



조선/운송 4Q19 Preview : 소문난 잔치에 먹을 것 없다

- 1) LNG 캐리어 수주로 버티는 조선 펀더멘털
- 2) 발주 물량 아직 남았지만 중국이 LNG 수입 확대 중
- 3) 착시현상을 주의해야 하는 운송

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



조선/운송 4Q19 Preview

소문난 잔치에 먹을 것 없다

조선사들은 LNG 캐리어와 LNG-DF VLCC 수주로 이익 개선세를 보여줄 것이며 아직 대형 프로젝트^發 LNG 캐리어 발주 물량이 남았음. 그러나 중국이 LNG 대체재인 PNG 수입을 늘리고 있다는 악재가 발효됨. 운송 섹터는 착시 현상을 주의해야 함. 쿠팡 성장으로 전통 택배사 외형 성장 희석, IMO 환경 규제, 경영권 분쟁과 구조조정 등 대외 변수가 많음. 전체적으로 이슈만 많고 투자에 주의해야 함.

LNG 캐리어 수주로 버티는 조선 펀더멘털

4Q19 조선사들의 신규 수주 물량에 대한 공사손실충당금 설정 비율은 환율 효과로 3Q19 와 유사한 수준을 보일 것으로 전망됨. 여전히 LNG 캐리어와 LNG-DF 스펙의 VLCC를 수주하며 이익 개선 모멘텀이 지속되고 있음. 대우조선해양을 제외하면 수주잔고도 차오르고 있어 향후 수주 물량에 대한 선가 인상 효과도 기대해볼 수 있음.

발주 물량 아직 남았지만 중국이 PNG 수입 확대 중

2019 년에 기대되었던 카타르, 모잠비크와 같은 대형 LNG 캐리어 발주 프로젝트 물량은 단 한 건도 수주하지 못함. 러시아 쇄빙 LNG 캐리어 물량 일부를 삼성중공업이 수주함. 해당 물량들의 일부를 올해 수주할 수 있다는 판단임. 아울러 LNG 액화플랜트 증설 물량이 2019 년 대비 증가한 모습을 보이고 있음. 특히, 지난 분기 대비 FEED 단계에 진입한 신규 LNG 액화플랜트 증설 프로젝트가 다수 눈에 띄어 조선사들에 긍정적인 분위기를 조성함. 그러나 지난 12 월 2 일부터, 세계 2 위의 LNG 수입국인 중국이 러시아로부터 PNG 수입을 시작해 중장기적인 조선 섹터를 악화시킬 것으로 판단됨. 이와 같은 대외 변수에서 벗어나 화학 업체들의 다운사이클을 오로지 발주 증가 수혜로 누릴 수 있는 현대미포조선이 조선 업종 Top Pick.

착시현상을 주의해야 하는 운송

CJ 대한통운과 같은 전통 택배사들은 이커머스 업체들의 성장으로 수혜주로 거론되고 있음. 그러나 가장 급격하게 성장하는 이커머스 기업은, 물류를 내재화 한 쿠팡이며 쿠팡의 거래액 성장은 전통 택배사들의 시장 파이가 빼앗기다는 것을 의미하기에 주의해야 함. 팬오션, 대한해운과 같은 별크선사들은 IMO 의 선박 연료유 황 함량 규제로 인한 수혜를 받을 것으로 기대되지만, 최근 BDI 의 급격한 하락은 환경 규제가 제대로 이행될 가능성이 낮음을 방증하고 있음. 이러한 구간에서는 장기화물운송 계약을 얼마나 보유했는지가 별크선사 옥석 가리기의 잣대가 될 것임. 대한항공은 경영권 분쟁과 실적 악화에 시달리고 있으며 제주항공도 실적이 부정적인 가운데 이스타항공 인수를 통한 업계 구조조정은 실사가 길어지며 신호탄을 못 쏘고 있음. 이에 상대적으로 안정적인 실적을 기록하며 성장중인 현대글로비스가 운송 업종 Top Pick.

Contents

1. LNG 캐리어 수주로 버티는 조선 펀더멘털	3
2. 발주 물량 아직 남았지만 중국이 LNG 수입 확대 중	5
3. 착시현상을 주의해야 하는 운송	9
4. 기업분석	12
1) 한국조선해양 (170,000 원 / 매수(유지))	13
2) 삼성중공업 (8,600 원 / 중립(유지))	18
3) 현대미포조선 (80,000 원 / 매수(유지))	23
4) 대우조선해양 (30,000 원 / 중립(유지))	31
5) 현대글로비스 (200,000 원 / 매수(유지))	36
6) CJ 대한통운 (210,000 원 / 매수(유지))	41
7) 대한항공 (31,000 원 / 매수(유지))	46
8) 제주항공 (30,000 원 / 매수(유지))	51
9) 팬오션 (6,000 원 / 매수(유지))	55
10) 대한해운 (30,000 원 / 매수(유지))	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 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 (2020년 1월 20일 기준)

매수	84.89%	중립	15.11%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

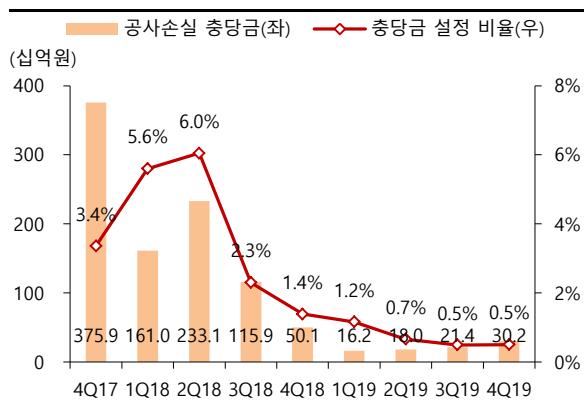
1. LNG 캐리어 수주로 버티는 조선 펀더멘털

조선사들의 펀더멘털은 양호한 흐름을 보인다. SK 증권 리서치센터는 줄곧 대한민국 조선사들의 펀더멘털을 공사손실충당금 설정 비율 추이로 분석했는데 이번에도 같은 지표로 가늠해 보려 한다.

대한민국 조선사들은 2017년 4분기부터 수주 잔고 혹은 신규 수주분에 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, 4Q19에도 충당금을 거의 설정하지 않았다. 심지어 2Q19에 한국조선해양은 충당금의 환입하기까지 했다. 4Q19에는 환율 효과로 설정 비율이 전분기와 유사할 것으로 보인다.

주력 선종의 선가가 오르고 있다는 것이 충당금 설정 비율 하락의 주된 이유다. 사실 LNG 캐리어를 제외하면 선가가 빠지고 있지만 대한민국 조선사는 LNG 캐리어나 일반 VLCC 대비 선가가 높은 LNG Fuelled VLCC 수주로 잔고를 채워가고 있기 때문에 펀더멘털한 턴아라운드를 시현해가고 있다.

한국조선해양의 공사손실충당금 설정 비율은 하락하고 있음

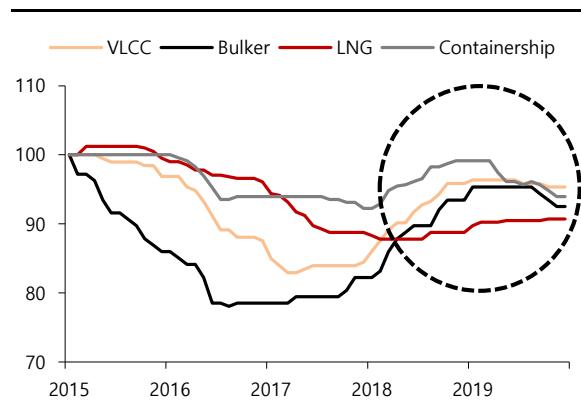


자료: 한국조선해양, SK 증권

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

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

그러나 4대 선종의 신조선가는 LNG를 제외하면 주춤하는 모습

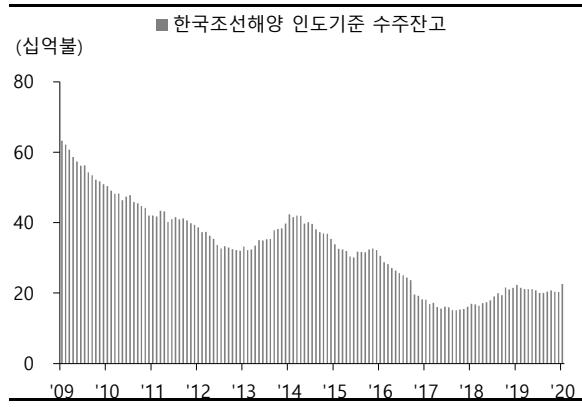


자료: Clarksons Research, SK 증권

주: 2015년 1월이 100인 월간 지수

그리고 2020년에도 주력 선종들의 선가 인상 기조는 이어질 것으로 판단한다. 우선 수주잔고가 돌아서고 있다는 것이 가장 큰 이유다. 대우조선해양을 제외하면 잔고는 턴어라운드하고 있다. 즉, 어느 정도 일감을 받아두었기 때문에 앞으로 발주처와의 선가 협상에서 지난 몇 년간 보다는 조선사들이 우위를 점할 수 있고, 선가는 오를 것이다. 그러면 앞으로도 공사손실충당금 설정 비율은 더 하락해 굉장히 미미해지거나 아예 공사손실충당금을 쌓지 않을 것으로 볼 수 있다.

