,105	1,332
매출총이익률 (%)	6.7	2.7	6.1	7.3	7.7
<b>판매비와관리비</b>	1,019	879	712	849	972
영업이익	15	-523	191	255	360
영업이익률 (%)	0.1	-4.0	1.3	1.7	2.1
비영업손익	-42	-332	4	-189	-190
<b>순금융비용</b>	33	58	32	32	33
외환관련손익	-166	24	36	36	36
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	57	41	6	6	6
세전계속사업이익	-27	-854	196	66	170
세전계속사업이익률 (%)	-0.2	-6.5	1.3	0.4	1.0
계속사업법인세	66	-209	-698	-236	-605
<b>계속사업이익</b>	-93	-645	894	302	775
중단사업이익	2,787	191	0	0	0
*법인세효과	-2	-31	0	0	0
당기순이익	2,693	-454	894	302	775
<b>순이익률 (%)</b>	17.4	-3.5	6.0	2.0	4.5
지배주주	2,458	-489	854	302	775
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	15.89	-3.73	5.77	1.98	4.45
<b>비지배주주</b>	235	35	40	0	0
<b>총포괄이익</b>	2,607	-552	944	332	805
<b>지배주주</b>	2,377	-582	901	329	802
<b>비지배주주</b>	230	30	43	3	3
EBITDA	597	-128	573	612	708

## 주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-30.6	-15.2	12.7	2.9	14.5
영업이익	-96.3	적전	흑전	33.5	41.0
세전계속사업이익	적전	적지	흑전	-66.2	156.8
EBITDA	-52.9	적전	흑전	6.9	15.7
EPS(계속사업)	511.6	적전	흑전	-64.7	156.8
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	18.2	-4.3	7.0	2.4	5.9
ROA	6.8	-1.7	3.6	1.2	3.0
EBITDA마진	3.9	-1.0	3.9	4.0	4.1
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	113.1	130.9	143.1	144.3	150.7
부채비율	145.8	88.6	76.5	72.4	73.2
순차입금/자기자본	13.4	-2.5	-0.4	0.7	-1.8
EBITDA/이자비용(배)	6.6	-0.9	4.8	6.1	7.5
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	-5,038	-10,094	12,064	4,265	10,950
BPS	185,387	167,892	178,717	179,301	190,631
CFPS	46,582	-1,396	17,453	9,303	15,871
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	N/A	N/A	12.0	33.9	13.2
PER(최저)	N/A	N/A	7.8	22.0	8.6
PBR(최고)	1.0	0.9	0.8	0.8	0.8
PBR(최저)	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
PCR	2.1	-92.1	7.0	13.2	7.7
EV/EBITDA(최고)	28.0	-90.8	21.0	20.0	16.7
EV/EBITDA(최저)	14.3	-56.2	14.8	14.1	11.7

# SK COMPANY Analysis



Analyst

유승우

yswbest@sk.co.kr

02-3773-9180

## Company Data

자본금	3,151 십억원
발행주식수	63,011 만주
자사주	2,596 만주
액면가	5,000 원
시가총액	4,813 십억원
주요주주	
삼성전자(주)(외8)	22.04%
국민연금공단	8.05%
외국인지분률	19.60%
배당수익률	0.00%

## Stock Data

주가(19/10/07)	7,700 원
KOSPI	2021.73 pt
52주 Beta	1.14
52주 최고가	9,450 원
52주 최저가	6,350 원
60일 평균 거래대금	19 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-2.2%	-3.7%
6개월	-9.7%	-1.4%
12개월	-8.7%	2.7%

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

[3Q19 Preview] 수주 모멘텀은 좋으나 이익 가시성이 떨어짐

동사의 3Q19 매출액은 1 조 7,896 억원, 영업손실은 301 억원이 전망됨. Ocean Rig 가 기발주한 드릴십에 대해 계약 취소 가능성이 대두되며 연내 적지 않은 금액의 충당금 설정이 불가피함. 동사도 4 분기 추가 수주 기대감은 있지만 섹터 내에서 이익 가시성이 가장 떨어진다는 기존 의견을 유지함. 최근 주가 상승으로 목표주가와의 괴리율이 좁혀져 투자 의견을 중립으로 하향하며 목표주가는 8,600 원을 유지함

## 3Q19 매출액 1 조 7,896 억원, 영업손실 301 억원 전망

동사의 3Q19 매출액은 1 조 7,896 억원, 영업손실은 301 억원이 전망됨. 2Q19 에는 Ensco 와의 소송 건으로 1.8 억불의 충당금 설정이 불가피해서 당기순손실이 대폭 증가한 바 있는데 3Q19 에는 Ocean Rig 가 발주한 드릴십에 대해 계약 포기 가능성이 대두되며 추가적인 충당금을 쌓아야 하는 문제가 발생함. 3Q19 와 4Q19 중 어느 분기 실적에 반영될 지는 알 수 없는 상황이지만 보수적으로 연내 1,000 억원 가량 설정될 것으로 추정하고 있음

## 다른 드릴십 물량 재매각에 대한 우려 + EPC 수주 물량 원가 상승 우려

Ocean Rig 의 드릴십 계약 포기는 현재 재매각을 추진중인 다른 드릴십 물량에 대해서도 제값을 받을 수 있을지 의구심을 키우고 있음. 아울러 EPC 턴키 수주 건인 BP Maddog FPU 의 공사 진행율이 54% 수준을 보이고 있는 가운데 과거 턴키 수주 물량들에서 갑작스러운 예정원가 상승이 발생했었음을 감안하면 영업이익의 변동성은 아직은 남아있다는 판단임

## 투자의견 중립으로 하향, 목표주가 8,600 원 유지

수주 모멘텀은 전체적인 조선사들이 유사하게 흘러가기 때문에 동사 역시 4 분기 추가적인 수주를 기대할 수 있음. 그러나 SK 증권 리서치센터는 동사가 섹터 내에서 이익 가시성이 가장 떨어진다는 의견을 지속적으로 피력중임. 최근 주가 상승으로 목표주가와의 괴리율이 좁혀져 투자 의견을 중립으로 하향하며 목표주가는 8,600 원을 유지함

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	10,414	7,901	5,265	7,006	8,333	8,599
yoy	%	7.2	-24.1	-33.4	33.1	18.9	3.2
영업이익	십억원	-147	-524	-409	-243	-102	-24
yoy	%	적지	적지	적지	적지	적지	적지
EBITDA	십억원	170	-210	-114	16	261	311
세전이익	십억원	-69	-464	-498	-606	-86	-106
순이익(지배주주)	십억원	-121	-339	-388	-618	-87	-107
영업이익률%	%	-14	-6.6	-7.8	-3.5	-1.2	-0.3
EBITDA%	%	16	-2.7	-2.2	0.2	3.1	3.6
순이익률	%	-13	-4.3	-7.4	-8.8	-1.0	-1.3
EPS(계속사업)	원	-410	-795	-682	-981	-137	-170
PER	배	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PBR	배	0.6	0.5	0.7	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	배	45.2	-28.5	-56.1	419.9	25.4	21.2
ROE	%	-2.3	-5.6	-6.2	-9.6	-1.4	-1.8
순차입금	십억원	3,939	3,064	1,661	1,722	1,734	1,695
부채비율	%	174.4	138.4	111.7	137.2	151.2	157.0

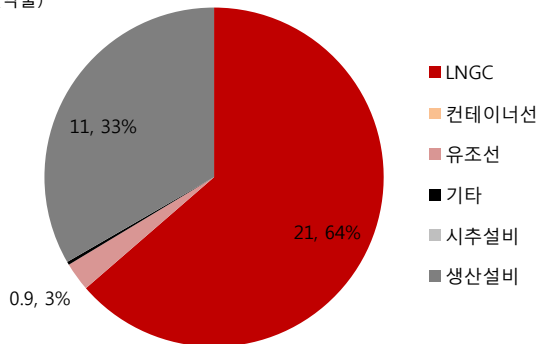
실적 추이 및 전망

(단위: 억원)		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
매출액		12,408	13,466	13,138	13,639	14,575	17,704	17,896	19,888	79,012	52,651	70,062
	YoY	-49.1%	-41.4%	-25.0%	-3.4%	17.5%	31.5%	36.2%	45.8%	-24.1%	-33.4%	33.1%
	QoQ	-12.2%	8.5%	-2.4%	3.8%	6.9%	21.5%	1.1%	11.1%			
영업이익		-478	-1,005	-1,272	-1,337	-333	-563	-301	-1,235	-5,242	-4,093	-2,432
영업이익률		-3.9%	-7.5%	-9.7%	-9.8%	-2.3%	-3.2%	-1.7%	-6.2%	-6.6%	-7.8%	-3.5%
	YoY	적전	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
	QoQ	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지			
세전이익		-907	-1,734	-1,172	-1,174	-687	-3,219	-594	-1,559	-4,639	-4,976	-6,058
세전이익률		-7.3%	-12.9%	-8.9%	-8.6%	-4.7%	-18.2%	-3.3%	-7.8%	-5.9%	-9.5%	-8.6%
순이익		-595	-1,427	-889	-971	-987	-3,137	-632	-1,428	-3,388	-3,879	-6,184
순이익률		-4.8%	-10.6%	-6.8%	-7.1%	-6.8%	-17.7%	-3.5%	-7.2%	-4.3%	-7.4%	-8.8%

자료: 삼성중공업 SK 증권

2019년 1~9월 신규수주

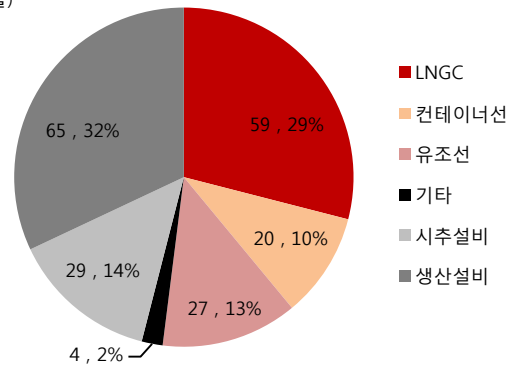
(억불)



자료: 삼성중공업 SK 증권

2019년 9월 말 기준 수주잔고

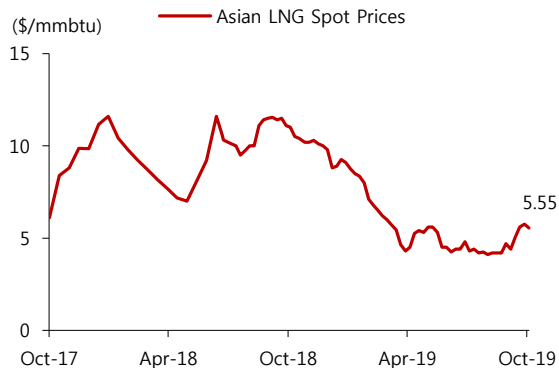
(억불)



자료: 삼성중공업 SK 증권

아시아 LNG 스팟 가격 추이

(\$/mmbtu)

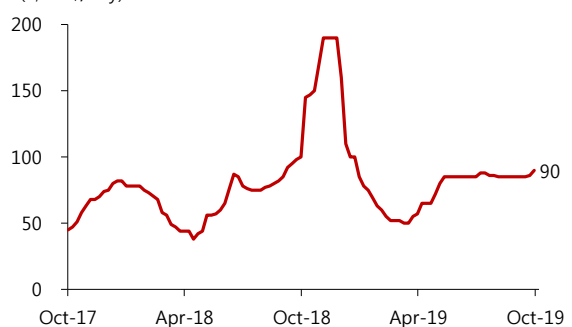


자료: Reuters, SK 증권

160K CBM LNG 캐리어 Multi-Month 운임

LNG 160K CBM Multi-Month Rate (3-6 Months)

(1,000\$/day)



자료: Clarksons Research, SK 증권

## 시추설비 현황

(단위: 억불)	프로젝트	계약가	입금(%)	납기	비고
Resale 완료	Stena	5.1	2.3(45)	'18.12월	최초선가 72억불의 70% 수준으로 제 3자 매각 완료
Resale 추진중	PDC	5.2	1.8(35)		재고자산으로 분류
	Seadrill #11	5.2	1.6(30)		(공정가차: 선가의 60%)
	Seadrill #12	5.2	1.6(30)		
건조중	OCR #9	7.2	3.4(48)	'19.9월	계약포기 가능성 대두
	OCR #10	7.1	1.8(25)	'20.9월	계약포기 가능성 대두
계		35.0	12.5(36)		

자료: 삼성중공업 SK 증권

## 해양 진행공사 현황

프로젝트	종류	계약가	진행율	납기	생산능력	비고
Petronas Rotan	FLNG	16	93%	2020년 7월	1.5MTPA	Top Side PC
ENI Coral	FLNG	25.4	21%	2022년 6월	3.3MTPA	Top Side PC
BP Maddog	FPU	12.7	54%	2020년 9월	11만b.d	EPC
-	FPSO	10.5	1%	2022년 3월	3.4MTPA	EPC
계		64.6				

자료: 삼성중공업 SK 증권

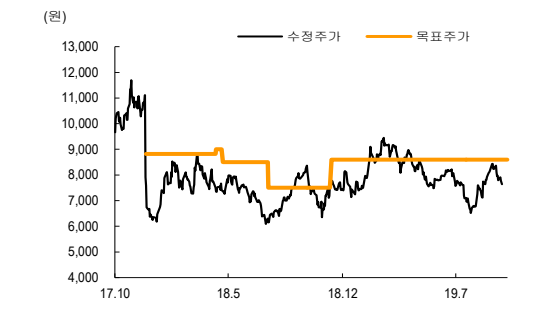
주: 진행률은 2019년 6월 말 기준임

## 삼성중공업 목표 주가 산출

	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E
BPS(원)	9,968	9,741	9,731	9,846	9,806
Target BPS(원)	9,781				
Target PBR(배)	0.9				
목표 주가(원)	8,600				
현재 주가(원)	7,700				
상승 여력	11.7%				

자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.10.08	중립	8,600원	6개월		
2019.07.29	매수	8,600원	6개월	-7.13%	9.88%
2019.07.08	중립	8,600원	6개월	-5.63%	9.88%
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%



### Compliance Notice

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

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 10월 8일 기준)

매수	91.91%	중립	8.09%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	6,780	7,406	7,671	8,440	8,853
현금및현금성자산	354	946	1,622	1,470	1,699
매출채권및기타채권	3,562	575	2,191	2,606	2,689
재고자산	1,217	1,482	1,972	2,345	2,420
<b>비유동자산</b>	7,038	6,877	6,907	6,778	6,440
장기금융자산	185	188	330	330	330
유형자산	6,163	5,882	5,741	5,371	5,023
무형자산	92	59	41	26	16
<b>자산총계</b>	13,818	14,283	14,578	15,218	15,293
<b>유동부채</b>	7,145	6,267	6,176	6,705	6,836
단기금융부채	3,921	2,440	3,122	3,072	3,087
매입채무 및 기타채무	2,194	716	952	1,133	1,169
단기충당부채	419	615	350	417	430
<b>비유동부채</b>	875	1,269	2,256	2,455	2,506
장기금융부채	745	771	1,408	1,318	1,492
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	24	350	528	686	602
<b>부채총계</b>	8,021	7,537	8,433	9,159	9,342
<b>지배주주지분</b>	5,790	6,738	6,138	6,051	5,944
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	2,185	2,099	1,992
비지배주주지분	8	8	8	7	7
<b>자본총계</b>	5,797	6,746	6,146	6,059	5,951
<b>부채외자본총계</b>	13,818	14,283	14,578	15,218	15,293

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동현금흐름</b>	665	251	479	69	117
당기순이익(손실)	-464	-498	-597	-87	-107
비현금성항목등	231	501	673	348	418
유형자산감가상각비	280	256	239	348	326
무형자산감가상각비	35	39	20	15	9
기타	-321	116	351	-100	0
운전자본감소(증가)	932	281	564	-32	-192
매출채권및기타채권의 감소(증가)	1,517	-117	-1,610	-415	-83
재고자산감소(증가)	452	-54	-489	-373	-75
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-790	-94	223	180	36
기타	-245	547	2,440	576	-70
법인세납부	-35	-34	-160	-160	-2
<b>투자활동현금흐름</b>	-45	403	-347	60	58
금융자산감소(증가)	13	364	-319	0	0
유형자산감소(증가)	-92	3	-50	22	22
무형자산감소(증가)	0	1	1	1	1
기타	34	35	22	37	35
<b>재무활동현금흐름</b>	-1,111	-70	508	-281	53
단기금융부채증가(감소)	-1,723	-2,123	-464	-50	15
장기금융부채증가(감소)	767	784	1,070	-90	175
자본의증가(감소)	0	1,392	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-155	-123	-98	-141	-137
<b>현금의 증가(감소)</b>	-631	592	676	-152	228
기초현금	984	354	946	1,622	1,470
기말현금	354	946	1,622	1,470	1,699
FCF	1,079	242	512	250	142

자료 : 삼성중공업, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	7,901	5,265	7,006	8,333	8,599
<b>매출원가</b>	8,052	5,269	6,860	7,869	8,039
<b>매출총이익</b>	-150	-4	146	464	559
매출총이익률 (%)	-1.9	-0.1	2.1	5.6	6.5
<b>판매비와관리비</b>	374	405	389	565	583
영업이익	-524	-409	-243	-102	-24
영업이익률 (%)	-6.6	-7.8	-3.5	-1.2	-0.3
비영업손익	60	-88	-363	16	-82
<b>순금융비용</b>	27	102	80	104	102
외환관련손익	-304	17	17	20	20
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	-464	-498	-606	-86	-106
세전계속사업이익률 (%)	-5.9	-9.5	-8.7	-1.0	-1.2
계속사업법인세	-123	-109	13	1	2
<b>계속사업이익</b>	-341	-388	-619	-87	-107
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-341	-388	-619	-87	-107
<b>순이익률 (%)</b>	-4.3	-7.4	-8.8	-1.0	-1.3
지배주주	-339	-388	-618	-87	-107
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	-4.29	-7.37	-8.83	-1.04	-1.24
<b>비지배주주</b>	-2	0	-1	-1	-1
<b>총포괄이익</b>	-478	-414	-600	-87	-107
<b>지배주주</b>	-475	-414	-600	-87	-107
<b>비지배주주</b>	-3	0	0	0	0
EBITDA	-210	-114	16	261	311

## 주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-24.1	-33.4	33.1	18.9	3.2
영업이익	적지	적지	적지	적지	적지
세전계속사업이익	적지	적지	적지	적지	적지
EBITDA	적전	적지	흑전	1,556.3	18.9
EPS(계속사업)	적지	적지	적지	적지	적지
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	-5.6	-6.2	-9.6	-1.4	-1.8
ROA	-2.2	-2.8	-4.3	-0.6	-0.7
EBITDA마진	-2.7	-2.2	0.2	3.1	3.6
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	94.9	118.2	124.2	125.9	129.5
부채비율	138.4	111.7	137.2	151.2	157.0
순차입금/자기자본	52.9	24.6	28.0	28.6	28.5
EBITDA/이자비용(배)	-4.1	-0.9	0.2	1.9	2.3
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	-795	-682	-981	-137	-170
BPS	13,595	10,694	9,741	9,604	9,433
CFPS	-57	-164	-570	439	362
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
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	1.0	1.0
PBR(최저)	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7
PCR	-112.8	-45.3	-13.4	17.4	21.1
EV/EBITDA(최고)	-40.2	-64.0	49.21	29.8	24.9
EV/EBITDA(최저)	-27.9	-41.4	37.51	22.7	19.0



# 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	1,742 십억원
주요주주	
현대중공업(주)(외4)	42.85%
국민연금공단	12.69%
외국인지분률	14.50%
배당수익률	1.60%

## Stock Data

주가(19/10/08)	43,700 원
KOSPI	2021.73 pt
52주 Beta	1.07
52주 최고가	66,100 원
52주 최저가	37,300 원
60일 평균 거래대금	7 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	4.2%	2.5%
6개월	-27.2%	-20.5%
12개월	-18.7%	-8.5%

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

## [3Q19 Preview] 모멘텀에 문제 없습니다

동사의 3Q19 매출액은 7,813 억원, 영업이익은 317 억원을 전망함. 공사손실충당금 설정액도 미미할 것임. 동사는 미국 화학제품 수출 증가로 인한 수혜가 여전히 유효함. 미국의 수출 상위 10개 화학제품 중에서 PE, PVC, EG 2019 YTD 수출량이 이미 2018년 연간 수출량에 근접함. 따라서 각 제품을 운반하는 Feeder 급 컨테이너선, MR 탱커 수요는 가시적임. 이에 투자 의견 매수와 목표주가 80,000 원을 유지함

## 3Q19 매출액 7,813 억원, 영업이익 317 억원 전망

동사의 3Q19 매출액은 7,813 억원, 영업이익은 317 억원을 전망함. 상반기 후반 가격이 동결되었고, 신규수주 선박들에 대한 공사손실충당금 설정액도 매우 미미할 것으로 판단함

## 미국 화학제품 수출 본격화에 따른 수주 모멘텀은 여전히 유효함

미국에서 화학 설비 신증설이 2020년까지 이어질 예정인데, 주로 수출하는 제품은 고체 형태의 PE이며 컨테이너선으로 운반함. 최근 미국의 PE 수출량은 월 50만톤에 육박하고 있음. Houston 등의 주요 항구의 PE 수출량이 연일 사상 최대치를 경신하고 있음. 특히, 포화 상태인 Houston의 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 10개 화학제품 중에서, PE 말고도 PVC, EG 등의 설비들도 증설중인데 이들은 각각 컨테이너선과 MR 탱커로 운반하며 이미 제품별 2019년 YTD 수출량이 2018년 전체 수출량을 따라잡거나 추월하고 있음. 따라서 미국의 화학제품 수출 증가는 동사의 주력 선종인 Feeder 급 컨테이너선과 MR 탱커의 발주를 동시에 기대해 볼 수 있는 이슈임

## 투자의견 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	3,059	3,168	2,792
yoy	%	-25.9	-28.8	-2.1	27.3	3.6	-11.9
영업이익	십억원	191	108	71	120	142	151
yoy	%	187.0	-43.5	-34.3	69.1	18.6	6.3
EBITDA	십억원	243	159	118	186	206	218
세전이익	십억원	191	733	118	126	152	163
순이익(지배주주)	십억원	35	437	85	94	115	123
영업이익률%	%	5.5	4.4	3.0	3.9	4.5	5.4
EBITDA%	%	7.1	6.5	4.9	6.1	6.5	7.8
순이익률	%	1.2	18.1	5.0	3.3	3.8	4.6
EPS(계속사업)	원	3,642	13,852	1,308	2,357	2,873	3,091
PER	배	9.3	2.9	45.9	18.5	15.2	14.1
PBR	배	0.6	0.7	1.1	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	7.4	9.9	17.9	7.6	6.4	5.4
ROE	%	1.8	20.1	3.8	4.1	4.8	4.9
순차입금	십억원	315	-124	-342	-383	-497	-633
부채비율	%	308.5	255.7	49.5	52.1	51.2	43.0



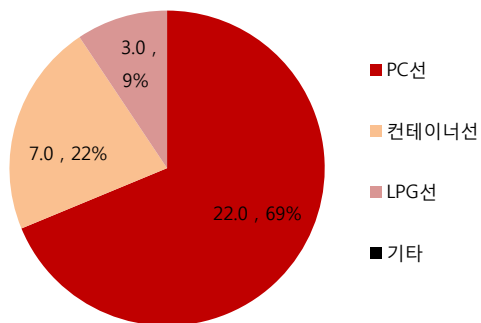
## 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
매출액		5,454	5,477	5,822	7,276	7,050	8,316	7,813	7,410	24,534	24,030	30,589
	YoY	-27.4%	-20.9%	12.4%	47.8%	29.3%	51.8%	34.2%	1.8%	-28.8%	-2.1%	27.3%
	QoQ	10.8%	0.4%	6.3%	25.0%	-3.1%	18.0%	-6.0%	-5.2%			
영업이익		230	187	215	77	262	319	317	301	1,079	709	1,199
영업이익률		4.2%	3.4%	3.7%	1.1%	3.7%	3.8%	4.1%	4.1%	4.4%	3.0%	3.9%
	YoY	-50.9%	-58.0%	-60.0%	흑전	13.9%	70.8%	47.7%	288.5%	-43.5%	-34.3%	69.1%
	QoQ	흑전	-18.7%	15.0%	-64.0%	237.8%	22.0%	-0.6%	-5.2%			
세전이익		1,150	(616)	547	93	291	240	365	361	7,333	1,175	1,258
세전이익률		21.1%	-11.2%	9.4%	1.3%	4.1%	2.9%	4.7%	4.9%	29.9%	4.9%	4.1%
순이익		904	(260)	465	98	239	189	287	284	4,452	1,207	999
순이익률		16.6%	-4.8%	8.0%	1.3%	3.4%	2.3%	3.7%	3.8%	18.1%	5.0%	3.3%

자료: 현대미포조선, SK 증권

## 2019년 1~8월 신규수주

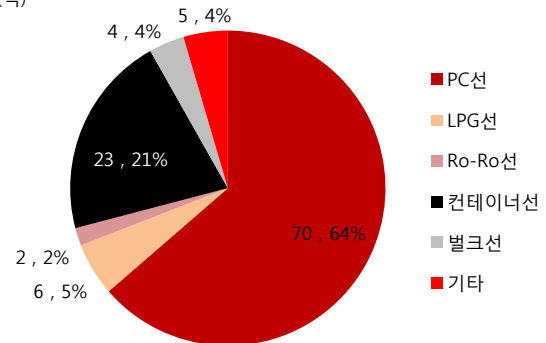
(척)



자료: 현대미포조선, SK 증권

## 2019년 8월 말 기준 수주잔고

(척)

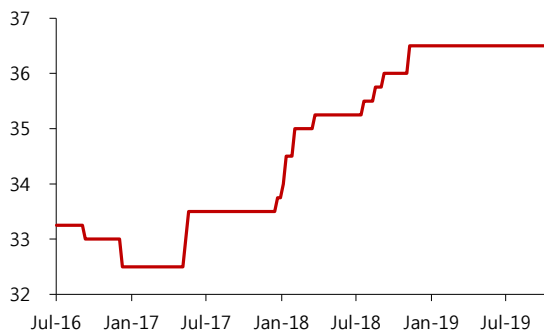


자료: 현대미포조선, SK 증권

## PC 선의 신조선가 추이

47-51K DWT Products Tanker Newbuilding Prices

(백만불)

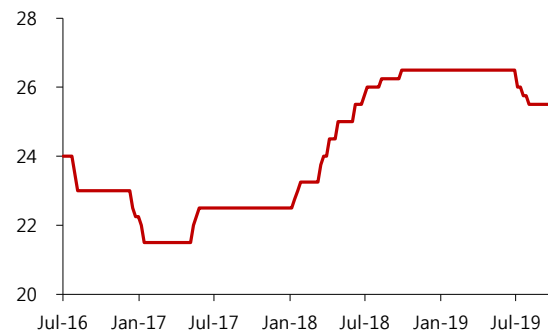


자료: Clarksons Research, SK 증권

## Feeder 급 컨테이너선의 신조선가 추이

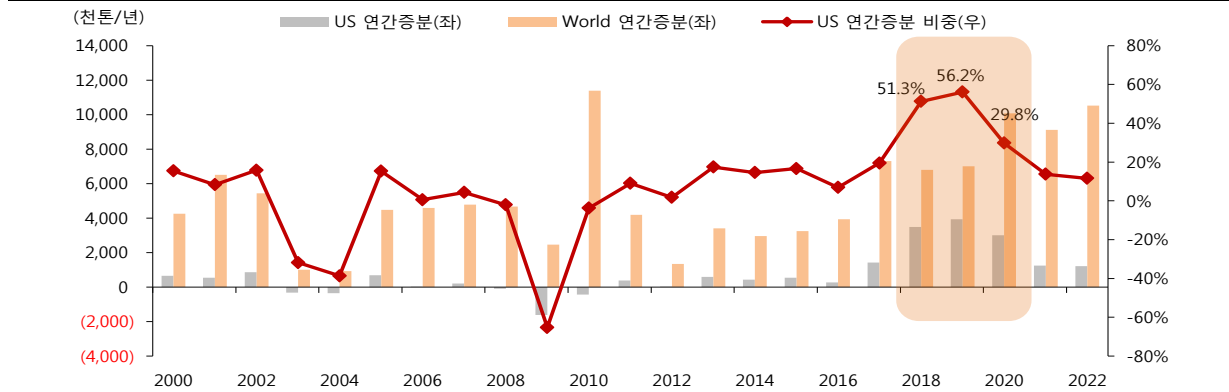
1850-2100 teu Containership Newbuilding Prices

(백만불)



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



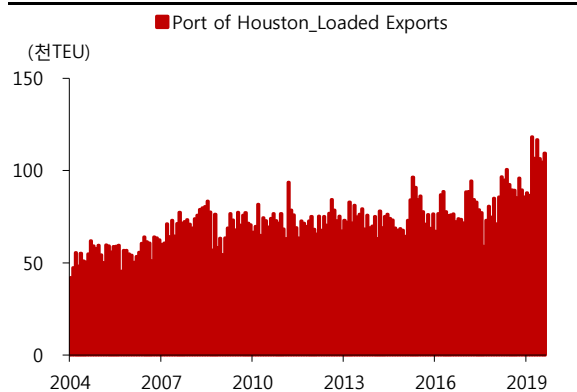
자료 : Google, SK 증권

PE 는 포장해서 컨테이너로 운반함



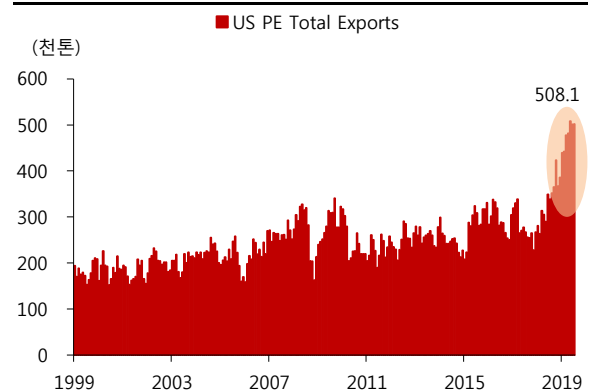
자료 : NIER Systems, SK 증권

휴스턴항의 컨테이너 수출량 추이



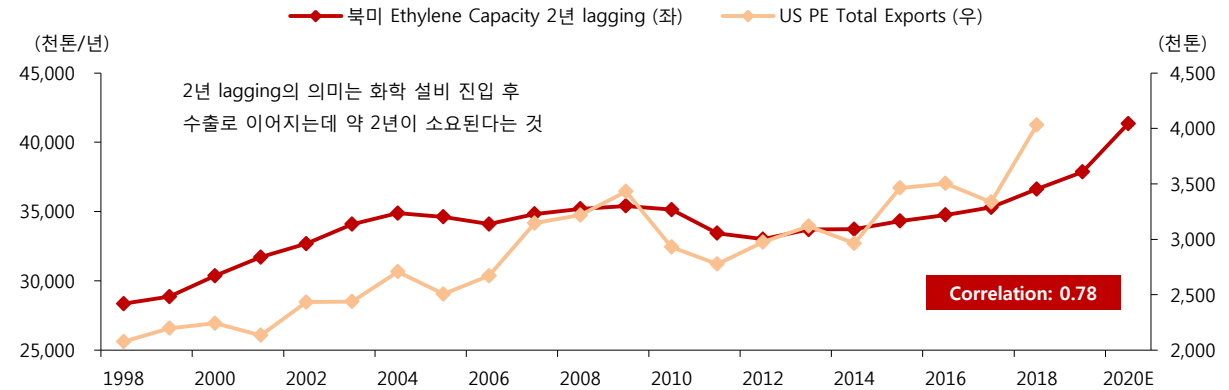
자료 : Port of Houston Authority, SK 증권

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

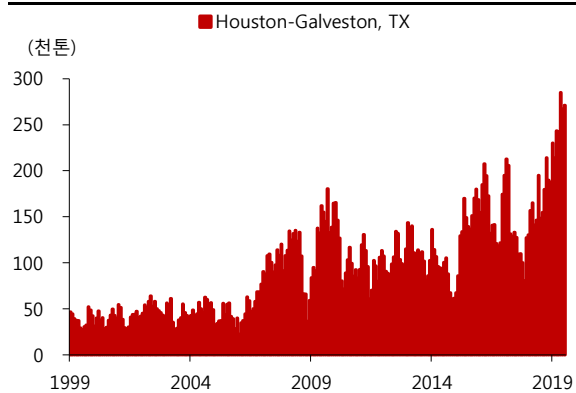
주: Draft depth는 배가 물 속에 잠기는 깊이를 나타내는 선박용어