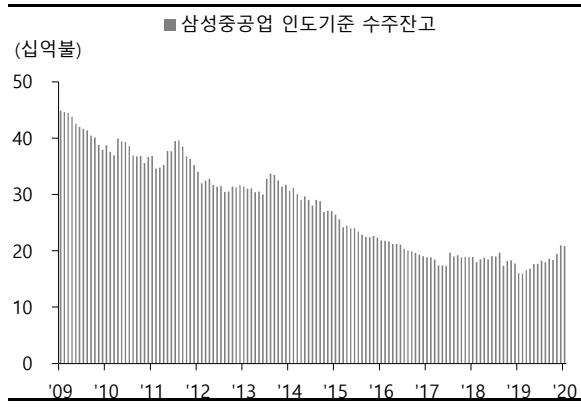
한국조선해양(연결)의 인도기준 수주잔고 추이



자료: Clarksons Research, SK 증권

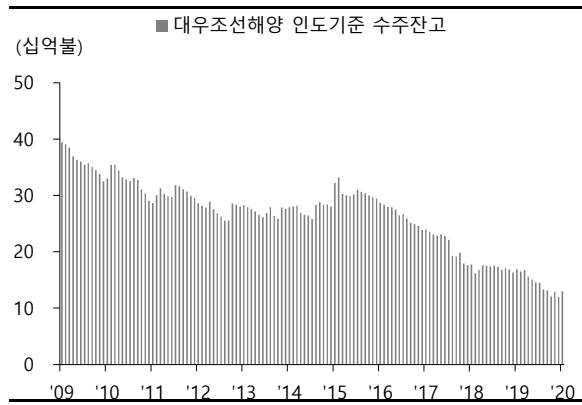
주: 현대중공업, 현대삼호중공업, 현대미포조선, 현대비나신조선 합산 기준

삼성중공업의 인도기준 수주잔고 추이



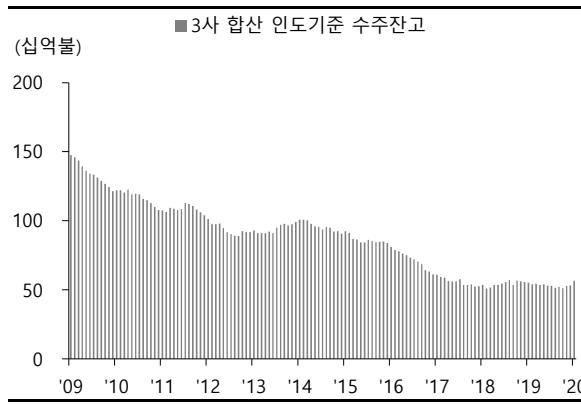
자료: Clarksons Research, SK 증권

대우조선해양의 인도기준 수주잔고 추이



자료: Clarksons Research, SK 증권

대한민국 조선 3사 합산 인도기준 수주잔고 추이



자료: Clarksons Research, SK 증권

2. 발주 물량 아직 남았지만 중국이 LNG 수입 확대 중

그리고 LNG 수출 설비에 투입되는 프로젝트성 LNG 캐리어 발주도 2020년 시작된다. 주요 발주처는 카타르 Qatar Petroleum, 모잠비크 Anadarko, 러시아 Novatek, 미국 ExxonMobil이며 이들의 발주는 가시적이다.

이게 전부가 아니다. 2019년 12월 기준 전 세계에 이미 공사중인 LNG 수출 설비는 21개이고 FEED 단계에 있는 프로젝트만 47개다. 모잠비크, 러시아, 미국의 프로젝트는 이미 수출 설비들의 공사가 시작되어 발주가 임박했다고 판단된다.

물론 FEED 단계 47개 프로젝트에서 모두 발주된다고 보고 있지는 않다. 누차 언급한 부분이지만, 중국이 지난 2019년 12월부터는 러시아로부터 LNG 수입을 본격적으로 시작했기 때문이다(Power of Siberia I).

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 (2018년 77MTPA → 2023년 110MTP)	한국 조선 3사
모잠비크	Anadarko, ExxonMobil	각 15 척	2024년 12MTPA 수출 개시	한국 조선 3사, 일본 미쓰비시중공업, 가와사키중공업
러시아	Novatek	10~15 척	셰빙 LNG 캐리어 발주 계획	삼성중공업 일부 수주
미국	ExxonMobil	20 척	Golden Pass LNG(2024년 수출 개시)	-
합계		86~91 척		

자료: 삼성중공업, 언론자료 취합, SK증권

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	2020	174,000	1
2	Malaysia	PFLNG Dua	1.50	U/C	2016	2020	174,000	3
3	Russia	Portovaya LNG (FSU)	1.50	U/C	2019	2020	174,000	1
4	Russia	Yamal LNG Train 4	1.00	U/C	2019	2020	172,845	1
5	United States	Cameron LNG Train 2	4.50	U/C	2014	2020	200,000	8
6	United States	Cameron LNG Train 3	4.50	U/C	2014	2020	200,000	7
7	United States	Freeport LNG Trains 2~3	9.28	U/C	2017	2020	200,000	17
8	Indonesia	Tangguh LNG Train 3	3.80	U/C	2015	2021	167,000	4

9	United States	Corpus Christi LNG Train 3	4.50	U/C	2017	2021	200,000	5
10	Mauritania	Tortue West Ahmeyim FLNG 1	2.50	U/C	2021	2022	174,000	3
11	Mozambique	Coral South FLNG 1	3.40	U/C	2018	2022	174,000	4
12	United States	Calcasieu Pass LNG	10.00	U/C	2022	2022	185,000	15
13	Russia	Arctic 2 LNG Train 1	6.60	U/C	2023	2023	174,000	6
14	United States	Sabine Pass Train 6	4.50	U/C	2017	2023	200,000	8
15	Canada	LNG Canada	14.00	U/C	2018	2024	200,000	14
16	Mozambique	Mozambique LNG	12.88	U/C		2024	174,000	16
17	Russia	Arctic 2 LNG Train 2	6.60	U/C		2024	174,000	6
18	United States	Golden Pass LNG Train 1	5.20	U/C	2018	2024	200,000	9
19	United States	Golden Pass LNG Train 2	5.20	U/C		2024	200,000	9
20	United States	Golden Pass LNG Train 3	5.20	U/C		2025	200,000	9
21	Russia	Arctic 2 LNG Train 3	6.60	U/C		2026	174,000	5
Total			113.76					151