#### Houston의 대체항들은 소형 항구이기에 Feeder급 컨테이너선 필요



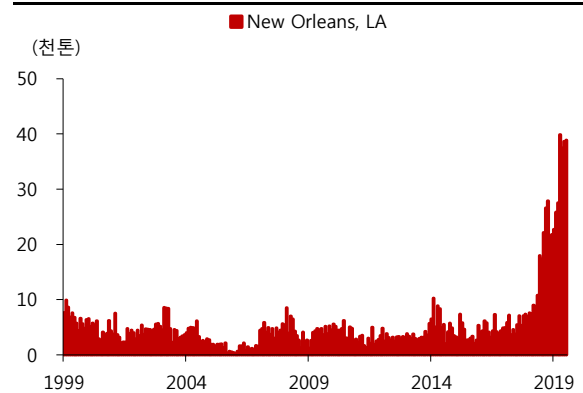
자료 : SK 증권

#### Houston 항의 PE 수출량 추이



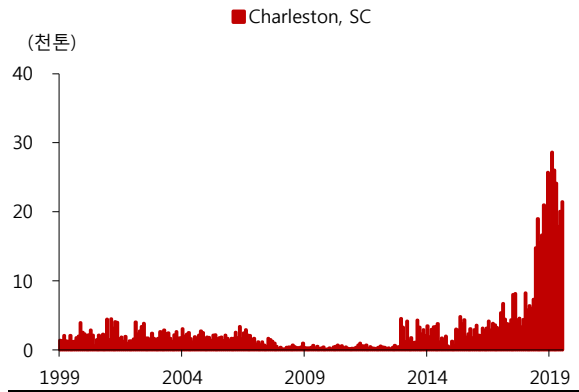
자료 : USITC, SK 증권

#### New Orleans 항 PE 수출량 추이



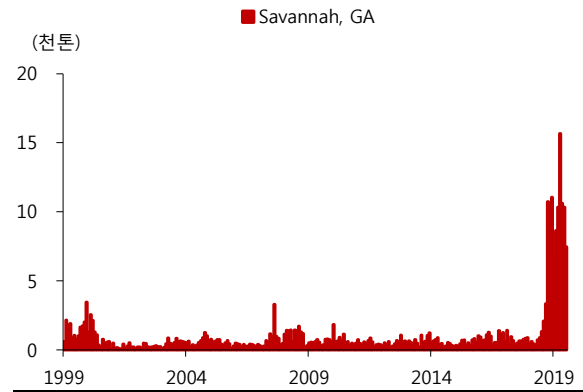
자료 : USITC, SK 증권

Charleston 항의 PE 수출량 추이



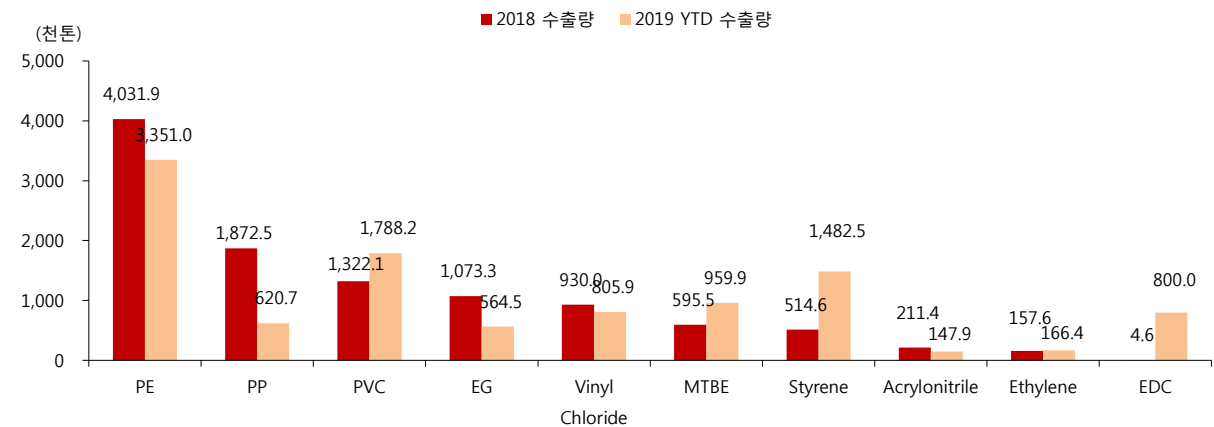
자료 : USITC, SK 증권

Savannah 항의 PE 수출량 추이



자료 : USITC, SK 증권

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



자료 : USITC, SK 증권

주: 2019 YTD 는 1~7 월 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

주1: 형태는 상온 기준임

주2: Ethylene 같은 경우는 LEG 선이라는 가스선으로 운반함

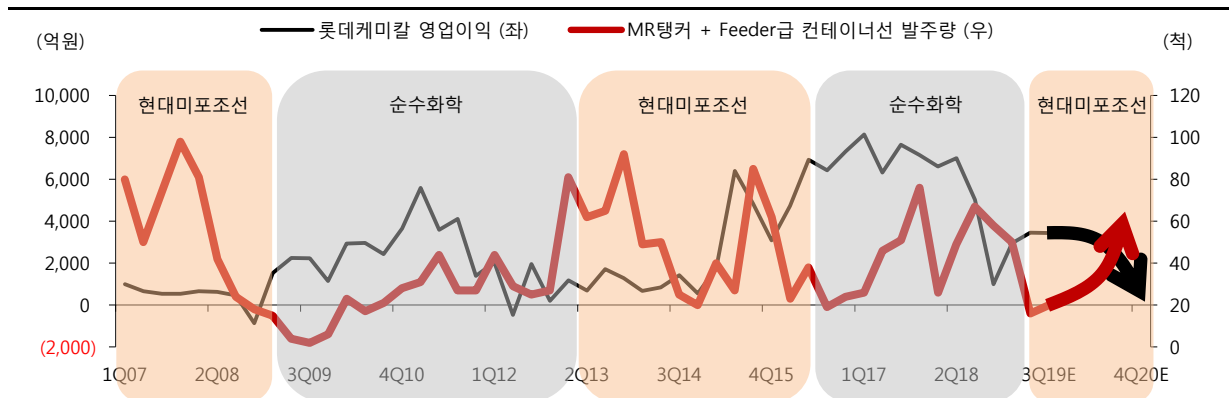
주요 화학제품별 신증설 계획을 보면 미국에서 MR 탱커로 운반하는 EG, PVC 등의 증설이 두드러짐. 이들의 수출도 증가할 것이기에 MR 탱커도 필요

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



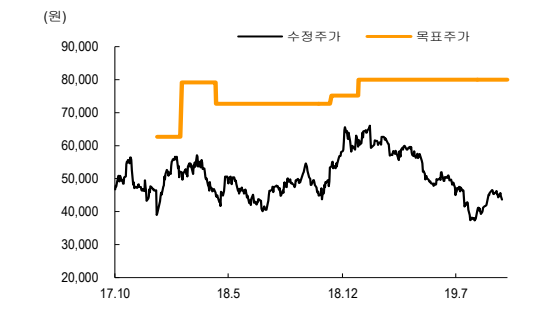
자료 : Clarksons Research, DataGuide, SK 증권

## 현대미포조선 목표 주가 산출

	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E
BPS(원)	58,360	59,054	59,764	60,466	61,195
Target BPS(원)	60,120				
Target PBR(배)	1.3				
목표 주가(원)	80,000				
현재 주가(원)	43,700				
상승 여력	83.1%				

자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.10.08	매수	80,000원	6개월		
2019.07.26	매수	80,000원	6개월	-35.01%	-17.38%
2019.07.08	매수	80,000원	6개월	-30.70%	-17.38%
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%



## Compliance Notice

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

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019 년 10 월 8 일 기준)

매수	91.91%	중립	8.09%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	6,776	1,801	2,037	2,203	2,159
현금및현금성자산	562	280	413	526	662
매출채권및기타채권	843	65	83	86	76
재고자산	96	160	204	211	186
<b>비유동자산</b>	1,543	1,662	1,603	1,602	1,631
장기금융자산	292	21	17	17	17
유형자산	1,090	1,519	1,507	1,494	1,527
무형자산	3	3	3	3	2
<b>자산총계</b>	8,319	3,464	3,640	3,806	3,790
<b>유동부채</b>	5,905	1,076	1,167	1,202	1,081
단기금융부채	479	302	182	182	182
매입채무 및 기타채무	821	269	342	355	312
단기충당부채	0	72	92	96	84
<b>비유동부채</b>	76	70	80	86	59
장기금융부채	5	5	5	5	5
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	49	46	57	67	40
<b>부채총계</b>	5,980	1,147	1,247	1,288	1,140
<b>지배주주지분</b>	2,217	2,290	2,359	2,476	2,603
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	1,883	1,998	2,121
비지배주주지분	122	28	34	41	48
<b>자본총계</b>	2,339	2,317	2,393	2,518	2,651
<b>부채외자본총계</b>	8,319	3,464	3,640	3,806	3,790

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동현금흐름</b>	-318	-178	125	162	232
당기순이익(손실)	445	121	100	120	129
비현금성항목등	-263	22	97	86	89
유형자산감가상각비	50	46	66	64	67
무형자산감가상각비	1	0	0	0	0
기타	-320	-82	-1	0	0
운전자본감소(증가)	-476	-290	-88	-13	47
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-35	158	3	-3	10
재고자산감소(증가)	63	-62	-42	-7	25
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	106	-20	47	12	-42
기타	-610	-365	-96	-15	54
법인세납부	-24	-31	15	-31	-34
<b>투자활동현금흐름</b>	1,045	148	196	-40	-88
금융자산감소(증가)	1,035	84	231	0	0
유형자산감소(증가)	-63	-476	-47	-50	-100
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0	0
기타	74	540	12	10	12
<b>재무활동현금흐름</b>	-870	-260	-189	-8	-8
단기금융부채증가(감소)	-804	-205	-147	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	-1	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	-28	0	0
기타	-66	-55	-13	-8	-8
<b>현금의 증가(감소)</b>	-242	-282	132	114	136
기초현금	804	562	280	413	526
기말현금	562	280	413	526	662
FCF	-81	-587	15	114	135

자료 : 현대미포조선, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	2,453	2,403	3,059	3,168	2,792
<b>매출원가</b>	2,245	2,232	2,839	2,907	2,536
<b>매출총이익</b>	209	172	220	261	256
매출총이익률 (%)	8.5	7.1	7.2	8.2	9.2
<b>판매비와관리비</b>	101	101	100	118	104
영업이익	108	71	120	142	151
영업이익률 (%)	4.4	3.0	3.9	4.5	5.4
비영업손익	625	47	6	10	12
<b>순금융비용</b>	22	6	2	-2	-4
외환관련손익	-25	5	8	8	8
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	733	118	126	152	163
세전계속사업이익률 (%)	29.9	4.9	4.1	4.8	5.8
계속사업법인세	172	30	26	31	34
<b>계속사업이익</b>	562	88	100	120	129
중단사업이익	-116	33	0	0	0
*법인세효과	-167	29	0	0	0
당기순이익	445	121	100	120	129
<b>순이익률 (%)</b>	18.1	5.0	3.3	3.8	4.6
지배주주	437	85	94	115	123
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	17.81	3.54	3.08	3.62	4.42
비지배주주	8	36	6	6	6
<b>총포괄이익</b>	81	112	104	124	133
지배주주	74	76	97	118	126
비지배주주	7	36	7	7	7
EBITDA	159	118	186	206	218

## 주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-28.8	-2.1	27.3	3.6	-11.9
영업이익	-43.5	-34.3	69.1	18.6	6.3
세전계속사업이익	284.0	-84.0	7.0	20.6	7.2
EBITDA	-34.6	-26.1	58.0	10.9	5.9
EPS(계속사업)	280.3	-90.6	80.2	21.9	7.6
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	20.1	3.8	4.1	4.8	4.9
ROA	5.1	2.1	2.8	3.2	3.4
EBITDA마진	6.5	4.9	6.1	6.5	7.8
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	114.8	167.4	174.6	183.3	199.8
부채비율	255.7	49.5	52.1	51.2	43.0
순차입금/자기자본	-5.3	-14.8	-16.0	-19.7	-23.9
EBITDA/이자비용(배)	5.6	7.0	14.3	26.0	27.5
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	13,852	1,308	2,357	2,873	3,091
BPS	55,500	57,322	59,054	62,001	65,167
CFPS	12,222	3,298	4,007	4,474	4,772
주당 현금배당금	0	700	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	4.3	50.2	28.1	23.0	21.4
PER(최저)	2.1	30.6	15.8	13.0	12.1
PBR(최고)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.0
PBR(최저)	0.5	0.7	0.6	0.6	0.6
PCR	3.2	18.2	10.9	9.8	9.1
EV/EBITDA(최고)	15.1	19.8	12.5	10.7	9.5
EV/EBITDA(최저)	7.3	11.1	6.3	5.1	4.3

# SK COMPANY Analysis



Analyst

유승우

yswbest@sk.co.kr

02-3773-9180

## Company Data

자본금	541 십억원
발행주식수	10,721 만주
자사주	197 만주
액면가	5,000 원
시가총액	3,147 십억원

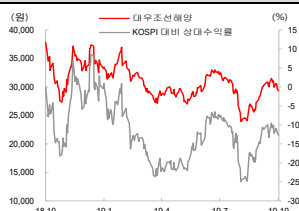
## 주요주주

한국산업은행(외)	67.90%
BlackRock	
Institutional Trust	5.56%
Company, N.A.(외12)	
외국인지분률	12.80%
배당수익률	0.00%

## Stock Data

주가(19/10/07)	29,550 원
KOSPI	2021.73 pt
52주 Beta	1.30
52주 최고가	37,400 원
52주 최저가	23,950 원
60일 평균 거래대금	4 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	3.7%	2.1%
6개월	2.1%	11.5%
12개월	-22.5%	-12.7%

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

## [3Q19 Preview] 감익이 본격화 된다

동사의 3Q19 매출액은 1 조 8,020 억원, 영업이익은 720 억원으로 전망됨. 과거 수주 한 고선가 LNG 캐리어 인도가 끝나감에 따라 3Q19 부터 감익 속도가 가팔라질 것임. 그나마 2021 년 인도 슬롯을 판매한다는 점에서 경쟁사 대비 4 분기 수주는 우위에 있을 것. 그러나 피인수 작업이 진행 중이며 기업결합심사국들의 의견에 따라 주가 변동성이 큰 상황. 이에 투자 의견 중립과 목표주가 30,000 원을 유지함

## 3Q19 매출액 1 조 8,020 억원, 영업이익 720 억원 전망

동사의 3Q19 매출액은 1 조 8,020 억원, 영업이익은 720 억원으로 전망됨. 2018 년에는 2014~2015 년도에 수주한 쇄빙 LNG 캐리어를 비롯한 고선가 구간인 LNG 캐리어 20 척이 인도되며 양호한 실적을 시현하였음. 그리고 2018 년 인도 선종 믹스에는 상대적으로 저부가선종인 탱커가 7 척으로 적었다는 점도 호실적에 기여함. 그러나 2019 년에는 LNG 캐리어 인도량이 17 척으로 줄고 저부가선종인 탱커도 15 척이나 인도될 예정. 특히 인도 예정인 LNG 캐리어 17 척 중 선가 하락기인 2016~2017 년 수주분도 각각 2 척, 1 척이 섞여 연간 감익이 확실시됨. 특히 3Q19 부터는 속도가 빨라짐

## 잔고 하락 속도가 빨라 수주가 시급함

기존 수주 물량의 인도 증가로 상대적으로 잔고의 소진 속도가 빠른 동사는 추가 수주가 시급한 상황임. 마침 하반기 한국 조선사들의 수주 가시권 물량들의 4 분기 발주가 가능성이 높아진 상황임. 2021 년 인도 슬롯을 팔고 있는 동사는 2022 년 인도 슬롯을 판매 중인 경쟁사 대비 카타르와 모잠비크에서 발주되는 물량에 대한 수주 우선권이 있을 것으로 판단됨

## 투자의견 중립, 목표주가 30,000 원 유지

동사는 잔고 하락과 감익 기조가 확실하게 나오고 있음. 아울러 한국조선해양으로의 피인수 작업도 진행중. 향후 EU 를 비롯한 기업결합 심사국들의 심사 의견에 따른 주가 변동성이 큰 주식이라는 판단임. 이에 투자 의견 중립과 목표주가 30,000 원을 유지함

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	12,819	11,102	9,644	7,691	7,009	5,883
yoy	%	-17.0	-13.4	-13.1	-20.3	-8.9	-16.1
영업이익	십억원	-1,531	733	1,025	520	266	145
yoy	%	적지	흑전	39.8	-49.3	-48.8	-45.7
EBITDA	십억원	-1,326	885	1,160	669	417	292
세전이익	십억원	-1,962	1,189	368	488	778	980
순이익(지배주주)	십억원	-2,734	621	345	451	590	743
영업이익률%	%	-11.9	6.6	10.6	6.8	3.8	2.5
EBITDA%	%	-10.4	8.0	12.0	8.7	6.0	5.0
순이익률	%	-21.8	5.8	3.3	5.9	8.4	12.6
EPS(계속사업)	원	-126,806	7,457	3,219	4,209	5,503	6,930
PER	배	N/A	1.9	10.6	7.0	5.3	4.2
PBR	배	2.9	0.4	1.0	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	배	-6.0	5.4	5.8	6.9	9.1	9.5
ROE	%	-279.6	28.1	9.5	11.1	12.9	14.3
순차입금	십억원	6,779	3,440	2,811	1,399	565	-447
부채비율	%	2,184.7	282.8	210.4	144.4	124.1	111.6



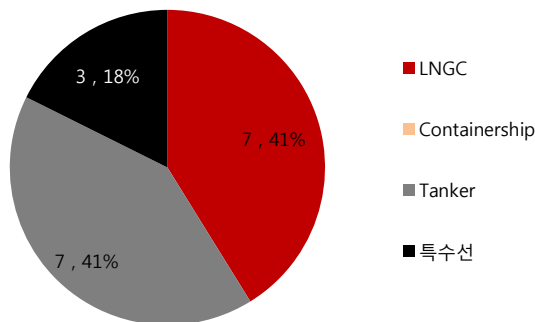
## 대우조선해양 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
매출액		2,256	2,326	2,197	2,865	2,072	2,150	1,802	1,667	11,102	9,644	7,691
	YoY	-17.4%	-32.7%	-9.2%	14.9%	-8.2%	-7.5%	-18.0%	-41.8%	-13.4%	-13.1%	-20.3%
	QoQ	-9.5%	3.1%	-5.5%	30.4%	-27.7%	3.8%	-16.2%	-7.5%			
	상선+해양	2,267	2,326	2,198	2,881	2,048	2,199	1,924	1,958	11,248	8,958	7,547
	상선	1,645	1,781	1,477	1,703	1,369	1,472	1,343	1,378	7,338	6,284	5,223
	해양 및 특수선	622	545	721	1,177	679	727	581	581	3,910	2,673	2,323
	건설	-	-	-	-	-	-	-	-	198	-	-
	기타	23	26	25	20	43	12	38	31	172	95	123
	연결조정	(34)	(27)	(26)	(36)	(18)	(61)	(23)	(25)	(516)	(123)	(127)
영업이익		299	229	177	320	200	195	72	53	733	1,025	520
영업이익률		13.2%	9.9%	8.1%	11.2%	9.6%	9.1%	4.0%	3.2%	6.6%	10.6%	6.8%
	YoY	33.7%	-65.5%	-9.7%	흑전	-33.2%	-15.1%	-59.2%	-83.4%	흑전	39.8%	-49.3%
	QoQ	흑전	-23.2%	-22.9%	80.7%	-37.6%	-2.4%	-62.9%	-26.7%			
세전이익		233	212	(317)	240	196	146	55	91	1,189	368	488
세전이익률		10.3%	9.1%	-14.4%	8.4%	9.5%	6.8%	3.0%	5.4%	10.7%	3.8%	6.3%
순이익		226	206	(324)	211	195	145	41	69	646	320	451
순이익률		10.0%	8.9%	-14.7%	7.4%	9.4%	6.8%	2.3%	4.1%	5.8%	3.3%	5.9%

자료: 대우조선해양, SK 증권

## 2019 년 1~8 월 신규수주

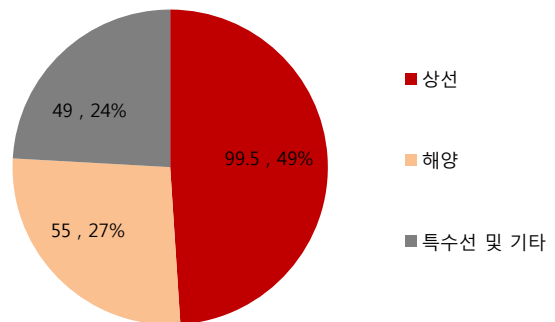
(척)



자료: 대우조선해양, SK 증권

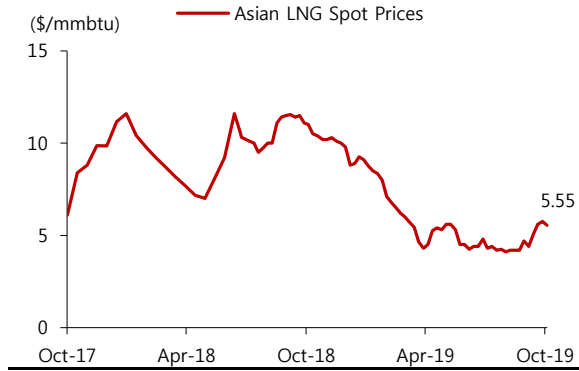
## 2019 년 8 월 말 기준 수주잔고

(억불)



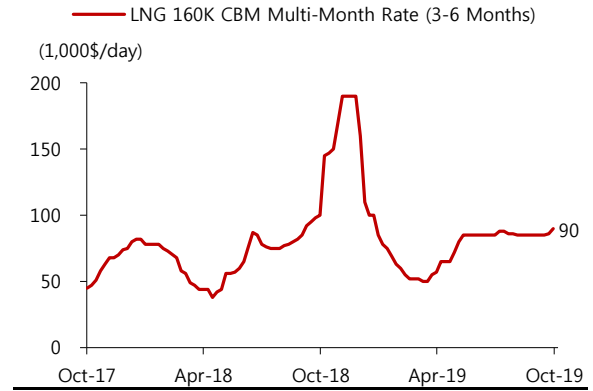
자료: 대우조선해양, SK 증권

### 아시아 LNG 스팟 가격 추이



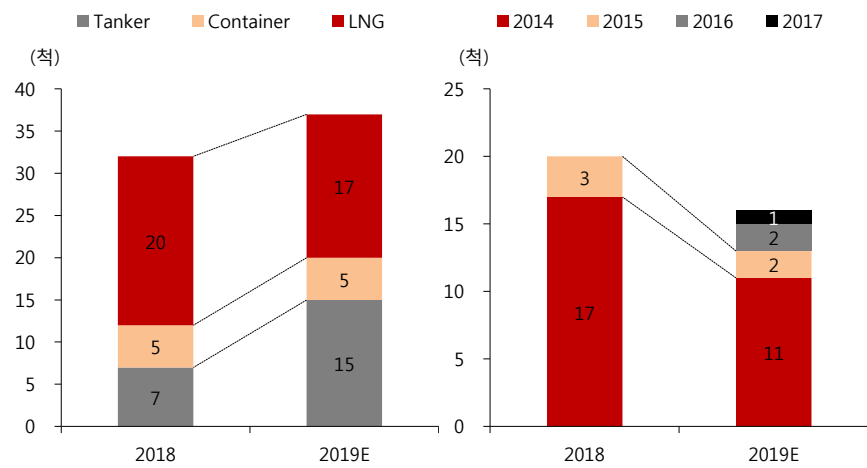
자료 : Reuters, SK 증권

### 160K CBM LNG 캐리어 Multi-Month 운임



자료 : Clarksons Research, SK 증권

### 대우조선해양의 인도 선종 믹스 변화



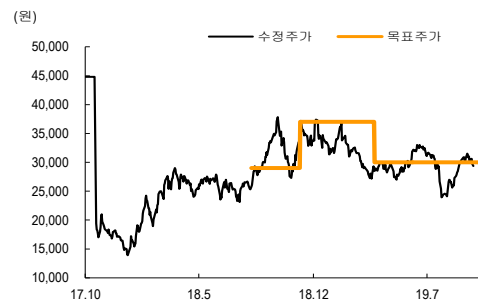
자료 : Clarksons Research, SK 증권

### 대우조선해양 목표 주가 산출

	3Q19E	4Q19E	1Q20E	3Q20E	4Q20E
BPS(원)	39,647	39,880	41,257	42,484	44,263
Target BPS(원)	41,971				
Target PBR(배)	0.8				
목표 주가(원)	30,000				
현재 주가(원)	29,550				
상승 여력	1.5%				

자료 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.10.08	중립	30,000원	6개월		
2019.07.08	중립	30,000원	6개월	-2.28%	10.00%
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 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 10월 8일 기준)

매수	91.91%	중립	8.09%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	6,651	7,350	5,941	6,470	7,465
현금및현금성자산	206	351	1,795	2,679	4,261
매출채권및기타채권	4,507	707	411	375	314
재고자산	743	1,346	783	713	599
<b>비유동자산</b>	4,795	4,568	4,507	4,399	4,336
장기금융자산	597	480	540	540	540
유형자산	4,003	3,823	3,779	3,679	3,634
무형자산	37	40	44	47	50
<b>자산총계</b>	11,447	11,919	10,448	10,868	11,801
<b>유동부채</b>	6,143	5,357	3,607	3,389	3,399
단기금융부채	2,588	1,716	1,489	1,459	1,779
매입채무 및 기타채무	3,334	891	518	472	396
단기충당부채	0	559	325	296	249
<b>비유동부채</b>	2,313	2,722	2,566	2,630	2,826
장기금융부채	1,272	1,548	1,847	1,927	2,177
장기매입채무 및 기타채무	122	66	33	33	33
장기충당부채	718	882	513	463	374
<b>부채총계</b>	8,456	8,078	6,172	6,019	6,225
<b>지배주주지분</b>	3,393	3,840	4,276	4,850	5,577
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	1,097	1,687	2,430
비지배주주지분	-403	0	0	-1	-1
<b>자본총계</b>	2,991	3,840	4,275	4,849	5,576
<b>부채외자본총계</b>	11,447	11,919	10,448	10,868	11,801

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동현금흐름</b>	-882	817	1,776	357	263
당기순이익(손실)	646	320	451	589	742
비현금성항목등	1,454	606	-52	-173	-451
유형자산감가상각비	149	134	148	149	145
무형자산감가상각비	3	1	1	1	2
기타	489	-230	-287	67	67
운전자본감소(증가)	-2,988	-113	1,394	128	208
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-261	-94	360	36	60
재고자산감소(증가)	318	-74	675	69	115
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-2,834	-38	-442	-46	-76
기타	-211	93	802	69	109
법인세납부	6	4	-17	-188	-237
<b>투자활동현금흐름</b>	49	6	57	661	937
금융자산감소(증가)	-81	60	-12	0	0
유형자산감소(증가)	-83	-145	-83	-50	-100
무형자산감소(증가)	-7	-4	-4	-4	-4
기타	220	96	156	715	1,041
<b>재무활동현금흐름</b>	824	-678	-388	-134	383
단기금융부채증가(감소)	951	-548	-419	-30	320
장기금융부채증가(감소)	54	-18	200	80	250
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-181	-112	-169	-184	-187
<b>현금의 증가(감소)</b>	-18	145	1,444	883	1,582
기초현금	224	206	351	1,795	2,679
기말현금	206	351	1,795	2,679	4,261
FCF	-516	251	1,529	427	360

자료 : 대우조선해양, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	11,102	9,644	7,691	7,009	5,883
<b>매출원가</b>	9,558	8,893	6,941	6,378	5,412
<b>매출총이익</b>	1,544	752	749	631	471
매출총이익률 (%)	13.9	7.8	9.7	9.0	8.0
<b>판매비와관리비</b>	811	273	230	365	326
영업이익	733	1,025	520	266	145
영업이익률 (%)	6.6	10.6	6.8	3.8	2.5
<b>비영업손익</b>	456	-657	-32	512	835
<b>순금융비용</b>	29	121	13	-531	-854
외환관련손익	-66	14	48	48	48
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-167	-498	-1	0	0
세전계속사업이익	1,189	368	488	778	980
세전계속사업이익률 (%)	10.7	3.8	6.3	11.1	16.7
계속사업법인세	543	48	37	188	237
<b>계속사업이익</b>	646	320	451	589	742
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	646	320	451	589	742
<b>순이익률 (%)</b>	5.8	3.3	5.9	8.4	12.6
지배주주	621	345	451	590	743
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	5.6	3.57	5.87	8.42	12.63
비지배주주	24	-25	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	557	300	435	574	727
지배주주	527	332	436	574	727
비지배주주	30	-33	0	0	0
EBITDA	885	1,160	669	417	292

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-13.4	-13.1	-20.3	-8.9	-16.1
영업이익	흑전	39.8	-49.3	-48.8	-45.7
세전계속사업이익	흑전	-69.1	32.7	59.4	26.0
EBITDA	흑전	31.1	-42.3	-37.7	-30.1
EPS(계속사업)	흑전	-56.8	30.8	30.8	25.9
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	28.1	9.5	11.1	12.9	14.3
ROA	4.9	2.7	4.0	5.5	6.6
EBITDA마진	8.0	12.0	8.7	6.0	5.0
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	108.3	137.2	164.7	190.9	219.7
부채비율	282.8	210.4	144.4	124.1	111.6
순차입금/자기자본	115.0	73.2	32.7	11.7	-8.0
EBITDA/이자비용(배)	19.0	6.4	3.7	2.3	1.6
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	7,457	3,219	4,209	5,503	6,930
BPS	31,816	35,821	39,884	45,241	52,025
CFPS	9,286	4,485	5,602	6,910	8,300
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	6.0	11.8	8.8	6.7	5.3
PER(최저)	1.9	4.8	5.7	4.4	3.5
PBR(최고)	1.4	1.1	0.9	0.8	0.7
PBR(최저)	0.4	0.4	0.6	0.5	0.5
PCR	1.5	7.6	5.2	4.3	3.5
EV/EBITDA(최고)	9.0	6.1	8.1	11.0	12.3
EV/EBITDA(최저)	4.8	4.0	6.0	7.7	7.5

# SK COMPANY Analysis



Analyst

유승우

yswbest@sk.co.kr

02-3773-9180

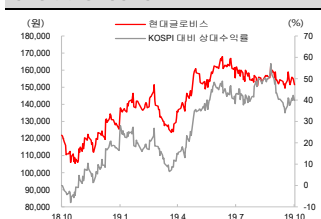
## Company Data

자본금	19 십억원
발행주식수	3,750 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	5,681 십억원
주요주주	
정의선(외5)	51.37%
국민연금공단	10.49%
외국인지분률	37.00%
배당수익률	2.20%

## Stock Data

주가(19/10/07)	152,000 원
KOSPI	2021.73 pt
52주 Beta	0.85
52주 최고가	168,000 원
52주 최저가	105,500 원
60일 평균 거래대금	10 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-4.7%	-6.2%
6개월	11.8%	22.1%
12개월	24.2%	39.8%

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

## [3Q19 Preview] 나무랄 것이 없다

동사의 3Q19 매출액은 4 조 6,065 억원, 영업이익은 2,083 억원을 기록할 것으로 전망 됨. 비계열 PCC 매출 증대, CKD 의 인도 매출 계상, 우호적인 환율 여건으로 탑라인과 이익이 지속 개선되는 모습. 최근 발생한 선박 사고로 인한 피해는 매우 미미함. 4 분기 에도 양호한 흐름 이어갈 것으로 전망함. 이에 투자 의견 매수와 목표주가 200,000 원, 업종 내 Top Pick 의견을 유지함

## 3Q19 매출액 4 조 6,065 억원, 영업이익 2,083 억원 전망

동사의 3Q19 매출액은 4 조 6,065 억원, 영업이익은 2,083 억원을 기록할 것으로 전망 됨. 이번 분기에도 사상 최대의 영업이익을 기록하며 실적 안정성이 확보된 종목을 가감 없이 보여줄 것임. 현지차 출하량이 전분기 대비 감소하지만 비계열 PCC 매출액 호조로 매출액 방어가 가능하며 CKD 부문 역시 3Q19 부터 인도 매출액이 잡히며 전 체적인 탑라인 성장을 견인할 것으로 보임. 평균 환율도 2Q19 1,166.5 원/\$에서 3Q19 1,194.2 원/\$로 상당히 높아진 점에서 CKD 부문의 이익도 이번 분기에 우호적일 것임

## 사고로 인한 여파는 매우 미미함

최근 발생한 동사 선박 전복 사고 관련 비용은 당장 발생할 것은 없음. 사고 귀책 사유 에 따라 다르겠지만 화물에 대한 피해 금액을 보험사로부터 지급받는 만큼 출혈은 매 우 제한적일 것임. 그리고 바로 대체선을 투입해 해당 노선에서 발생할 수 있는 매출액 누수도 이미 메이크업이 되었음

## 투자의견 매수, 목표주가 200,000 원, 업종 내 Top Pick 의견 유지

4 분기에도 동사는 PCC 비계열 매출 증가, 우호적인 환율 환경에서 안정적 이익을 지 속적으로 보여줄 수 있을 것으로 판단되어 2019 년 연간 매출액을 18 조원으로, 영업이익 을 8,143 억원으로 상향함. 따라서 동사는 지속 가능한 ROE 수준인 10.9%를 적용 해 Target PBR 1.73 배를 부여하는데 무리가 없다고 판단함. 이에 투자의견 매수와 목 표주가 200,000 원, 업종 내 Top Pick 의견을 유지함.