자료: Clarksons Research, SK 증권

주: ■은 발주 가시권 프로젝트들임

LNG Liquefaction Projects in FEED Process Underway/Agreements Signed

	Country	Project	Export Capacity (MTPA)	Status	Originally Planned Start Up	Expected Start Up	Estimated Ship Size (CBM)	Estimated Vessel Requirement
22	United States	Eagle LNG	0.90	FEED	2019	2021	40,000	1
23	United States	Port Fourchon LNG Phase 1	2.00	FEED	2021	2021	180,000	2
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	United States	Driftwood LNG 1	5.50	FEED	2022	2023	200,000	6
28	United States	Driftwood LNG 2	5.50	FEED	2022	2023	200,000	6
29	United States	Freeport LNG Train 4	5.10	FEED	2022	2023	200,000	5
30	United States	Plaquemines LNG	10.00	FEED	2022	2023	182,000	10
31	United States	Plaquemines LNG Phase 2	10.00	FEED		2023	182,000	10
32	United States	Port Arthur LNG	13.50	FEED	2021	2023	174,000	14
33	United States	Port Delfin FLNG 1	3.25	FEED	2021	2023	174,000	4
34	United States	Rio Grande LNG Phase 1	13.50	FEED	2020	2023	174,000	16
35	United States	Texas LNG	2.00	FEED	2023	2023	180,000	4
36	United States	West Delta LNG	5.00	FEED	2023	2023	180,000	5
37	Australia	Equus (FLNG)	2.00	FEED	2024	2024	174,000	2
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	Congo	NewAge Congo (FLNG)	1.00	FEED	2020	2024	174,000	1
42	Djibouti	Djibouti FLNG	3.00	FEED	2020	2024	174,000	3
43	Israel	Leviathan FLNG	4.50	FEED		2024	174,000	5
44	Nigeria	Nigeria LNG Train 7	7.50	FEED	2012	2024	145,000	8
45	Qatar	North Field Expansion Train 1	7.80	FEED	2023	2024	200,000	10
46	Qatar	North Field Expansion Train 2	7.80	FEED		2024	200,000	10
47	Qatar	North Field Expansion Train 3	7.80	FEED		2024	200,000	10
48	Russia	Baltic LNG	10.00	FEED	2021	2024	174,000	10
49	United States	Annova LNG	6.00	FEED	2018	2024	177,000	6
50	United States	Commonwealth LNG	8.40	FEED	2021	2024	200,000	9
51	United States	Gulf LNG Phase 1	5.75	FEED	2020	2024	182,000	5
52	United States	Magnolia LNG Trains 1-2	4.40	FEED	2018	2024	182,000	4
53	United States	Monkey Island LNG	15.75	FEED	2022	2024	182,000	16
54	Australia	Pluto LNG Expansion (Scarborough)	4.50	FEED		2025	180,000	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	Lake Charles LNG Train 1	5.50	FEED	2010	2025	182,000	5
59	United States	Magnolia LNG Trains 3-4	4.40	FEED	2018	2025	182,000	4
60	United States	Pointe LNG	6.00	FEED	2025	2025	200,000	6
61	Russia	Sakhalin I LNG	6.20	FEED		2026	174,000	6
62	United States	Lake Charles LNG Train 2	5.50	FEED		2026	182,000	5
63	United States	Main Pass FLNG	24.00	FEED		2026	174,000	24
64	United States	Rio Grande LNG Phase 2	13.50	FEED		2026	174,000	16
65	Qatar	North Field Expansion Train 5	7.80	FEED		2027	200,000	10
66	Qatar	North Field Expansion Train 6	7.80	FEED		2027	200,000	10
67	United States	Lake Charles LNG Train 3	5.50	FEED		2028	182,000	5
68	Canada	Kitimat LNG Phase 1	12.00	FEED	2013	2029	174,000	10
Total			324.77					347

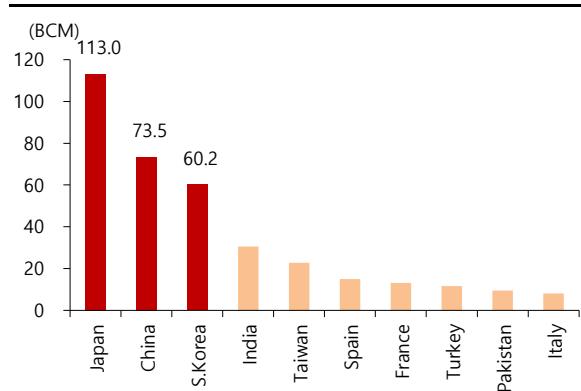
자료: Clarksons Research, SK 증권

주: ■은 발주 가시권 프로젝트들임

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

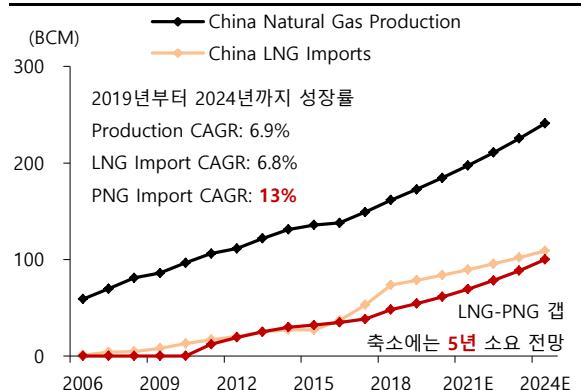
그 와중에 러시아로부터 중국이 지난 12월 2일부터 38BCM 짜리 PNG(Power of Siberia I) 수입을 시작했다. 그러나 이것이 full-capa로 가동되기까지 약 5년이 소요된다고 한다. 자체 생산량도 빠르게 늘리고 있는 중국이지만, LNG 수입을 아예 안 하는 것은 수요의 성장을 감안했을 때 한동안 무리가 있을 것으로 보인다. 즉, 현재 2022년 인도 슬롯을 판매하는 조선사들에게는 아직은 기회가 남아있으며 발주처에서는 조선사 슬롯을 선점하기 위해 발주를 서두를 개연성이 있다.

2018년 LNG 수입량 상위 10개국



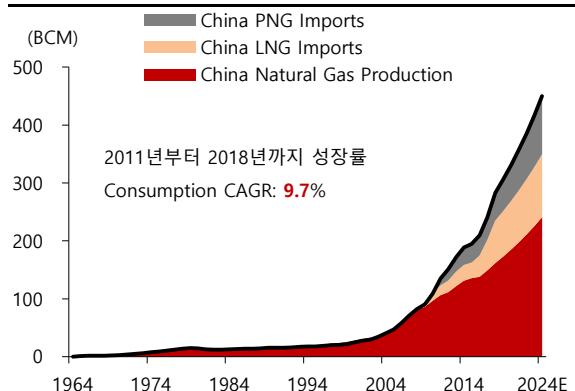
자료: BP, SK 증권

2024년까지 중국의 PNG 수입량은 연평균 13%로 성장할 전망



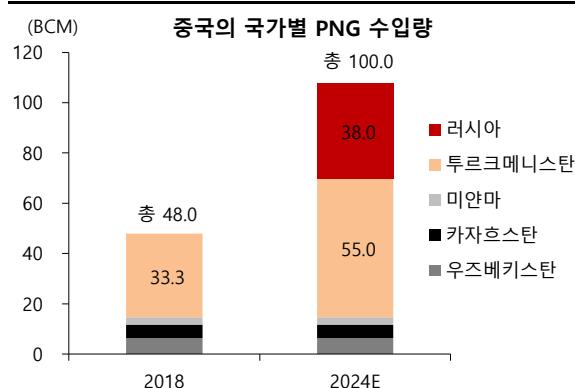
자료: BP, IEA, SK 증권

중국의 가스 수급 추이



자료: BP, IEA, SK 증권

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



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

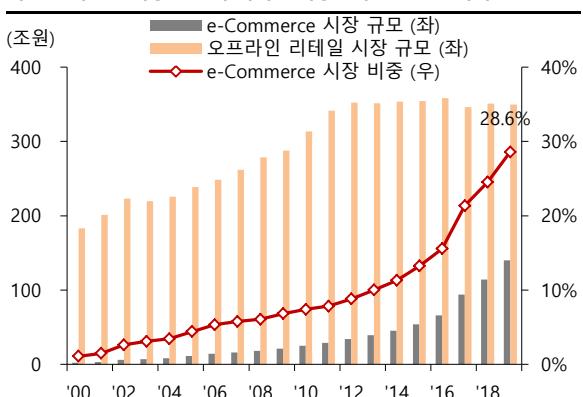
3. 착시현상을 주의해야 하는 운송

운송 섹터는 착시현상을 주의해야 한다. 첫 번째로 CJ 대한통운은 택배업이 이커머스 산업의 파생산업이니만큼 이커머스 시장이 커질수록 매출액이 성장할 수 밖에 없다는 착시 현상을 줄 것이다. 팬오션도 IMO 가 2020년 1월 1일부터 시행한다는 선박 연료유의 황 함유량 규제 강화도 벌크선사들 편디멘털을 개선시킬지도 모른다는 착시 현상이 있을 것이다. 대한항공도 한진칼 그룹이 내년 정기 주주총회에서 KCGI 의 향방, 미국-중국, 한국-일본간 무역 분쟁 상황에 따라 변동성이 커져만 간다. 결국 현대글로비스 정도만 안정적인 성장이 기대된다.