## 영업실적 및 투자지표

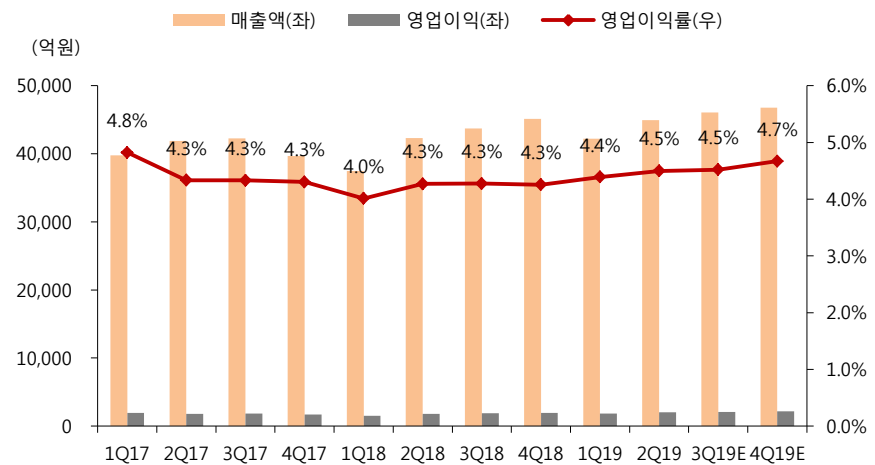
구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	15,341	16,358	16,866	18,002	18,953	19,468
yoy	%	4.6	6.6	3.1	6.7	5.3	2.7
영업이익	십억원	729	727	710	814	858	873
yoy	%	4.4	-0.2	-2.3	14.7	5.4	1.8
EBITDA	십억원	885	894	892	1,020	1,131	1,147
세전이익	십억원	704	889	626	778	765	788
순이익(지배주주)	십억원	506	681	437	553	580	597
영업이익률%	%	4.8	4.4	4.2	4.5	4.5	4.5
EBITDA%	%	5.8	5.5	5.3	5.7	6.0	5.9
순이익률	%	3.3	4.2	2.6	3.1	3.1	3.1
EPS(계속사업)	원	13,483	18,147	11,663	14,745	15,466	15,928
PER	배	11.5	7.5	11.1	10.3	9.8	9.5
PBR	배	1.7	1.3	1.1	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	배	8.2	7.1	6.6	7.2	6.1	5.6
ROE	%	15.4	18.2	10.6	12.3	11.5	10.5
순차입금	십억원	787	596	537	1,148	691	178
부채비율	%	129.1	105.2	103.9	114.0	102.5	92.5

## 현대글로비스 실적 추이 및 전망

(대, 억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
현기차 출하	1,659,482	1,865,625	1,715,950	2,035,738	1,661,152	1,821,861	1,719,076	1,964,345	7,177,764	7,276,795	7,166,434
내수	302,455	333,124	298,443	347,676	292,356	345,084	283,408	322,520	1,207,721	1,281,698	1,243,368
현대차	178,684	190,730	171,443	211,383	177,874	218,020	150,961	190,473	688,939	752,240	737,328
기아차	123,771	142,394	127,000	136,293	114,482	127,064	132,447	132,047	518,782	529,458	506,040
수출	437,760	496,561	447,585	563,936	463,126	529,538	467,102	532,611	1,947,559	1,945,842	1,992,377
현대차	223,116	251,319	238,491	294,976	229,896	268,538	249,402	281,646	963,938	1,007,902	1,029,482
기아차	214,644	245,242	209,094	268,960	233,230	261,000	217,700	250,965	983,621	937,940	962,895
해외생산	919,267	1,035,940	969,922	1,124,126	905,670	947,239	968,566	1,109,213	4,022,484	4,049,255	3,930,688
현대차	635,397	731,074	682,648	762,973	602,039	644,715	668,727	706,345	2,816,862	2,812,092	2,621,826
기아차	283,870	304,866	287,274	361,153	303,631	302,524	299,839	402,868	1,205,622	1,237,163	1,308,862
매출액	37,479	42,312	43,730	45,135	42,208	44,962	46,065	46,788	163,582	168,656	180,023
YoY	-5.8%	1.0%	3.5%	13.8%	12.6%	6.3%	5.3%	3.7%	6.6%	3.1%	6.7%
물류	12,268	13,343	13,494	14,835	13,643	14,943	14,161	15,165	52,355	53,940	57,912
국내물류	3,117	3,342	3,297	3,790	3,559	3,785	3,660	3,866	12,526	13,546	14,869
YoY	0.7%	5.3%	6.4%	20.1%	14.2%	13.3%	11.0%	2.0%	3.7%	8.1%	9.8%
해외물류	9,151	10,001	10,197	11,045	10,084	11,158	10,501	11,299	39,829	40,394	43,043
YoY	-5.1%	-2.0%	0.5%	12.3%	10.2%	11.6%	3.0%	2.3%	5.5%	1.4%	6.6%
해운	6,258	6,678	7,683	8,382	8,054	7,972	8,634	8,754	27,121	29,001	33,414
PCC	3,372	3,705	3,736	4,471	4,483	5,059	5,082	5,234	14,100	15,284	19,858
YoY	-1.2%	1.4%	5.3%	28.3%	32.9%	36.5%	36.0%	17.1%	9.8%	8.4%	29.9%
벌크선	2,886	2,973	3,947	3,911	3,571	2,913	3,552	3,520	13,021	13,717	13,556
YoY	1.9%	-11.6%	16.1%	14.2%	23.7%	-2.0%	-10.0%	-10.0%	11.9%	5.3%	-1.2%
유통	18,953	22,291	22,553	21,918	20,511	22,047	23,270	22,869	84,106	85,715	88,696
CKD	13,018	15,897	16,660	16,204	15,543	16,038	17,572	16,972	61,987	61,779	66,125
YoY	-17.3%	1.1%	2.0%	14.2%	19.4%	0.9%	5.5%	4.7%	3.3%	-0.3%	7.0%
중고차	1,013	1,155	1,103	1,131	1,117	1,334	1,147	1,176	3,871	4,402	4,774
YoY	4.0%	14.4%	14.2%	22.8%	10.3%	15.5%	4.0%	4.0%	1.1%	13.7%	8.5%
기타유통	4,922	5,239	4,790	4,583	3,851	4,675	4,551	4,720	18,248	19,534	17,797
YoY	20.7%	10.2%	0.6%	-1.5%	-21.8%	-10.8%	-5.0%	3.0%	19.5%	7.0%	-8.9%
영업이익	1,504	1,806	1,870	1,921	1,853	2,022	2,083	2,185	7,271	7,101	8,143
영업이익률	4.0%	4.3%	4.3%	4.3%	4.4%	4.5%	4.5%	4.7%	4.4%	4.2%	4.5%
YoY	-21.6%	-0.6%	2.2%	12.5%	23.2%	12.0%	11.4%	13.8%	-0.2%	-2.3%	14.7%

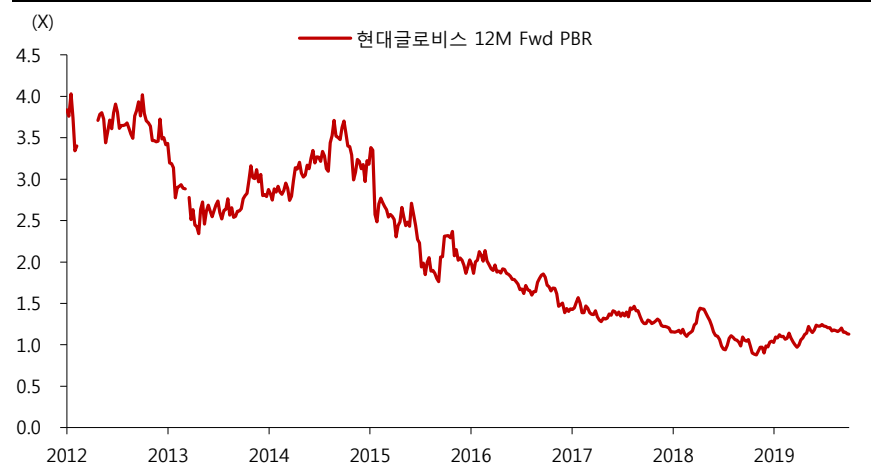
자료: 현대글로비스, SK 증권

## 현대글로벌비스 매출액, 영업이익, 영업이익률 추이 및 전망



자료 : 현대글로벌비스, SK 증권

## 현대글로벌비스 12M Fwd PBR 추이



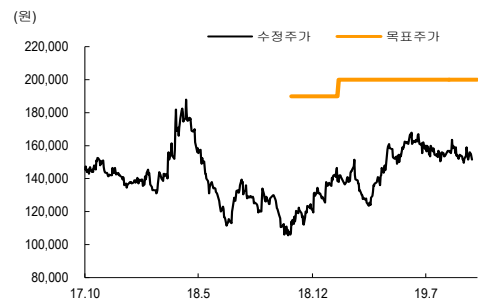
자료 : DataGuide, SK 증권

## 현대글로비스 목표주가 산출

(단위: 억원)	3Q20E	3Q21E	3Q22E
순이익(지배주주지분)	5,729	5,893	5,973
자본총계(지배주주지분)	48,038	54,301	59,989
ROE(지배주주지분)	11.9%	10.9%	10.0%
가중치	0.33	0.33	0.33
적정 ROE(지배주주지분)	10.9%		
영구성장률	1.0%		
자기자본비용	6.7%		
무위험수익률	1.2%		
리스크프리미엄	6.0%		
베타	0.92		
Target PBR	1.73		
12M Fwd BPS (원)	138,127		
목표 주가 (원)	200,000		
현재 주가 (원)	152,000		
상승 여력	31.6%		

자료: DataGuide, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.10.08	매수	200,000원	6개월		
2019.07.24	매수	200,000원	6개월	-25.01%	-16.00%
2019.07.08	매수	200,000원	6개월	-26.05%	-16.00%
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 10월 8일 기준)

매수	91.91%	중립	8.09%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----



## 재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	3,872	4,458	4,895	5,529	6,138
현금및현금성자산	529	641	1,010	1,467	1,979
매출채권및기타채권	2,083	2,076	2,216	2,332	2,396
재고자산	661	912	973	1,025	1,053
<b>비유동자산</b>	4,314	4,230	5,232	5,322	5,410
장기금융자산	265	222	249	249	249
유형자산	3,356	3,247	4,115	4,166	4,214
무형자산	72	127	125	116	108
<b>자산총계</b>	8,186	8,688	10,127	10,850	11,547
<b>유동부채</b>	2,539	2,885	3,398	3,493	3,544
단기금융부채	900	1,198	1,597	1,597	1,597
매입채무 및 기타채무	1,311	1,408	1,503	1,582	1,625
단기충당부채	44	52	56	59	61
<b>비유동부채</b>	1,657	1,543	1,996	2,000	2,004
장기금융부채	708	659	1,097	1,097	1,097
장기매입채무 및 기타채무	605	533	533	533	533
장기충당부채	131	133	147	151	155
<b>부채총계</b>	4,196	4,428	5,394	5,493	5,549
<b>지배주주지분</b>	3,989	4,260	4,733	5,358	5,999
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	4,547	5,127	5,724
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	3,990	4,260	4,733	5,358	5,999
<b>부채외자본총계</b>	8,186	8,688	10,127	10,850	11,547

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동현금흐름</b>	627	529	693	864	912
당기순이익(손실)	680	437	553	580	597
비현금성항목등	231	449	465	551	550
유형자산감가상각비	159	172	186	249	252
무형자산감가상각비	8	10	19	24	22
기타	21	7	-47	25	25
운전자본감소(증가)	-129	-165	-115	-82	-44
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-78	-164	-86	-117	-63
재고자산감소(증가)	27	-97	-59	-51	-28
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-59	238	93	79	43
기타	-20	-143	-63	7	4
법인세납부	-155	-192	-211	-185	-191
<b>투자활동현금흐름</b>	-303	-353	-217	-289	-282
금융자산감소(증가)	24	-206	156	0	0
유형자산감소(증가)	-356	-170	-395	-300	-300
무형자산감소(증가)	-5	-15	-15	-15	-15
기타	34	37	37	25	33
<b>재무활동현금흐름</b>	-360	-69	-124	-118	-118
단기금융부채증가(감소)	-382	-13	-116	0	0
장기금융부채증가(감소)	196	133	29	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-113	-113	-124	0	0
기타	-63	-76	88	-118	-118
<b>현금의 증가(감소)</b>	-66	112	369	457	513
기초현금	595	529	641	1,010	1,467
기말현금	529	641	1,010	1,467	1,979
FCF	402	304	315	526	577

자료 : 현대글로비스, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	16,358	16,866	18,002	18,953	19,468
<b>매출원가</b>	15,226	15,715	16,699	17,585	18,063
<b>매출총이익</b>	1,132	1,151	1,303	1,367	1,405
매출총이익률 (%)	6.9	6.8	7.2	7.2	7.2
<b>판매비와관리비</b>	405	441	489	509	531
영업이익	727	710	814	858	873
영업이익률 (%)	4.4	4.2	4.5	4.5	4.5
비영업손익	162	-84	-36	-93	-85
<b>순금융비용</b>	44	56	59	92	85
외환관련손익	166	-60	-2	-2	-2
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	45	40	27	27	27
세전계속사업이익	889	626	778	765	788
세전계속사업이익률 (%)	5.4	3.7	4.3	4.0	4.1
계속사업법인세	209	189	225	185	191
<b>계속사업이익</b>	680	437	553	580	597
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	680	437	553	580	597
<b>순이익률 (%)</b>	4.2	2.6	3.1	3.1	3.1
지배주주	681	437	553	580	597
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	4.16	2.59	3.07	3.06	3.07
비지배주주	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	625	389	597	624	641
지배주주	625	389	597	624	641
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	894	892	1,020	1,131	1,147

## 주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	6.6	3.1	6.7	5.3	2.7
영업이익	-0.2	-2.3	14.7	5.4	1.8
세전계속사업이익	26.4	-29.6	24.3	-1.7	3.0
EBITDA	1.0	-0.2	14.3	10.9	1.5
EPS(계속사업)	34.6	-35.7	26.4	4.9	3.0
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	18.2	10.6	12.3	11.5	10.5
ROA	8.4	5.2	5.9	5.5	5.3
EBITDA마진	5.5	5.3	5.7	6.0	5.9
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	152.5	154.5	144.1	158.3	173.2
부채비율	105.2	103.9	114.0	102.5	92.5
순차입금/자기자본	15.0	12.6	24.3	12.9	3.0
EBITDA/이자비용(배)	14.1	11.8	12.6	9.6	9.8
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	18,147	11,663	14,745	15,466	15,928
BPS	106,381	113,605	126,225	142,867	159,971
CFPS	22,591	16,511	20,221	22,738	23,232
주당 현금배당금	3,000	3,300	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	9.4	16.1	11.4	10.9	10.6
PER(최저)	7.4	9.1	8.4	8.0	7.8
PBR(최고)	1.6	1.7	1.3	1.2	1.1
PBR(최저)	1.3	0.9	1.0	0.9	0.8
PCR	6.0	7.8	7.5	6.7	6.5
EV/EBITDA(최고)	8.5	9.1	7.8	6.7	6.1
EV/EBITDA(최저)	7.0	5.6	6.2	5.2	4.7

# SK COMPANY Analysis



Analyst

유승우

yswbest@sk.co.kr

02-3773-9180

## Company Data

자본금	114 십억원
발행주식수	2,281 만주
자사주	466 만주
액면가	5,000 원
시가총액	3,205 십억원
주요주주	

CJ제일제당(외2) 40.17%

CJ대한통운 자사주 20.42%

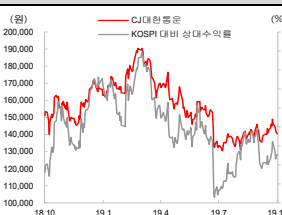
외국인지분률 19.50%

배당수익률 0.00%

## Stock Data

주가(19/10/07)	141,500 원
KOSPI	2021.73 pt
52주 Beta	0.75
52주 최고가	190,500 원
52주 최저가	130,500 원
60일 평균 거래대금	7 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-1.4%	-3.0%
6개월	-16.1%	-8.4%
12개월	-7.0%	4.7%

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

## [3Q19 Preview] 당면 과제는 풀필먼트서비스

동사의 3Q19 매출액은 2 조 6,008 억원, 영업이익은 724 억원이 전망됨. 명절 기간이 포함되어 있어 전분기 대비 수익성은 소폭 악화될 가능성이 있음. 최근 쿠팡의 자체 물류와 풀필먼트서비스가 전통 택배 업체의 리스크로 부각되고 있는데, 동사도 이커머스 플랫폼과의 풀필먼트서비스 협력이 반드시 필요한 상황. 마침 동사는 대형 이커머스 플랫폼과의 협력이 논의되고 있음. 이에 투자 의견 매수와 목표주가 210,000 원을 유지함

## 3Q19 매출액 2 조 6,008 억원, 영업이익 724 억원 전망

동사의 3Q19 매출액은 2 조 6,008 억원, 영업이익은 724 억원이 전망됨. 택배 단가는 이번 3 분기에도 소폭 상승한 것으로 추정됨. 3Q18 이익 기저가 낮기 때문에 YoY 36.8% 성장한 영업이익이 전망됨. 전체적인 택배 시장 성장은 아직 양호한 편이나 작년 대비로는 둔화됨. 3Q19 에는 명절 기간이 포함되어 있어 부대 비용이 더 발생하는 경향이 있는데 CL 과 택배 사업부 공히 해당되어 9 월 실적에 따라 기대치를 소폭 하회할 개연성이 있음. 글로벌은 여전히 탑라인 성장이 순항중임

## 이커머스 업계와의 풀필먼트서비스 협력은 반드시 필요함

SK 증권 리서치센터 스마트시티 TF 는 지난 9 월 17 일 발간한 '쿠팡 vs 反쿠팡, 첫 번째 이야기: 물류' 자료를 통해 쿠팡의 자체 물류와 조만간 론칭할 풀필먼트서비스가 택배 업체에 가져다 줄 부정적인 영향들을 상세히 다룬바 있음. 이에 대한 대응으로 최근 동사가 시작한 풀필먼트서비스는 CJ 오쇼핑을 화주로 확보함. 그러나 아직 이커머스 셀러들을 화주로 확보하지는 못한 상황임. 규모 있는 이커머스 플랫폼들과의 협력으로 이커머스 셀러들을 확보하지 못한다면 중장기적으로 동사 택배 사업부의 탑라인 성장이 저해될 수 있음

## 투자의견 매수, 목표주가 210,000 원 유지

최근 동사는 대형 이커머스 플랫폼과의 풀필먼트서비스 협력 가능성이 대두되고 있어 구체적인 사업 구조를 지켜봐야 하는 상황임. 이에 투자의견 매수와 목표주가 210,000 원을 유지함

## 영업실적 및 투자지표

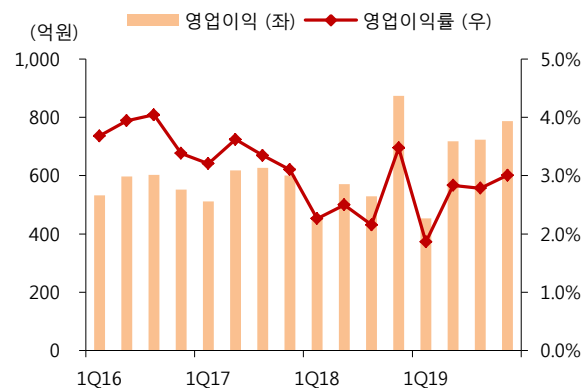
구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	6,082	7,110	9,220	10,187	10,835	11,694
yoy	%	20.3	16.9	29.7	10.5	6.4	7.9
영업이익	십억원	228	236	243	268	312	379
yoy	%	22.4	3.2	3.0	10.5	16.5	21.2
EBITDA	십억원	373	397	456	652	921	949
세전이익	십억원	91	73	85	82	140	216
순이익(지배주주)	십억원	56	31	38	53	99	157
영업이익률%	%	3.8	3.3	2.6	2.6	2.9	3.2
EBITDA%	%	6.1	5.6	5.0	6.4	8.5	8.1
순이익률	%	1.1	0.6	0.6	0.6	1.0	1.4
EPS(계속사업)	원	2,446	1,380	1,660	2,340	4,356	6,902
PER	배	73.2	101.4	100.6	60.0	32.3	20.4
PBR	배	1.7	1.4	1.4	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA	배	16.6	14.4	15.6	9.2	6.0	5.4
ROE	%	2.4	1.3	1.5	1.9	3.2	4.8
순차입금	십억원	1,638	2,048	2,708	2,179	1,704	1,223
부채비율	%	101.6	126.7	150.9	136.8	135.7	133.9

## CJ 대한통운 실적 추이 및 전망

(단위: 억원 %)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
매출액	20,014	22,847	24,548	25,152	24,327	25,348	26,008	26,182	71,104	92,561	101,865
YoY	25.5%	33.8%	31.0%	30.0%	21.5%	10.9%	5.9%	4.1%	16.9%	30.2%	10.1%
CL	6,155	6,410	6,492	6,197	6,231	6,480	6,563	6,259	24,278	25,254	25,533
YoY	5.1%	6.3%	4.7%	0.0%	1.2%	1.1%	1.1%	1.0%	13.7%	7.0%	5.2%
택배	5,566	5,862	5,878	6,449	6,128	6,426	6,539	7,278	20,750	23,755	26,371
YoY	16.2%	15.0%	10.7%	16.1%	10.1%	9.6%	11.2%	12.9%	13.7%	14.5%	11.0%
글로벌	7,733	8,616	10,475	10,098	10,220	10,806	10,777	10,230	26,076	36,922	42,033
YoY	45.7%	44.8%	45.1%	32.9%	32.2%	25.4%	2.9%	1.3%	37.4%	41.6%	13.8%
건설	560	1,959	1,703	2,408	1,748	1,636	2,129	2,415		6,630	7,928
YoY					212.1%	-16.5%	25.0%	0.3%			19.6%
매출총이익	1,753	2,083	2,065	2,379	2,049	2,349	2,486	2,485	7,562	8,280	9,369
CL	605	600	676	750	600	630	624	626	2,741	2,631	2,479
택배	439	586	359	482	387	642	523	568	2,055	1,866	2,120
글로벌	696	753	871	946	886	932	1,148	1,074	2,766	3,266	4,040
건설	13	144	159	201	176	145	192	217		517	730
매출총이익률	8.8%	9.1%	8.4%	9.5%	8.4%	9.3%	9.6%	9.5%	10.6%	8.9%	9.2%
CL	9.8%	9.4%	10.4%	12.1%	9.6%	9.7%	9.5%	10.0%	11.3%	10.4%	9.7%
택배	7.9%	10.0%	6.1%	7.5%	6.3%	10.0%	8.0%	7.8%	9.9%	7.9%	8.0%
글로벌	9.0%	8.7%	8.3%	9.4%	8.7%	8.6%	10.7%	10.5%	10.6%	8.8%	9.6%
건설	2.3%	7.4%	9.3%	8.3%	10.1%	8.9%	9.0%	9.0%		7.8%	9.2%
영업이익	453	571	529	874	453	718	724	787	2,357	2,427	2,682
YoY	-11.5%	-7.6%	-15.6%	45.6%	0.1%	25.7%	36.8%	-9.9%	3.2%	3.0%	10.5%
영업이익률(%)	2.3%	2.5%	2.2%	3.5%	1.9%	2.8%	2.8%	3.0%	3.3%	2.6%	2.6%
세전이익	434	200	84	132	-134	225	196	534	733	850	821
세전이익률(%)	2.2%	0.9%	0.3%	0.5%	-0.6%	0.9%	0.8%	2.0%	1.0%	0.9%	0.8%

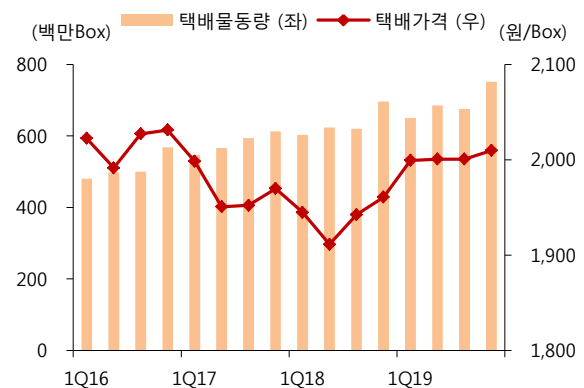
자료: CJ 대한통운 SK 증권

## CJ 대한통운 영업이익과 영업이익률 추이 및 전망



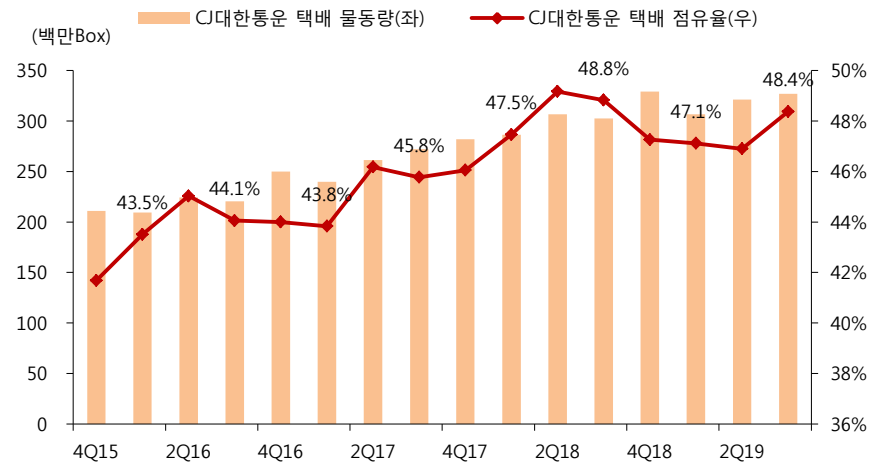
자료: Dart, SK 증권

## 택배 물동량과 택배 가격 추이 및 전망



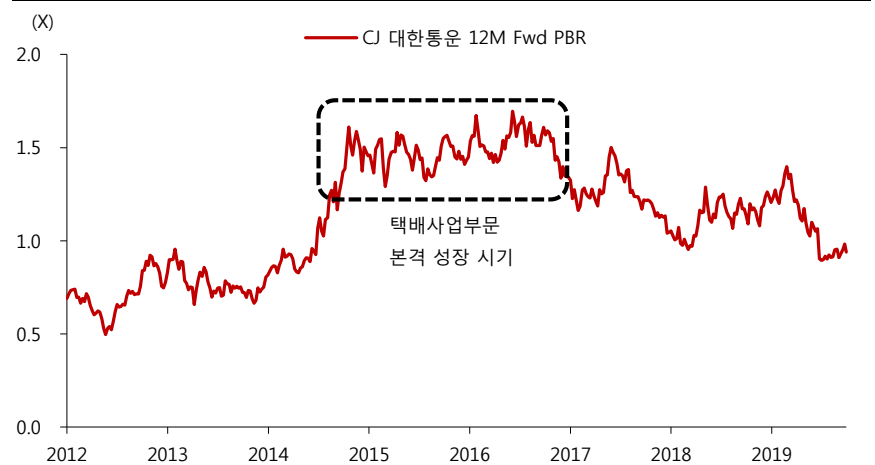
자료: CJ 대한통운, SK 증권

## CJ 대한통운 택배 물동량과 택배 점유율 추이 및 전망



자료 : CJ 대한통운, SK 증권

## CJ 대한통운 12M Fwd PBR 추이



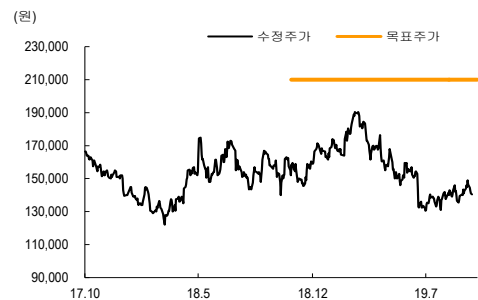
자료 : DataGuide, SK 증권

## CJ 대한통운 목표 주가 산출

	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E
BPS(원)	144,629	156,705	158,450	160,290	151,554
Target BPS(원)	155,019				
Target PBR(배)	1.4				
목표 주가(원)	210,000				
현재 주가(원)	141,500				
상승 여력	48.4%				

자료 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.10.08	매수	210,000원	6개월		
2019.08.09	매수	210,000원	6개월	-25.55%	-9.29%
2019.07.08	매수	210,000원	6개월	-24.18%	-9.29%
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 10월 8일 기준)

매수	91.91%	중립	8.09%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	1,804	2,181	2,877	3,452	4,079
현금및현금성자산	154	163	642	1,079	1,522
매출채권및기타채권	1,425	1,717	1,897	2,017	2,177
재고자산	16	21	23	25	27
<b>비유동자산</b>	4,505	5,696	5,588	5,288	5,043
장기금융자산	32	48	49	49	49
유형자산	2,430	3,306	3,178	2,971	2,793
무형자산	1,468	1,777	1,732	1,617	1,513
<b>자산총계</b>	6,309	7,877	8,465	8,741	9,122
<b>유동부채</b>	1,890	2,614	2,386	2,112	1,869
단기금융부채	743	1,296	930	564	197
매입채무 및 기타채무	1,020	1,062	1,174	1,248	1,347
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	1,636	2,124	2,504	2,920	3,352
장기금융부채	1,499	1,625	1,953	2,281	2,610
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	7	8	8	9
<b>부채총계</b>	3,526	4,738	4,890	5,032	5,221
<b>지배주주지분</b>	2,372	2,662	3,074	3,187	3,358
자본금	114	114	114	114	114
자본잉여금	2,248	2,260	2,260	2,260	2,260
기타자본구성요소	-511	-460	-460	-460	-460
자기주식	-509	-457	-457	-457	-457
이익잉여금	574	600	650	750	907
비지배주주지분	411	477	500	522	543
<b>자본총계</b>	2,783	3,139	3,575	3,709	3,901
<b>부채외자본총계</b>	6,309	7,877	8,465	8,741	9,122

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동현금흐름</b>	291	135	1,720	844	839
당기순이익(손실)	39	52	60	106	164
비현금성항목등	335	382	780	815	785
유형자산감가상각비	121	156	304	456	429
무형자산감가상각비	41	58	80	152	142
기타	60	26	284	90	90
운전자본감소(증가)	-53	-254	902	-43	-58
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-223	-59	-352	-121	-160
재고자산감소(증가)	0	-1	3	-1	-2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	85	-9	221	75	99
기타	85	-185	1,029	4	5
법인세납부	-30	-45	-21	-34	-52
<b>투자활동현금흐름</b>	-679	-831	-325	-273	-264
금융자산감소(증가)	-2	-1	9	0	0
유형자산감소(증가)	-473	-487	-300	-250	-250
무형자산감소(증가)	-39	-38	-38	-38	-38
기타	-165	-305	3	15	24
<b>재무활동현금흐름</b>	401	692	-916	-134	-132
단기금융부채증가(감소)	0	0	-400	-366	-366
장기금융부채증가(감소)	456	617	-705	328	328
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-1	-2	0	0	0
기타	-54	77	194	-96	-94
<b>현금의 증가(감소)</b>	16	9	479	437	443
기초현금	139	154	163	642	1,079
기말현금	154	163	642	1,079	1,522
FCF	-205	-20	185	514	512

자료 : CJ대한통운, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	7,110	9,220	10,187	10,835	11,694
<b>매출원가</b>	6,354	8,392	9,250	9,795	10,555
<b>매출총이익</b>	756	828	937	1,040	1,139
매출총이익률 (%)	10.6	9.0	9.2	9.6	9.7
<b>판매비와관리비</b>	521	585	669	728	760
영업이익	236	243	268	312	379
영업이익률 (%)	3.3	2.6	2.6	2.9	3.2
<b>비영업손익</b>	-163	-158	-186	-173	-162
<b>순금융비용</b>	51	81	93	81	71
외환관련손익	-13	-2	-2	-2	-2
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-21	-29	-2	0	0
세전계속사업이익	73	85	82	140	216
세전계속사업이익률 (%)	1.0	0.9	0.8	1.3	1.9
계속사업법인세	34	33	22	34	52
<b>계속사업이익</b>	39	52	60	106	164
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	39	52	60	106	164
<b>순이익률 (%)</b>	0.6	0.6	0.6	1.0	1.4
<b>지배주주</b>	31	38	53	99	157
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	0.44	0.41	0.52	0.92	1.35
<b>비지배주주</b>	7	14	7	7	7
<b>총포괄이익</b>	-11	55	88	134	192
<b>지배주주</b>	26	33	67	113	171
<b>비지배주주</b>	-37	23	21	21	21
EBITDA	397	456	652	921	949

## 주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	16.9	29.7	10.5	6.4	7.9
영업이익	3.2	3.0	10.5	16.5	21.2
세전계속사업이익	-19.7	16.3	-3.4	70.2	54.8
EBITDA	6.3	15.0	42.9	41.1	3.1
EPS(계속사업)	-43.6	20.3	41.0	86.1	58.5
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	1.3	1.5	1.9	3.2	4.8
ROA	0.7	0.7	0.7	1.2	1.8
EBITDA마진	5.6	5.0	6.4	8.5	8.1
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	95.4	83.4	120.6	163.4	218.2
부채비율	126.7	150.9	136.8	135.7	133.9
순차입금/자기자본	73.6	86.3	61.0	46.0	31.4
EBITDA/이자비용(배)	7.2	5.3	6.7	9.6	10.1
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	1,380	1,660	2,340	4,356	6,902
BPS	103,964	116,702	134,772	139,712	147,197
CFPS	8,453	11,027	19,175	31,013	31,920
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	144.6	105.4	81.4	43.7	27.6
PER(최저)	101.1	73.5	55.8	30.0	18.9
PBR(최고)	1.9	1.5	1.4	1.4	1.3
PBR(최저)	1.3	1.1	1.0	0.9	0.9
PCR	16.6	15.1	7.3	4.5	4.4
EV/EBITDA(최고)	17.9	16.0	11.0	7.3	6.6
EV/EBITDA(최저)	14.4	13.3	8.9	5.8	5.1

# SK COMPANY Analysis



Analyst

유승우

yswbest@sk.co.kr

02-3773-9180

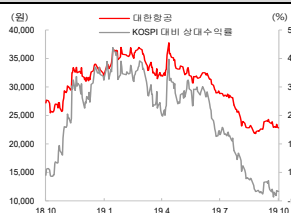
## Company Data

자본금	480 십억원
발행주식수	9,596 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	2,163 십억원
주요주주	
한진칼(외14)	33.36%
국민연금공단	10.54%
외국인지분률	20.60%
배당수익률	1.10%

## Stock Data

주가(19/10/07)	22,900 원
KOSPI	2021.73 pt
52주 Beta	0.90
52주 최고가	37,750 원
52주 최저가	21,800 원
60일 평균 거래대금	12 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	2.0%	0.4%
6개월	-28.6%	-22.1%
12개월	-16.2%	-5.7%

대한항공 (003490/KS | 매수(유지) | T.P 31,000 원(하향))

## [3Q19 Preview] 이익 레벨 개선은 요원하다

동사의 3Q19 매출액은 3 조, 3,699 억원, 영업이익은 1,734 억원이 전망됨. 연젠가부터 동사의 일회성 비용은 더 이상 일회성이 아닌 것으로 보임. 아울러 환율 여건, 국제 정사가 전사적인 이익 레벨과 탑라인 성장을 저해하고 있음. 단기적으로 해결될 이슈들이 아니기에 내년까지도 정상화는 요원해 보임. 이에 투자의견 매수는 유지하지만 BPS 추정치를 변경해 목표주가는 31,000 원으로 하향함

## 3Q19 매출액 3 조 3,699 억원, 영업이익 1,734 억원 전망

동사의 3Q19 매출액은 3 조, 3,699 억원, 영업이익은 1,734 억원이 전망됨. 여객 부문에서 일본, 중국 노선에서의 악재로 전반적인 침체를 겪었고, 화물 부문 역시 여전히 부진한 상황임. 여객과 화물 모두 일드가 전년 대비 하락하고 있으며 임단협으로 인한 일회성 인건비와 정비비 등의 일회성 비용이 재차 대거 발생해 이익 레벨이 매우 저조한 상황임. 정비비 등의 비용은 2020 년에도 지속 발생할 전망이다