먼저 CJ 대한통운을 보자. 통계청에 따르면 거래액 기준으로 국내 이커머스 시장 규모는 114조원에 달했다. 지난 18년간 연평균 25.2%의 속도로 성장한 것이다. 그리고 정보통신정책연구원은 2022년에 국내 이커머스 시장이 190조원에 달할 것으로 전망하고 있다. 결국 파생 산업인 택배업도 외형이 커질 것이다.

그러나 택배 시장의 성장률은 이를 따라가지 못하고 있다. 시장 택배 물동량은 10% 박스권에 갇혀 있는 형국이다.

국내 이커머스 시장은 전체 리테일 시장에서 28.6%를 차지함



자료: 통계청, 정보통신정책연구원, SK증권

주: 2019년은 추정치임

택배 시장 물동량 YoY 추이



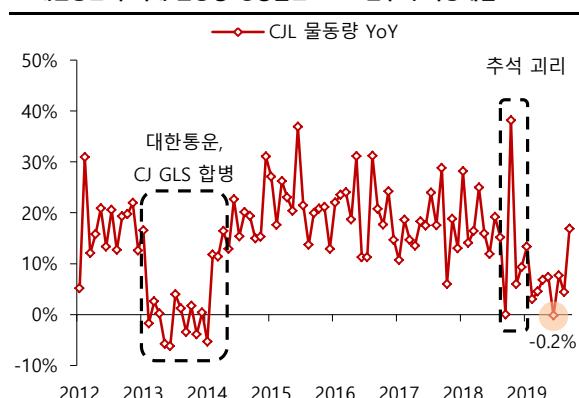
자료: 한국통합물류협회, SK증권

주: 한국통합물류협회 가맹사 기준

특히 택배 대장주라 할 수 있는 CJ 대한통운의 월별 택배 물동량 YoY 추이는 2015년 이후로 하향세를 보이고 있다. 결국 올해 6월에는 과거 CJ GLS 와의 합병 이슈가 있었을 때를 제외하고 본다면 창사 아래 처음으로 역성장했다.

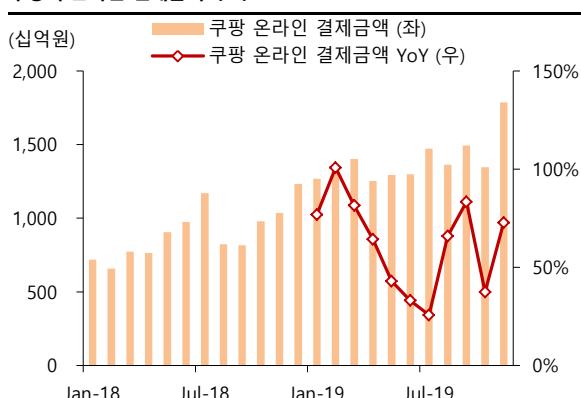
한편, 물류를 내재화한 이커머스인 쿠팡의 온라인 결제금액은 나날이 폭발적인 성장을 이어가고 있다. CJ 대한통운의 고군분투와는 상당히 대조적이다. 2019년 1월부터 11월까지 쿠팡의 누적 온라인 결제금액은 15조원을 넘어선 것으로 보인다. 적어도 연 매출액이 7조원을 넘을 것으로 추정된다. 이는 CJ 대한통운 같은 전통 택배사가 시장 파이를 빼앗기고 있다는 것을 보여준다.

CJ 대한통운의 택배 물동량 성장률은 2015년부터 하향세임



자료: CJ 대한통운, SK 증권

쿠팡의 온라인 결제금액 추이

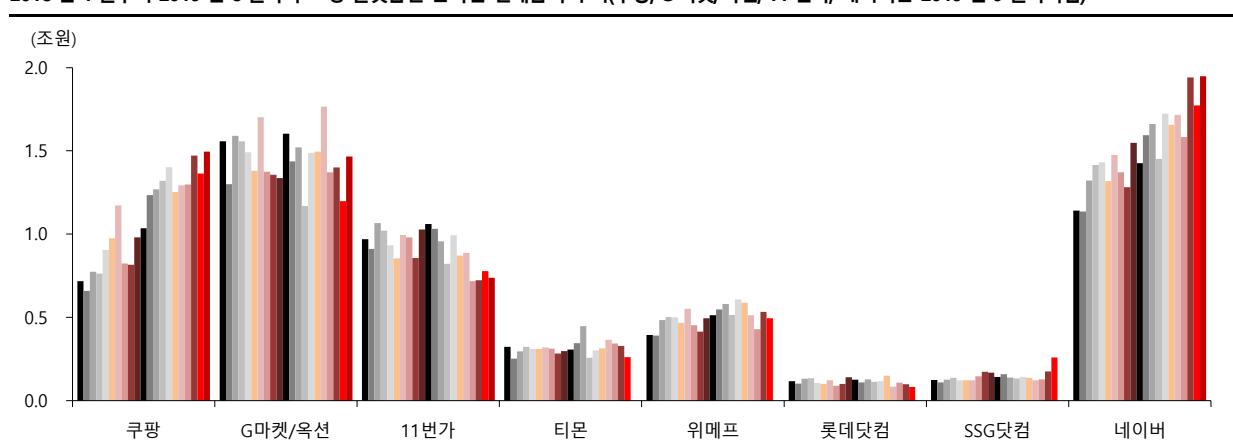


자료: 산업자료, SK 증권

주 1: 만 20세 이상 한국인이 신용카드, 체크카드, 계좌이체, 휴대폰 소액결제로 리테일에서 결제한 금액 추정한 것

주 2: 법인카드, 법인계좌이체, 기업 간 거래, 현금거래, 상품권 결제 금액 제외

2018년 1월부터 2019년 8월까지 쇼핑 플랫폼별 온라인 결제금액 추이(쿠팡, G 마켓/옥션, 11번가, 네이버는 2019년 9월까지임)



자료: 산업자료, SK 증권

주 1: 만 20세 이상 한국인이 신용카드, 체크카드, 계좌이체, 휴대폰 소액결제로 리테일에서 결제한 금액 추정한 것

주 2: 법인카드, 법인계좌이체, 기업 간 거래, 현금거래, 상품권 결제 금액 제외

팬오션은 IMO(UN 국제해사기구)가 2020년 1월 1일자로 시행하는 선박 연료유의 함유량 규제 수혜주로 손꼽히곤 했는데, 주의해야 한다. 실제로 임기택 IMO 사무총장은 키프로스에서 열린 해양 컨퍼런스에서 2020년 1월 1일부터 저유황유 병커링이 원활하지 않을 것이라는 우려를 시인한 바 있다. 과거에도 비용 문제나 인프라 미비를 사유로 수차례 규제를 연기한 바 있는 IMO가 이번에도 규제 시행을 앞두고 잠음이 일고 있는 것이다.

하물며 규제를 제대로 시행하더라도 벌크선사에게 수혜가 될지 모르겠다. 폐선이 늘어 벌크선 수급이 개선되야 하는데 IMO 2020 시행을 앞두고 2017년부터 벌크선은 폐선은커녕 발주가 늘며 수급을 악화시켰다. 평균 폐선령에 근접한 선대도 별로 없어 펀더멘털한 폐선도 기대하기 힘들다. 따라서 2019년 3분기까지의 BDI 급등은 스크러버 장착 선박의 레트로핏으로 잠시 선박 공급이 부족했던 영향으로 봐야 하며 최근 해당 선박들의 복귀로 BDI는 급락 중이다.

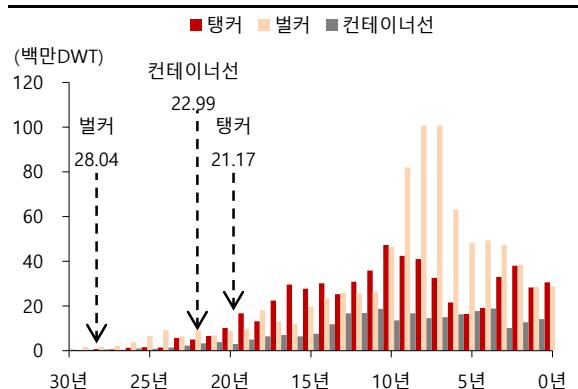
IMO 사무총장은 '20년부터 저유황유 수급 우려 표명

IMO chief admits to concerns over fuel availability come January

Availability of low-sulphur bunkers may not be guaranteed on some trade routes, the head of the IMO said on Monday. "There might be some challenges" for shipping companies active in the north-to-south trades, IMO secretary general Kitack Lim said at the opening of the Maritime Cyprus conference in Limassol, less than three months after the sulphur cap is being implemented. (하락)

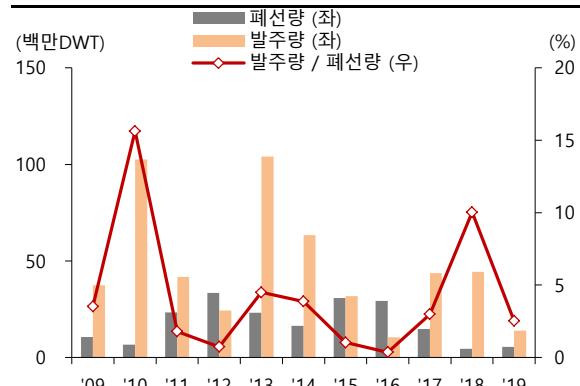
자료: TradeWinds(2019-10-07), SK 증권

탱커, 벌커, 컨테이너선의 선령 분포



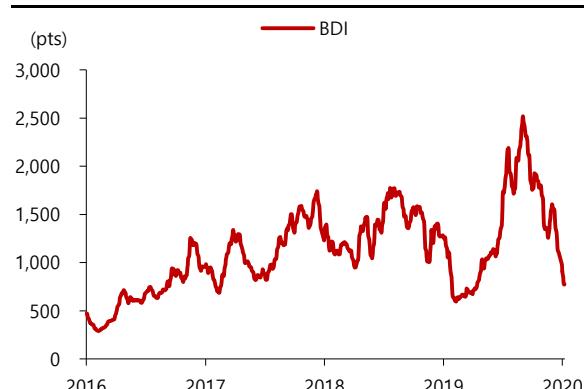
자료: Clarksons Research, SK 증권

벌커의 폐선량, 발주량 추이



자료: Clarksons Research, SK 증권

최근 스크러버 장착 선박들 복귀로 BDI는 급락중



자료: Clarksons Research, SK 증권

Company Analysis

SK COMPANY Analysis



Analyst
유승우

yswbest@sksecurities.co.kr
02-3773-9180

Company Data

자본금	354 십억원
발행주식수	7,077 만주
자사주	6 만주
액면가	5,000 원
시가총액	9,307 십억원
주요주주	
현대중공업지주(외14)	33.96%
국민연금공단	10.21%
외국인자본률	17.60%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(20/01/14)	129,000 원
KOSPI	2238.88 pt
52주 Beta	1.32
52주 최고가	144,500 원
52주 최저가	93,900 원
60일 평균 거래대금	19 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	5.2%	2.4%
6개월	14.4%	7.0%
12개월	-1.9%	-8.6%

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

[4Q19 Preview] 고민이 필요한 시점이 다가왔다

동사의 4Q19 매출액은 4 조 459 억원, 영업이익은 573 억원이 전망됨. 인도량 증가로 매출액이 4 조원대로 상승함. 그러나 환율 하락으로 공사손실충당금 설정 비율의 추가 하락은 어려울 것임. 동사의 2020년 수주 가이던스는 전년과 유사하게 제시되었는데, 이는 사실상 가이던스 하향임. 2020년은 대외 여건도 낙관하기 어려움. 그래도 안정적 실적을 담보할 수 있다는 점에서 투자의견 매수와 목표주가 170,000 원을 유지함

4Q19 매출액 4 조 459 억원, 영업이익 573 억원 전망

동사의 4Q19 매출액은 4 조 459 억원, 영업이익은 573 억원이 전망됨. 현대삼호중공업의 인도량이 빠르게 늘어난 것이 분기 매출액이 4 조원대로 상승한 주요 원인임. Clarksons Research 집계 기준 4Q19 인도량이 현대중공업보다 현대삼호중공업이 많았던 것으로 파악됨. 그러나 환율이 3Q19 평균 1,194 원/\$에서 4Q19 1,176 원/\$로 1.6% 하락함에 따라 4Q19 한국조선해양 연결 기준 신규 수주액 대비 공사손실충당금 설정 비율은 3Q19 0.5%에서 추가적으로 하락하기 어려울 것으로 전망됨.

제시된 2020년 수주 가이던스에 대한 고민

동사의 조선 부문 연결 기준 2020년 수주 가이던스는 \$158 억(특수선 포함)으로 2019년의 \$159 억과 유사한 수준이 제시됨. 2019년 수주 예상 물량이 일부 2020년으로 이연 되었음을 감안하면 사실상 가이던스를 하향한 것으로 판단함. 최근 미중간 무역분쟁이 긍정적인 분위기로 돌아섰으나 완전히 해결된 것이 아니며 IMO의 선박연료유 황 함량 규제 효과도 BDI, 폐선량, 신조발주량 등의 데이터로 미루어 보건대 조선업계에 긍정적 영향을 주는 것으로 확인하기 어려움. 아울러 중국이 지난 12월 2일부터 러시아산 LNG 수입을 개시함. 따라서 2020년 조선 업황을 2019년 대비 지나치게 낙관적으로 전망하는데 무리가 있음

투자의견 매수, 목표주가 170,000 원 유지

그래도 조선 3사 중 가장 안정적인 실적을 기록할 것으로 판단함. 이에 투자의견 매수와 목표주가 170,000 원을 유지함

영업실적 및 투자지표

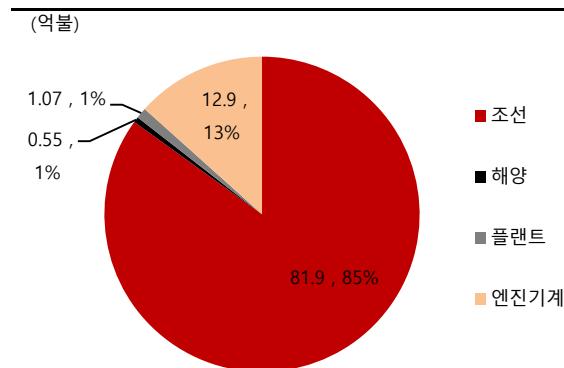
구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	22,300	15,469	13,120	14,880	15,969	17,624
yoY	%	-51.9	-30.6	-15.2	13.4	7.3	10.4
영업이익	십억원	392	15	-523	171	268	364
yoY	%	흑전	-96.3	적전	흑전	56.7	35.7
EBITDA	십억원	1,267	597	-128	560	632	719
세전이익	십억원	96	-27	-854	147	220	295
순이익(지배주주)	십억원	545	2,458	-489	225	152	205
영업이익률%	%	1.8	0.1	-4.0	1.2	1.7	2.1
EBITDA%	%	5.7	3.9	-1.0	3.8	4.0	4.1
순이익률	%	2.8	17.4	-3.5	1.9	1.0	1.2
EPS(계속사업)	원	-824	-5,038	-10,094	3,177	2,153	2,893
PER	배	N/A	N/A	N/A	39.8	61.1	45.5
PBR	배	0.6	0.5	0.8	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	배	17.7	14.7	-79.7	18.1	18.4	16.5
ROE	%	3.7	18.2	-4.3	1.9	1.3	1.7
순차입금	십억원	9,240	1,660	-325	-674	461	691
부채비율	%	175.2	145.8	88.6	97.0	87.9	88.9

연결 기준 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
매출액	32,685	39,229	36,427	40,459	37,256	33,214	39,466	49,753	131,199	148,801	159,689
YoY	7.4%	25.1%	12.1%	9.6%	14.0%	-15.3%	8.3%	23.0%	-15.2%	13.4%	7.3%
QoQ	-11.4%	20.0%	-7.1%	11.1%	-7.9%	-10.8%	18.8%	26.1%			
영업이익	281	555	303	573	565	537	677	904	(5,225)	1,712	2,682
영업이익률	0.9%	1.4%	0.8%	1.4%	1.5%	1.6%	1.7%	1.8%	-4.0%	1.2%	1.7%
YoY	흑전	흑전	-20.2%	흑전	100.9%	-3.3%	123.8%	57.7%	적전	흑전	56.7%
QoQ	흑전	97.4%	-45.5%	89.3%	-1.4%	-5.0%	26.2%	33.4%			
세전이익	274	387	293	511	781	303	443	669	(8,540)	1,466	2,196
세전이익률	0.8%	1.0%	0.8%	1.3%	2.1%	0.9%	1.1%	1.3%	-6.5%	1.0%	1.4%
순이익	173	2,017	203	355	542	210	308	464	(4,536)	2,748	1,524
순이익률	0.5%	5.1%	0.6%	0.9%	1.5%	0.6%	0.8%	0.9%	-3.5%	1.8%	1.0%