## 이익 레벨 안정화는 요원해 보임

연젠가부터 동사는 일회성 비용들이 더 이상 일회성이 아닌 것이 되어 버림. 따라서 2019 년 연간 영업이익은 기존 추정치인 4,696 억원에서 2,868 억원으로 대폭 하향 조정함. 그리고 비우호적인 환율로 인해(2Q19 평균 환율 1,166.5 원/\$ → 3Q19 평균 환율 1,194.2 원/\$) 지배주주순손실이 견잡을 수 없이 불어나고 있음. 기타 일회성 비용들까지 감안하면 2019 년 연간 비영업손실 규모가 1 조원을 상회할 것으로 판단됨. 현재 전망으로는 2020 년에도 이익 레벨의 정상화는 요원해 보임

## 투자의견은 매수 유지, 목표주가는 31,000 원으로 하향

최근 지속적으로 주가가 하락하는 가운데 한일 관계 악화와 중국의 신규 취항 금지로 여객 부문 탑라인 성장이 여전히 저해되고 있으며 미중 무역전쟁 장기화로 화물 부문에서의 성장 여력도 매우 제한되고 있음. 그 와중에 비용 통제마저도 제대로 되고 있지 않는 모습임. 이에 투자의견은 매수를 유지하지만 12M Fwd BPS 추정치를 대폭 하향해 목표주가를 31,000 원으로 하향함

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	11,732	12,092	13,020	12,726	12,903	13,193
yoy	%	1.6	3.1	7.7	-2.3	1.4	2.3
영업이익	십억원	1,121	940	640	287	589	603
yoy	%	26.9	-16.2	-31.9	-55.2	105.4	2.3
EBITDA	십억원	2,872	2,633	2,382	2,312	2,907	2,759
세전이익	십억원	-717	1,122	-209	-908	-128	-79
순이익(지배주주)	십억원	-565	792	-193	-728	-107	-70
영업이익률%	%	9.6	7.8	4.9	2.3	4.6	4.6
EBITDA%	%	24.5	21.8	18.3	18.2	22.5	20.9
순이익률	%	-4.8	6.6	-1.4	-5.6	-0.8	-0.5
EPS(계속사업)	원	-7,137	8,548	-2,012	-7,582	-1,113	-731
PER	배	N/A	4.0	N/A	N/A	N/A	N/A
PBR	배	1.2	0.9	1.1	0.9	1.0	1.0
EV/EBITDA	배	5.8	6.4	7.4	8.0	5.9	5.8
ROE	%	-27.2	29.4	-5.9	-27.6	-4.6	-3.1
순차입금	십억원	13,307	12,320	12,819	14,278	13,006	11,779
부채비율	%	1,178.1	557.1	743.7	984.1	1,016.2	1,038.6



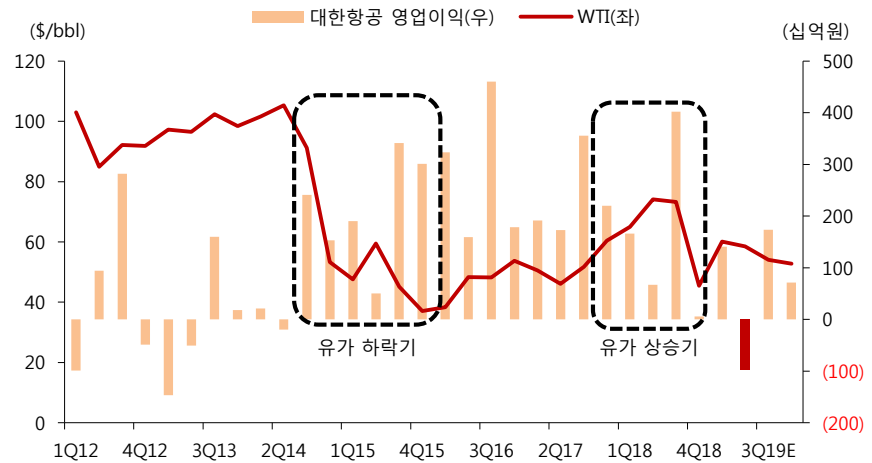
## 대한항공 실적 추이 및 전망

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
<b>매출액(억원)</b>	<b>31,020</b>	<b>31,057</b>	<b>35,179</b>	<b>32,986</b>	<b>31,389</b>	<b>31,210</b>	<b>33,699</b>	<b>30,965</b>	<b>121,906</b>	<b>130,242</b>	<b>127,264</b>
YoY(%)	8.0%	7.1%	9.5%	2.9%	1.2%	0.5%	-4.2%	-6.1%	3.9%	6.8%	-2.3%
<b>여객 매출액(억원)</b>	<b>18,520</b>	<b>18,468</b>	<b>21,280</b>	<b>19,107</b>	<b>19,057</b>	<b>19,455</b>	<b>20,261</b>	<b>18,700</b>	<b>70,455</b>	<b>77,375</b>	<b>77,473</b>
YoY(%)	10.3%	8.8%	10.7%	9.4%	2.9%	5.3%	-4.8%	-2.1%	1.1%	9.8%	0.1%
ASK(백만)	24,441	24,831	25,738	24,933	24,570	25,287	26,247	25,371	98,131	99,943	101,475
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	20,871	21,730	19,964	77,842	80,189	82,268
YoY(%)	4.2%	4.4%	0.2%	3.1%	1.8%	4.1%	3.3%	1.0%	2.5%	3.0%	2.6%
L/F(%)	79.2%	80.7%	81.7%	79.0%	80.2%	82.5%	82.8%	78.7%	79.3%	80.2%	81.1%
YoY(%pt)	-0.9%	1.3%	0.8%	2.2%	1.0%	1.8%	1.1%	-0.6%	0.8%	0.9%	1.0%
Yield(원)	95.7	92.1	101.1	90.0	96.7	93.2	93.2	93.7	90.5	96.5	94.2
YoY(%)	5.8%	4.2%	10.4%	-1.6%	1.0%	1.2%	-7.8%	4.1%	-1.4%	6.6%	-2.4%
<b>화물 매출액(억원)</b>	<b>6,976</b>	<b>7,125</b>	<b>7,542</b>	<b>8,479</b>	<b>6,446</b>	<b>6,300</b>	<b>7,016</b>	<b>6,816</b>	<b>28,087</b>	<b>30,122</b>	<b>26,577</b>
YoY(%)	9.1%	5.9%	7.7%	6.5%	-7.6%	-11.6%	-7.0%	-19.6%	14.9%	7.2%	-11.8%
AFTK(백만)	2,622	2,665	2,713	2,836	2,603	2,537	2,590	2,768	10,944	10,823	10,497
YoY(%)	1.5%	-1.7%	-2.9%	-0.6%	-0.7%	-4.8%	-4.5%	-2.0%	3.0%	-1.1%	-3.0%
FTK(백만)	2,009	2,023	2,078	2,177	1,821	1,781	1,867	1,964	8,593	8,293	7,433
YoY(%)	-0.5%	-4.3%	-4.6%	-4.5%	-9.4%	-12.0%	-10.2%	-10.0%	5.3%	-3.5%	-10.4%
L/F(%)	76.6%	75.9%	76.6%	76.8%	70.0%	70.2%	72.1%	71.0%	78.5%	76.6%	70.8%
YoY(%pt)	-1.6%	-2.0%	-1.4%	-3.1%	-6.7%	-5.7%	-4.6%	-6.3%	1.7%	-1.9%	-7.6%
Yield(원)	315.9	324.4	362.9	335.2	326.0	319.8	344.8	318.4	326.9	363.2	357.6
YoY(%)	10.5%	12.4%	24.2%	-4.0%	3.2%	-1.4%	-5.0%	-5.0%	9.2%	11.1%	-1.6%
<b>영업비용(억원)</b>	<b>29,357</b>	<b>30,391</b>	<b>31,160</b>	<b>32,892</b>	<b>29,983</b>	<b>32,196</b>	<b>31,965</b>	<b>30,250</b>	<b>111,524</b>	<b>123,800</b>	<b>124,395</b>
YoY(%)	9.8%	11.2%	9.0%	13.9%	2.1%	5.9%	2.6%	-8.0%	5.1%	11.0%	0.5%
연료유류비	7,263	7,928	8,759	8,880	7,217	8,137	9,080	7,923	26,028	32,831	32,358
YoY(%)	15.1%	29.3%	33.9%	26.1%	-0.6%	2.6%	3.7%	-10.8%	19.6%	26.1%	-1.4%
인건비	6,062	6,318	5,810	6,177	5,770	6,996	5,945	6,136	22,467	24,368	24,846
YoY(%)	17.6%	8.6%	1.7%	6.8%	-4.8%	10.7%	2.3%	-0.7%	6.3%	8.5%	2.0%
감가상각비	4,283	4,414	4,448	4,272	5,187	5,160	4,492	4,229	16,930	17,417	19,068
YoY(%)	3.0%	4.6%	2.6%	1.4%	21.1%	16.9%	1.0%	-1.0%	-3.3%	2.9%	9.5%
공항관련비	2,668	2,728	2,875	2,970	2,914	3,208	2,933	3,178	10,653	11,241	12,234
YoY(%)	2.7%	8.8%	3.8%	6.8%	9.2%	17.6%	2.0%	7.0%	-2.8%	5.5%	8.8%
판매수수료	1,068	1,088	1,134	1,116	1,001	1,101	1,146	1,005	3,035	3,234	4,406
YoY(%)	40.3%	38.4%	35.7%	31.2%	-6.3%	1.2%	1.0%	-10.0%	1.8%	6.5%	36.3%
<b>영업이익(억원)</b>	<b>1,663</b>	<b>667</b>	<b>4,018</b>	<b>54</b>	<b>1,406</b>	<b>-986</b>	<b>1,734</b>	<b>714</b>	<b>10,382</b>	<b>6,403</b>	<b>2,868</b>
YoY(%)	-16.0%	-59.9%	13.0%	-98.3%	-15.5%	-247.9%	-56.8%	1217.8%	-7.4%	-38.3%	-55.2%
영업이익률	5.4%	2.1%	11.4%	0.2%	4.5%	-3.2%	5.1%	2.3%	8.5%	4.9%	2.3%

자료: 대한항공 SK 증권

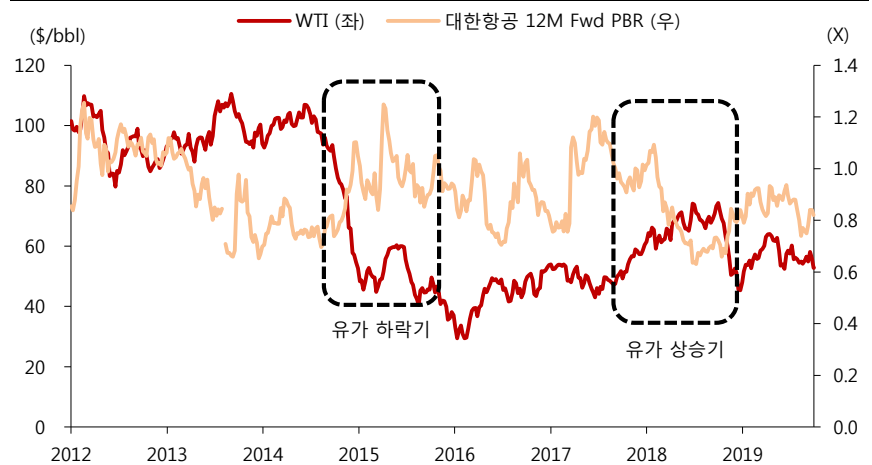


## 국제유가와 대한항공 영업이익 추이 및 추정치



자료 : DataGuide, SK 증권

## 국제유가와 대한항공 12M Fwd PBR 추이



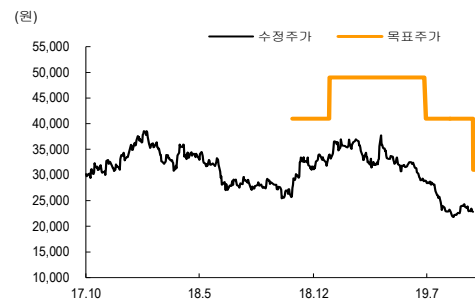
자료 : DataGuide, SK 증권

## 대한항공 목표 주가 산출

	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E
BPS(원)	27,136	25,918	26,494	25,688	26,680
Target BPS(원)	26,195				
Target PBR(배)	1.2				
목표 주가(원)	31,000				
현재 주가(원)	22,900				
상승 여력	35.4%				

자료 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.10.08	매수	31,000원	6개월		
2019.08.16	매수	41,000원	6개월	-40.02%	-29.63%
2019.07.08	매수	41,000원	6개월	-35.35%	-29.63%
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 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019 년 10 월 8 일 기준)

매수	91.91%	중립	8.09%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	3,582	3,872	3,986	5,286	6,557
현금및현금성자산	761	1,504	1,386	2,658	3,885
매출채권및기타채권	908	816	767	777	795
재고자산	683	1,030	968	982	1,004
<b>비유동자산</b>	21,066	21,707	22,974	21,657	20,508
장기금융자산	304	284	206	206	206
유형자산	18,907	19,648	20,877	19,583	18,449
무형자산	364	301	278	255	234
<b>자산총계</b>	24,649	25,580	26,961	26,942	27,066
<b>유동부채</b>	6,638	7,522	7,406	7,447	7,516
단기금융부채	4,143	4,326	4,403	4,403	4,403
매입채무 및 기타채무	320	292	275	278	285
단기충당부채	0	37	35	35	36
<b>비유동부채</b>	14,259	15,026	17,068	17,081	17,173
장기금융부채	9,511	10,264	11,898	11,898	11,898
장기매입채무 및 기타채무	5	4	3	3	3
장기충당부채	138	149	140	139	142
<b>부채총계</b>	20,898	22,548	24,474	24,529	24,689
<b>지배주주지분</b>	3,629	2,909	2,359	2,279	2,236
자본금	480	480	480	480	480
자본잉여금	946	946	793	793	793
기타자본구성요소	72	72	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	577	82	-463	-569	-640
비지배주주지분	122	123	128	135	141
<b>자본총계</b>	3,751	3,032	2,487	2,414	2,377
<b>부채외자본총계</b>	24,649	25,580	26,961	26,942	27,066

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동현금흐름</b>	2,773	2,746	2,906	2,943	2,863
당기순이익(손실)	802	-186	-718	-97	-60
비현금성항목등	2,018	2,828	3,196	3,004	2,819
유형자산감가상각비	1,648	1,712	1,999	2,294	2,135
무형자산감가상각비	45	29	27	24	22
기타	578	243	549	-52	-52
운전자본감소(증가)	-41	141	393	5	84
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-19	-112	72	-11	-18
재고자산감소(증가)	-116	-191	57	-13	-22
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	5	60	-3	4	6
기타	89	384	267	25	118
법인세납부	-5	-37	35	31	19
<b>투자활동현금흐름</b>	-2,007	-611	-1,724	-945	-910
금융자산감소(증가)	-297	348	-295	0	0
유형자산감소(증가)	-1,795	-1,198	-1,547	-1,000	-1,000
무형자산감소(증가)	1	1	-1	-1	-1
기타	84	239	118	56	91
<b>재무활동현금흐름</b>	-1,036	-1,408	-1,321	-726	-726
단기금융부채증가(감소)	-4,580	-3,543	-1,999	0	0
장기금융부채증가(감소)	2,744	2,180	1,178	0	0
자본의증가(감소)	453	0	0	0	0
배당금의 지급	-34	-68	-24	0	0
기타	380	24	-453	-726	-726
<b>현금의 증가(감소)</b>	-329	743	-118	1,272	1,227
기초현금	1,090	761	1,504	1,386	2,658
기말현금	761	1,504	1,386	2,658	3,885
FCF	393	1,569	454	1,768	1,697

자료 : 대한항공, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	12,092	13,020	12,726	12,903	13,193
<b>매출원가</b>	9,991	11,004	10,902	10,754	10,997
<b>매출총이익</b>	2,101	2,017	1,825	2,148	2,197
매출총이익률 (%)	17.4	15.5	14.3	16.7	16.7
<b>판매비와관리비</b>	1,161	1,376	1,538	1,559	1,594
영업이익	940	640	287	589	603
영업이익률 (%)	7.8	4.9	2.3	4.6	4.6
비영업손익	182	-849	-1,195	-717	-682
<b>순금융비용</b>	427	505	601	670	635
외환관련손익	995	-363	-100	-100	-100
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-15	1	1	1	1
세전계속사업이익	1,122	-209	-908	-128	-79
세전계속사업이익률 (%)	9.3	-1.6	-7.1	-1.0	-0.6
계속사업법인세	320	-23	-190	-31	-19
<b>계속사업이익</b>	802	-186	-718	-97	-60
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	802	-186	-718	-97	-60
<b>순이익률 (%)</b>	6.6	-1.4	-5.6	-0.8	-0.5
지배주주	792	-193	-728	-107	-70
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	6.55	-1.48	-5.72	-0.83	-0.53
비지배주주	10	7	10	10	10
<b>총포괄이익</b>	1,106	-418	-694	-73	-37
<b>지배주주</b>	1,089	-420	-700	-80	-43
<b>비지배주주</b>	17	2	6	6	6
EBITDA	2,633	2,382	2,312	2,907	2,759