자료: 한국조선해양, SK 증권

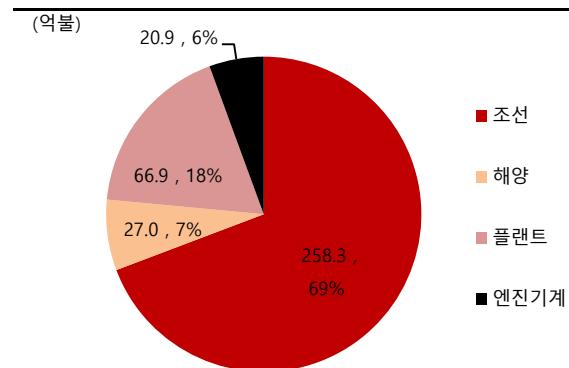
2019년 1~11월 신규수주



자료: 한국조선해양, SK 증권

주: 현대중공업, 현대삼호중공업, 현대미포조선, 현대비나신조선 연결 기준

2019년 11월 말 기준 수주잔고



자료: 한국조선해양, SK 증권

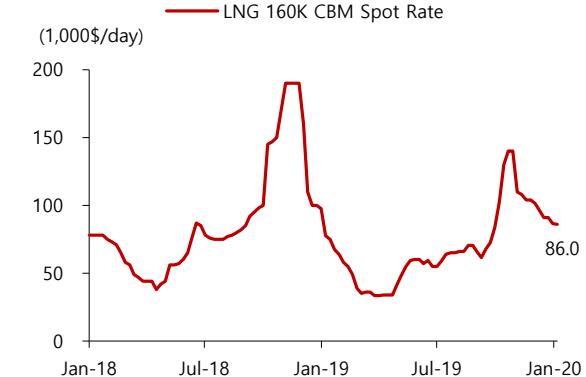
주: 현대중공업, 현대삼호중공업, 현대미포조선, 현대비나신조선 연결 기준

아시아 LNG 스팟 가격 추이



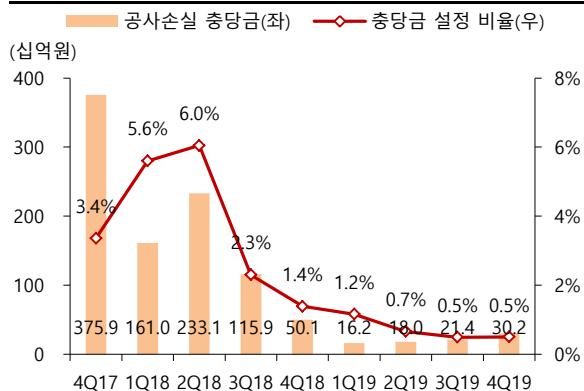
자료: Reuters, SK 증권

160K CBM LNG 캐리어 스팟 운임



자료: Clarksons Research, SK 증권

한국조선해양 공손충 설정 비율은 하락할 것

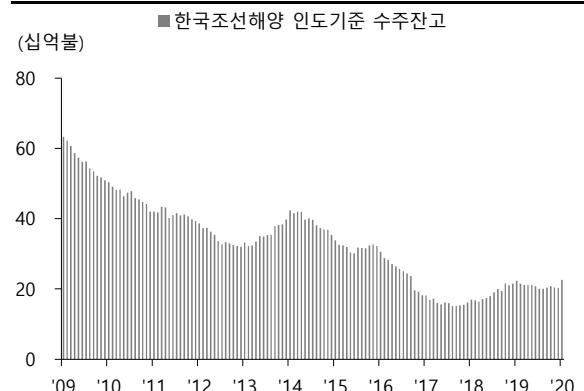


자료: 한국조선해양, SK증권

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

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

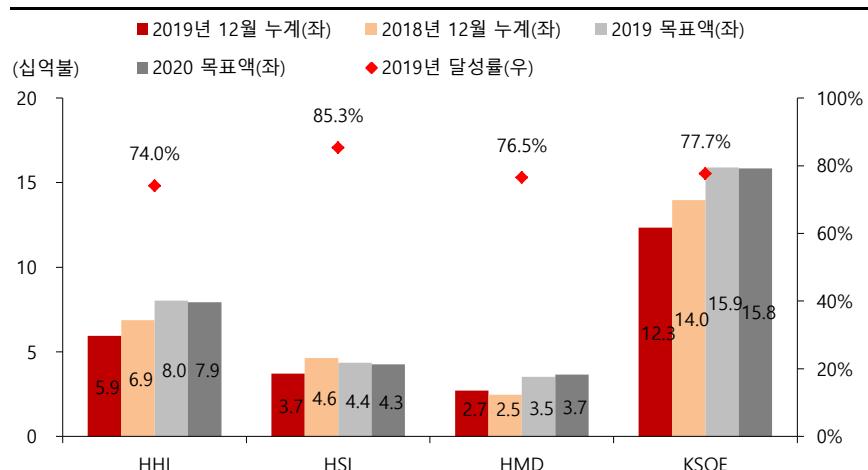
한국조선해양 인도기준 조선 수주잔고 추이



자료: Clarksons Research, SK증권

주: 현대중공업, 현대삼호중공업, 현대미포조선, 현대비나신조선 합산 기준

현대중공업그룹 조선 부문 2019년 12월 말 기준 수주 목표 대비 달성을률

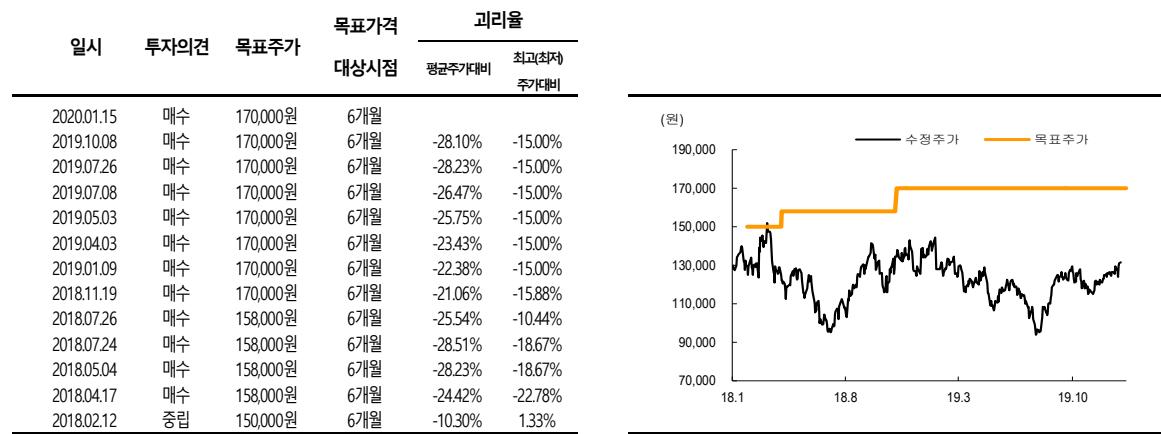


자료: 한국조선해양, SK증권

한국조선해양 목표 주가 산출

	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
BPS(원)	168,733	165,073	166,263	166,748	167,404
Target BPS(원)	166,372				
Target PBR(배)	1.00				
목표 주가(원)	170,000				
현재 주가(원)	129,000				
상승 여력	32%				

자료: SK증권



Compliance Notice

- 작성자(유승우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 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% → 증립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2020년 1월 14일 기준)

매수	84.89%	증립	15.11%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	17,664	12,317	13,943	13,208	13,888
현금및현금성자산	3,240	3,042	4,183	2,821	2,550
매출채권및기타채권	5,286	1,455	1,650	1,771	1,954
재고자산	845	1,009	1,144	1,228	1,355
비유동자산	12,745	12,413	12,403	12,275	12,163
장기금융자산	239	215	353	353	353
유형자산	11,046	10,269	10,030	9,883	9,792
무형자산	105	89	101	88	78
자산총계	30,409	24,730	26,346	25,483	26,051
유동부채	15,615	9,410	9,936	9,348	9,871
단기금융부채	4,104	2,965	2,626	2,426	2,407
매입채무 및 기타채무	5,233	1,714	1,944	2,087	2,303
단기충당부채	0	1,020	1,157	319	176
비유동부채	2,422	2,209	3,033	2,575	2,387
장기금융부채	1,349	1,106	1,711	1,684	1,662
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	844	833	1,028	597	435
부채총계	18,037	11,619	12,969	11,924	12,257
자본주주지분	11,121	11,882	11,670	11,848	12,077
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	16,262	16,414	16,619
비지배주주지분	1,251	1,229	1,706	1,711	1,717
자본총계	12,372	13,111	13,377	13,559	13,794
부채와자본총계	30,409	24,730	26,346	25,483	26,051

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	1,087	-542	856	-903	72
당기순이익(순실)	2,693	-454	275	152	205
비현금성항목등	-1,251	210	280	480	514
유형자산감가상각비	533	375	370	347	341
무형자산상각비	49	20	18	17	14
기타	-1,843	-142	-114	63	63
운전자본감소(증가)	-169	-255	156	-1,468	-557
매출채권및기타채권의 감소증가)	1,271	240	-237	-121	-184
재고자산감소증가)	231	-199	-129	-84	-127
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-187	-126	266	142	216
기타	-1,483	-169	256	-1,405	-462
법인세납부	-186	-44	145	-67	-90
투자활동현금흐름	982	241	634	-106	-182
금융자산감소(증가)	692	-803	715	0	0
유형자산감소(증가)	-270	-162	-355	-200	-250
무형자산감소(증가)	-17	-4	-4	-4	-4
기타	576	1,209	279	98	72
재무활동현금흐름	-3,002	92	-360	-353	-161
단기금융부채증가(감소)	-1,858	-1,270	293	-200	-19
장기금융부채증가(감소)	0	0	-508	-27	-22
자본이증가(감소)	244	1,554	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-1,388	-192	-145	-126	-120
현금의 증가(감소)	-1,087	-198	1,141	-1,362	-271
기초현금	4,326	3,240	3,042	4,183	2,821
기말현금	3,240	3,042	4,183	2,821	2,550
FCF	4,368	98	426	-1,122	-203

자료 : 한국조선해양, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	15,469	13,120	14,880	15,969	17,624
매출원가	14,435	12,763	13,993	14,809	16,276
매출총이익	1,034	357	887	1,160	1,348
매출총이익률 (%)	6.7	2.7	6.0	7.3	7.7
판매비와관리비	1,019	879	716	892	984
영업이익	15	-523	171	268	364
영업이익률 (%)	0.1	-4.0	1.2	1.7	2.1
비영업손익	-42	-332	-25	-49	-69
순금융비용	33	58	32	28	48
외환관련손익	-166	24	36	36	36
관계기업투자등 관련손익	57	41	6	6	6
세전계속사업이익	-27	-854	147	220	295
세전계속사업이익률 (%)	-0.2	-6.5	1.0	1.4	1.7
계속사업법인세	66	-209	-128	67	90
계속사업이익	-93	-645	275	152	205
중단사업이익	2,787	191	0	0	0
*법인세효과	-2	-31	0	0	0
당기순이익	2,693	-454	275	152	205
순이익률 (%)	17.4	-3.5	1.9	1.0	1.2
지배주주	2,458	-489	225	152	205
지배주주귀속 순이익률(%)	15.89	-3.73	1.51	0.95	1.16
비지배주주	235	35	50	0	0
총포괄이익	2,607	-552	265	182	235
지배주주	2,377	-582	210	177	230
비지배주주	230	30	55	5	5
EBITDA	597	-128	560	632	719

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	-30.6	-15.2	13.4	7.3	10.4
영업이익	-96.3	적전	흑전	56.7	35.7
세전계속사업이익	적전	적지	흑전	49.8	34.4
EBITDA	-52.9	적전	흑전	12.9	13.7
EPS(계속사업)	511.6	적전	흑전	-32.3	34.4
수익성 (%)					
ROE	18.2	-4.3	1.9	1.3	1.7
ROA	6.8	-1.7	1.1	0.6	0.8
EBITDA마진	3.9	-1.0	3.8	4.0	4.1
안정성 (%)					
유동비율	113.1	130.9	140.3	141.3	140.7
부채비율	145.8	88.6	97.0	87.9	88.9
순자본금/자기자본	13.4	-2.5	-5.0	3.4	5.0
EBITDA/이자비용(배)	6.6	-0.9	4.7	5.0	6.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-5,038	-10,094	3,177	2,153	2,893
BPS	185,387	167,892	168,733	167,404	170,650
CFPS	46,582	-1,396	8,672	7,294	7,910
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	N/A	45.5	61.1	45.5
PER(최저)	N/A	N/A	29.6	57.6	42.9
PBR(최고)	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
PBR(최저)	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7
PCR	2.1	-92.1	14.6	18.0	16.6
EV/EBITDA(최고)	28.0	-90.8	20.4	18.4	16.5
EV/EBITDA(최저)	14.3	-562	14.0	17.6	15.8

SK COMPANY Analysis



Analyst
유승우

yswbest@sksecurities.co.kr
02-3773-9180

Company Data

자본금	3,151 십억원
발행주식수	63,011 만주
자사주	2,596 만주
액면가	5,000 원
시가총액	4,706 십억원
주요주주	
삼성전자(외9)	22.01%
국민연금공단	9.11%
외국인자본률	19.10%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(20/01/14)	7,410 원
KOSPI	2,238.88 pt
52주 Beta	1.26
52주 최고가	9,450 원
52주 최저가	6,520 원
60일 평균 거래대금	17 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	4.5%	1.7%
6개월	-3.9%	-10.0%
12개월	0.1%	-6.8%

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

[4Q19 Preview] 2020년에도 지속되는 비용 부담

동사의 4Q19 매출액은 2조 287 억원, 영업손실은 645 억원이 전망됨. 아직 고정비 부담이 완화되지 않은 동사는 2Q19, 3Q19 드릴십 관련 총당금 설정으로 일회성 비용까지 크게 발생한 바 있음. 그리고 동사의 EPC 턴키 수주 해양 잔고에서 향후 추가적인 비용 발생 가능성을 배제할 수 없음. 아울러 2020년 조선 업황은 대외 불확실성도 많다는 점에서 투자의견 중립, 목표주가 8,600 원을 유지함

4Q19 매출액 2조 287 억원, 영업손실 645 억원 전망

동사의 4Q19 매출액은 2조 287 억원, 영업손실은 645 억원이 전망됨. 4Q19에는 인도량 증가로 매출액이 상승하는 효과가 발생함. 그러나 동사는 2Q19에는 Ensco 와의 소송 건으로 1.8 억불의 총당금 설정이 불가피해서 당기순손실이 대폭 증가한 바 있고 3Q19에는 Ocean Rig 가 발주한 드릴십에 대해 계약을 포기하며 추가적인 총당금을 쌓아야 하는 문제가 발생한 바 있을 정도로 이익 불확실성이 매우 큰 조선사임. 아직 고정비 부담이 완화되지 않아 일회성 비용 없이도 분기 적자 수준인데 일회성 비용 발생 가능성이 남아 있는 것임.

2020년에도 일회성 비용 발생 우려는 남아있음

게다가 해양 프로젝트 4 건도 공사가 진행 중임. 그 중 2 건은 EPC 턴키 수주 물량인데 이것이 안정적 이익 수준을 담보할 수 없게 함. 과거 대규모 일회성 비용을 유발함과 동시에 유상증자까지 단행했던 것은 EPC 턴키 수주 해양 물량이 주요 원인이었음을 인지해야 함. 이란 사태로 국제유가의 상방이 열린 것은 다소 일회적인 효과임을 감안하면 2020년에도 동사의 해양 물량들의 업황은 그다지 우호적이라고 볼 수 없음.