## 주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	3.1	7.7	-2.3	1.4	2.3
영업이익	-16.2	-31.9	-55.2	105.4	2.3
세전계속사업이익	흑전	적전	적지	적지	적지
EBITDA	-8.3	-9.5	-2.9	25.7	-5.1
EPS(계속사업)	흑전	적전	적지	적지	적지
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	29.4	-5.9	-27.6	-4.6	-3.1
ROA	3.3	-0.7	-2.7	-0.4	-0.2
EBITDA마진	21.8	18.3	18.2	22.5	20.9
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	54.0	51.5	53.8	71.0	87.3
부채비율	557.1	743.7	984.1	1,016.2	1,038.6
순차입금/자기자본	328.4	422.8	574.1	538.8	495.5
EBITDA/이자비용(배)	5.8	4.4	3.6	4.0	3.8
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	8,548	-2,012	-7,582	-1,113	-731
BPS	37,824	30,313	24,582	23,753	23,304
CFPS	26,833	16,139	13,527	23,044	21,742
주당 현금배당금	250	250	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	4.5	N/A	N/A	N/A	N/A
PER(최저)	2.9	N/A	N/A	N/A	N/A
PBR(최고)	1.0	1.3	1.5	1.6	1.6
PBR(최저)	0.7	0.8	0.9	0.9	0.9
PCR	1.3	2.1	1.7	1.0	1.1
EV/EBITDA(최고)	6.6	7.6	8.6	6.4	6.3
EV/EBITDA(최저)	5.9	7.1	7.9	5.9	5.7

# SK COMPANY Analysis



Analyst

유승우

yswbest@sk.com.kr

02-3773-9180

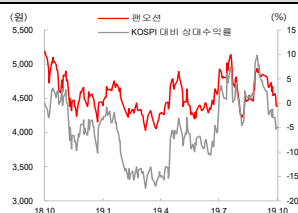
## Company Data

자본금	535 십억원
발행주식수	53,457 만주
자사주	0 만주
액면가	1,000 원
시가총액	2,344 십억원
주요주주	
하림지주(외28)	54.90%
국민연금공단	6.02%
외국인지분률	11.00%
배당수익률	0.00%

## Stock Data

주가(19/10/07)	4,395 원
KOSPI	2021.73 pt
52주 Beta	1.12
52주 최고가	5,150 원
52주 최저가	4,030 원
60일 평균 거래대금	7 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-10.1%	-11.6%
6개월	2.6%	12.0%
12개월	-15.5%	-4.9%

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

## [3Q19 Preview] IMO 2020 에 대한 무리한 낙관은 금물

동사의 3Q19 매출액은 7,231 억원, 영업이익은 610 억원이 전망됨. 3Q19 BDI 호조로 매출액과 영업이익 모두 호실적이 전망됨. 그러나 IMO 의 SOx 규제를 3 개월 남짓 앞두고 벌크선의 폐선 증가를 낙관적으로 기대하는 것은 지양해야 함. 벌크선들의 선령은 5~10 년으로 폐선 시기가 많이 남았고, 이미 IMO 에 대한 폐선 대응은 종료된 상황이기 때문. 이에 투자 의견 매수와 목표주가 6,000 원을 유지함

## 3Q19 매출액 7,231 억원, 영업이익 610 억원 전망

동사의 3Q19 매출액은 7,231 억원, 영업이익은 610 억원이 전망됨. 3Q19 평균 BDI 는 2,030 으로 최근래 가장 높은 수준을 보였음. 이에 동사의 벌크 매출액과 영업이익이 호실적을 기록할 전망. 물론 선박마다 운임 상승 수혜를 받은 것이 있고 아닌 것이 있기에 일부 희석은 있겠지만 전반적으로 양호할 것으로 추정됨

## IMO 2020 을 앞두고 무리한 낙관은 금물

과거 사례로 비추어 볼 때 IMO 의 SOx 규제가 2020 년 1 월 1 일부터 시행되지 않을 가능성이 있음. 물론 IMO 측의 입장은 완고하지만 국가별 정치적 이슈를 감안했을 때 100% 확실할 수는 없음. 게다가 SOx 규제가 제때에 시행된다고 하더라도 그것이 벌크선사에게 수혜가 되지는 않을 전망이다. 벌크선의 평균 폐선령은 28.04 년인데, 현재 벌크선들은 5~10 년 내외의 선령 분포가 대부분임. 추가적인 폐선을 기대하기는 어려운 상황. 그리고 IMO 의 SOx 규제가 3 개월 남짓 남은 현 시점에 폐선으로 대응하고자 했던 선사들은 이미 대응을 마쳤다고 봐야 함. 따라서 해운업에 미칠 긍정적인 영향은 제한적이라고 판단함. 최근 BDI 도 이를 반영하고 있음. 일시적으로 스코퍼 레트로핏을 위한 선박 쏠티지가 발생하며 BDI 가 급등했지만 서서히 선박들이 복귀하며 펀더멘털로 회귀하고 있음

## 투자의견 매수, 목표주가 6,000 원 유지

이에 투자 의견 매수와 목표주가 6,000 원을 유지함

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	1,874	2,336	2,668	2,584	2,860	3,006
yoy	%	3.0	24.7	14.2	-3.2	10.7	5.1
영업이익	십억원	168	195	204	216	236	270
yoy	%	-26.8	16.2	4.6	6.1	9.2	14.5
EBITDA	십억원	337	363	372	389	415	439
세전이익	십억원	99	143	149	149	166	207
순이익(지배주주)	십억원	98	143	152	134	132	162
영업이익률%	%	9.0	8.4	7.6	8.4	8.3	9.0
EBITDA%	%	18.0	15.5	14.0	15.1	14.5	14.6
순이익률	%	5.2	6.1	5.6	5.0	4.4	5.2
EPS(계속사업)	원	184	268	285	251	246	304
PER	배	21.7	19.7	15.6	17.5	17.8	14.4
PBR	배	0.8	1.2	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	10.1	10.5	8.8	8.2	7.1	6.0
ROE	%	4.0	5.8	6.1	4.9	4.4	5.1
순차입금	십억원	1,256	965	894	820	608	281
부채비율	%	68.8	61.6	54.8	57.9	55.2	51.9

## 팬오션 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
매출액	5,655	6,788	7,715	6,525	5,348	6,323	7,231	6,935	23,362	26,684	25,837
1. 해운업	5,218	6,066	6,540	6,307	5,112	5,294	6,497	6,343	20,912	24,130	23,246
벌크	4,352	5,123	5,564	5,254	4,154	4,295	5,438	5,221	17,425	20,293	19,107
YoY	7.3%	16.8%	24.5%	16.4%	-4.6%	-16.2%	-2.3%	-0.6%	25.8%	16.5%	-5.8%
QoQ	-3.6%	17.7%	8.6%	-5.6%	-20.9%	3.4%	26.6%	-4.0%			
컨테이너	479	562	605	658	590	609	635	691	1,888	2,303	2,524
YoY	17.1%	17.6%	22.8%	29.2%	23.2%	8.2%	5.0%	5.0%	18.1%	22.0%	9.6%
QoQ	-5.9%	17.4%	7.6%	8.8%	-10.3%	3.1%	4.3%	8.8%			
탱커선	316	305	294	330	302	313	347	354	1,388	1,244	1,316
YoY	-15.2%	-13.8%	-9.4%	-2.5%	-4.2%	2.8%	18.0%	7.3%	-20.2%	-10.4%	5.8%
QoQ	-6.6%	-3.4%	-3.6%	12.2%	-8.3%	3.6%	10.6%	2.0%			
해운기타	71	75	78	66	66	77	77	79	209	290	299
YoY	16.0%	47.2%	57.6%	37.4%	-7.7%	2.8%	-1.0%	20.0%	1.7%	38.3%	3.1%
QoQ	49.0%	6.0%	2.9%	-15.5%	0.1%	18.0%	-0.8%	2.5%			
2. 곡물사업	537	895	1,329	397	337	1,207	930	795	3,023	3,158	3,269
YoY	27.0%	-27.8%	100.4%	-42.9%	-37.2%	34.9%	-30.0%	100.0%	28.8%	4.5%	3.5%
QoQ	-22.9%	66.8%	48.5%	-70.1%	-15.2%	258.1%	-22.9%	-14.6%			
3. 기 타	276	262	287	295	298	317	315	309	1,136	1,120	1,239
YoY	11.1%	-14.1%	-0.7%	0.2%	7.8%	20.9%	10.0%	5.0%	51.6%	-1.5%	10.7%
QoQ	-6.1%	-4.9%	9.2%	2.9%	1.0%	6.7%	-0.7%	-1.8%			
(내부거래)	-375	-435	-441	-426	-398	-496	-510	-513	-1,708	-1,724	-1,918
YoY	9.9%	-11.3%	-1.5%	-0.6%	6.1%	14.0%	15.8%	8.4%	-2.9%	0.9%	11.2%
QoQ	-12.4%	15.8%	1.3%	-3.3%	-6.5%	24.5%	2.9%	0.5%			
매출원가	5,049	6,102	6,976	5,776	4,717	5,643	6,415	6,139	20,721	23,903	22,914
용선료	1,353	1,735	1,781	1,607	1,116	1,246	1,688	1,621	4,787	6,476	5,671
연료비	1,239	1,442	1,620	1,531	1,263	1,302	1,276	1,258	4,696	5,831	5,098
영업이익	440	501	575	524	450	505	610	598	1,950	2,039	2,163
BDI(pts)	1,175	1,260	1,607	1,363	798	983	2,030	1,624	1,145	1,351	1,359
WTI(\$/bbl)	62.9	68.0	69.6	58.8	54.9	60.1	56.4	54.0	50.9	64.8	56.3

자료: 팬오션 SK 증권

## 2019 년 2 분기 말 기준 CVC 수행 현황 (30 척)

회사명	운영 선박	잔여 계약기간	IMO SOx 규제 대응	비고
Vale	8척	17.5년	스크러버 설치	
발전자회사	7척	9.3년	LSFO	남부 3척, 남동 2척, 중부 1척, 동서 1척
Suzano(ex. Fibria)	8척	17.4년	LSFO	
포스코	4척	9.7년	2척 스크러버, 2척 LSFO	
현대제철	3척	10.9년	LSFO	
합계	30척	13.9년		

자료: 팬오션, SK 증권

## 2019 년 2 분기 말 기준 도입 예정 선박 (17 척)

선종	Size	척수	인도 예정 시점	비고
벌크	62,000 DWT	2척	2019.10 & 2020.2	Suzano CVC 15년 (옵션 +10년)
벌크	325,000 DWT	6척	2019.12 ~ 2021.3	Vale CVC 27년
벌크	37,500 DWT	2척	2020.6 & 2020.12	
벌크	63,500 DWT	3척	2020.9 & 2020.10 & 2020.12	
벌크	208,000 DWT	2척	2020.9 & 2020.10	Vale CVC 5년
컨테이너	1,800 TEU	2척	2019.11 & 2020.1	용선 선박 대체
합계		17척		

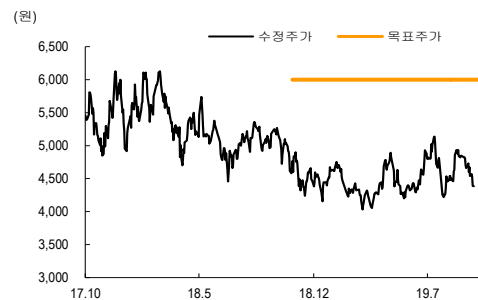
자료: 팬오션, SK 증권

## 팬오션 목표 추가 산출

	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E
BPS(원)	5,294	5,370	5,524	5,619	5,616
Target BPS(원)	5,452				
Target PBR(배)	1.1				
목표 추가(원)	6,000				
현재 추가(원)	4,395				
상승 여력	36.5%				

자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.10.08	매수	6,000원	6개월		
2019.08.14	매수	6,000원	6개월	-24.83%	-14.33%
2019.07.08	매수	6,000원	6개월	-25.27%	-14.33%
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 10월 8일 기준)

매수	91.91%	중립	8.09%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	613	692	976	1,240	1,594
현금및현금성자산	208	209	425	638	965
매출채권및기타채권	105	145	154	171	179
재고자산	50	61	65	72	75
<b>비유동자산</b>	3,281	3,427	3,556	3,537	3,441
장기금융자산	19	18	38	38	38
유형자산	3,224	3,363	3,463	3,370	3,202
무형자산	10	9	8	7	6
<b>자산총계</b>	3,894	4,120	4,532	4,777	5,035
<b>유동부채</b>	545	671	831	866	884
단기금융부채	320	384	527	530	530
매입채무 및 기타채무	113	101	108	119	125
단기충당부채	3	3	3	3	3
<b>비유동부채</b>	939	789	831	833	836
장기금융부채	902	746	785	783	783
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	32	33	35	39	42
<b>부채총계</b>	1,485	1,459	1,662	1,699	1,719
<b>지배주주지분</b>	2,389	2,644	2,860	3,074	3,319
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	219	351	513
비지배주주지분	21	17	10	4	-3
<b>자본총계</b>	2,410	2,660	2,870	3,078	3,316
<b>부채외자본총계</b>	3,894	4,120	4,532	4,777	5,035

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동현금흐름</b>	313	327	498	356	379
당기순이익(손실)	141	149	128	126	157
비현금성항목등	218	233	366	289	283
유형자산감가상각비	167	167	172	178	168
무형자산감가상각비	1	1	1	1	1
기타	1	12	117	12	12
운전자본감소(증가)	-46	-53	24	-19	-10
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-15	-22	-39	-16	-9
재고자산감소(증가)	-8	-8	3	-7	-4
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	11	-4	26	12	6
기타	-34	-20	34	-7	-4
법인세납부	-1	-1	-20	-40	-50
<b>투자활동현금흐름</b>	-117	-127	-126	-71	21
금융자산감소(증가)	-14	21	-3	0	0
유형자산감소(증가)	-106	-151	-133	-85	0
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0	0
기타	4	5	10	15	21
<b>재무활동현금흐름</b>	-206	-208	-163	-72	-73
단기금융부채증가(감소)	0	0	13	3	0
장기금융부채증가(감소)	-155	-149	-83	-3	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-51	-59	-93	-73	-73
<b>현금의 증가(감소)</b>	-37	1	217	213	327
기초현금	245	208	209	425	638
기말현금	208	209	425	638	965
FCF	183	130	193	253	364

자료 : 팬오션, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	2,336	2,668	2,584	2,860	3,006
<b>매출원가</b>	2,072	2,390	2,291	2,542	2,650
<b>매출총이익</b>	264	278	292	318	356
매출총이익률 (%)	11.3	10.4	11.3	11.1	11.8
<b>판매비와관리비</b>	69	74	76	82	86
영업이익	195	204	216	236	270
영업이익률 (%)	8.4	7.6	8.4	8.3	9.0
비영업손익	-52	-55	-67	-70	-64
<b>순금융비용</b>	50	51	56	58	52
외환관련손익	4	-1	0	0	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	143	149	149	166	207
세전계속사업이익률 (%)	6.1	5.6	5.8	5.8	6.9
계속사업법인세	2	0	20	40	50
<b>계속사업이익</b>	141	149	128	126	157
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	141	149	128	126	157
<b>순이익률 (%)</b>	6.1	5.6	5.0	4.4	5.2
지배주주	143	152	134	132	162
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	6.12	5.71	5.19	4.61	5.4
비지배주주	-2	-4	-6	-6	-6
<b>총포괄이익</b>	-155	250	210	208	238
지배주주	-151	254	216	214	245
비지배주주	-4	-4	-7	-7	-7
EBITDA	363	372	389	415	439

## 주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	24.7	14.2	-3.2	10.7	5.1
영업이익	16.2	4.6	6.1	9.2	14.5
세전계속사업이익	44.4	4.1	-0.1	11.6	24.4
EBITDA	7.7	2.6	4.5	6.6	5.9
EPS(계속사업)	45.5	6.5	-12.0	-1.8	23.3
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	5.8	6.1	4.9	4.4	5.1
ROA	3.4	3.7	3.0	2.7	3.2
EBITDA마진	15.5	14.0	15.1	14.5	14.6
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	112.4	103.2	117.4	143.1	180.5
부채비율	61.6	54.8	57.9	55.2	51.9
순차입금/자기자본	40.1	33.6	28.6	19.8	8.5
EBITDA/이자비용(배)	7.0	6.8	6.2	5.7	6.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	268	285	251	246	304
BPS	4,469	4,946	5,351	5,751	6,209
CFPS	582	600	574	581	620
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	24.8	21.5	20.5	20.9	16.9
PER(최저)	14.3	14.6	16.1	16.4	13.3
PBR(최고)	1.5	1.2	1.0	0.9	0.8
PBR(최저)	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
PCR	9.1	7.4	7.6	7.6	7.1
EV/EBITDA(최고)	12.5	11.3	9.2	8.1	6.9
EV/EBITDA(최저)	8.4	8.4	7.7	6.7	5.6



**memo**

---