투자의견 중립, 목표주가 8,600 원 유지

조선 3사 중 2019년 수주 목표를 가장 많이 달성한 조선사지만, 2020년 조선 업황은 미중 무역분쟁, IMO 환경 규제, 중국의 러시아 PNG 수입 개시 등 불확실성이 남아있고 동사는 이익 가시성도 떨어져 투자의견 중립과 목표주가 8,600 원을 유지함

영업실적 및 투자지표

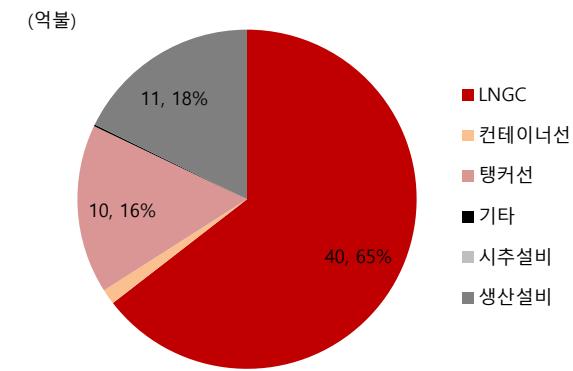
구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	10,414	7,901	5,265	7,221	7,524	8,312
yoY	%	7.2	-24.1	-33.4	37.2	4.2	10.5
영업이익	십억원	-147	-524	-409	-466	-96	-22
yoY	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
EBITDA	십억원	170	-210	-114	-207	269	315
세전이익	십억원	-69	-464	-498	-999	-152	-115
순이익(지배주주)	십억원	-121	-339	-388	-1,015	-153	-116
영업이익률%	%	-1.4	-6.6	-7.8	-6.5	-1.3	-0.3
EBITDA%	%	1.6	-2.7	-2.2	-2.9	3.6	3.8
순이익률%	%	-1.3	-4.3	-7.4	-14.1	-2.0	-1.4
EPS(계속사업)	원	-410	-795	-682	-1,611	-242	-184
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	0.9
EV/EBITDA	배	45.2	-28.5	-56.1	-33.3	26.2	22.6
ROE	%	-2.3	-5.6	-6.2	-16.2	-2.7	-2.1
순차입금	십억원	3,939	3,064	1,661	2,238	2,248	2,301
부채비율	%	174.4	138.4	111.7	160.2	165.5	174.7

삼성중공업 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
매출액	14,575	17,704	19,646	20,287	19,176	18,123	18,151	19,794	52,651	72,212	75,244
YoY	17.5%	31.5%	49.5%	48.7%	31.6%	2.4%	-7.6%	-2.4%	-33.4%	37.2%	4.2%
QoQ	6.9%	21.5%	11.0%	3.3%	-5.5%	-5.5%	0.2%	9.0%			
영업이익	-333	-563	-3,120	-645	-342	-323	-142	-155	-4,093	-4,661	-964
영업이익률	-2.3%	-3.2%	-15.9%	-3.2%	-1.8%	-1.8%	-0.8%	-0.8%	-7.8%	-6.5%	-1.3%
YoY	적지	적지									
QoQ	적지										
세전이익	-687	-3,219	-5,876	-206	-294	-391	-253	-579	-4,976	-9,987	-1,517
세전이익률	-4.7%	-18.2%	-29.9%	-1.0%	-1.5%	-2.2%	-1.4%	-2.9%	-9.5%	-13.8%	-2.0%
순이익	-987	-3,137	-5,802	-225	-250	-440	-228	-609	-3,879	-10,152	-1,528
순이익률	-6.8%	-17.7%	-29.5%	-1.1%	-1.3%	-2.4%	-1.3%	-3.1%	-7.4%	-14.1%	-2.0%

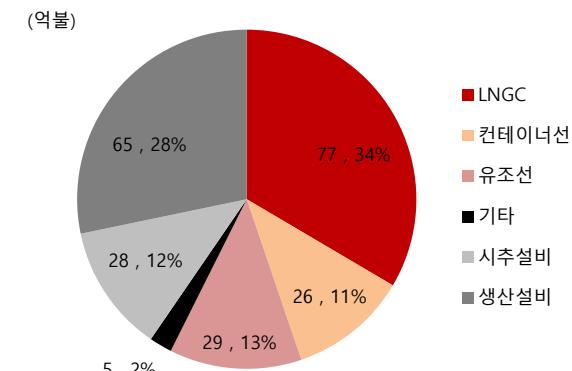
자료: 삼성중공업 SK 증권

2019년 1~12월 신규수주



자료: 삼성중공업 SK 증권

2019년 12월 말 기준 수주잔고



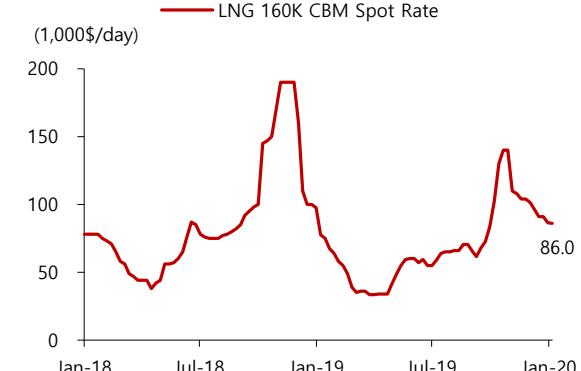
자료: 삼성중공업 SK 증권

아시아 LNG 스팟 가격 추이



자료: Reuters, SK 증권

160K CBM LNG 캐리어 스팟 운임



자료: Clarksons Research, SK 증권

시추설비 재고자산 현황

(단위: 억불)	프로젝트	계약가	입금(%)	납기	장부가치
Resale 완료	Stena	5.1	2.3(45)	'18.12월	최초선가 7.2억불의 70% 수준으로 제 3자 매각 완료
Resale 추진중	PDC	5.2	1.8(35)		30억불
	Seadrill #11	5.2	1.6(30)		60억불
	Seadrill #12	5.2	1.6(30)		
	OCR #9	7.2	3.4(48)		69억불
	OCR #10	7.1	1.8(25)		
계		35.0	12.5(36)		

자료: 삼성중공업 SK 증권

해양 진행공사 현황

프로젝트	종류	계약가	진행율	납기	생산능력	비고
Petronas Rotan	FLNG	16.0	94%	2020년 7월	1.5MTPA	Top Side PC
ENI Coral	FLNG	25.4	34%	2022년 6월	3.3MTPA	Top Side PC
BP Maddog	FPU	12.7	69%	2020년 9월	11만b.d	EPC
-	FPSO	10.5	2%	2022년 3월	3.4MTPA	EPC
계		64.6				

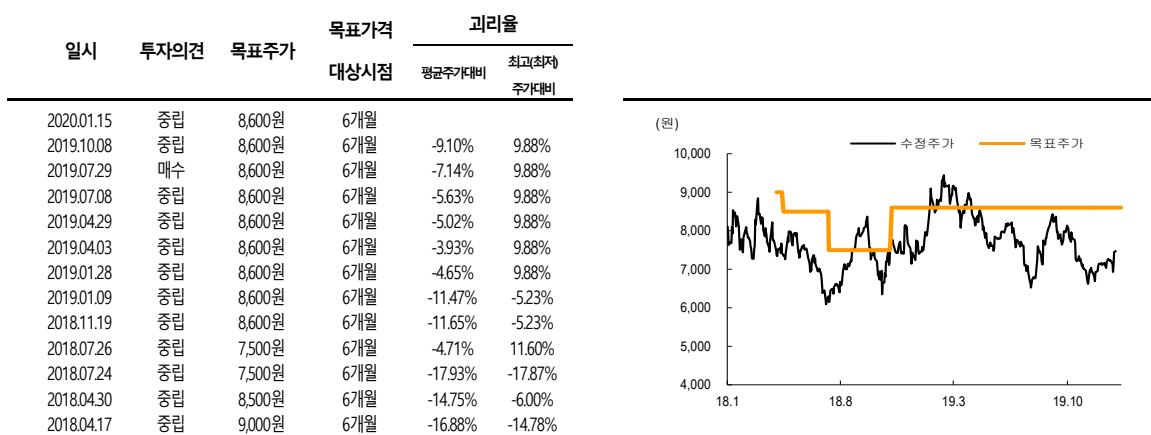
자료: 삼성중공업 SK 증권

주: 진행률은 2019년 9월 말 기준임

삼성중공업 목표 주가 산출

	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
BPS(원)	9,222	9,182	9,112	9,076	8,979
Target BPS(원)	9,087				
Target PBR(배)	0.9				
목표 주가(원)	8,600				
현재 주가(원)	7,410				
상승 여력	15%				

자료: SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(유승우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 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 (2020년 1월 14일 기준)

매수	84.89%	중립	15.11%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	6,780	7,406	8,109	8,170	8,542
현금및현금성자산	354	946	1,474	1,324	1,149
매출채권및기타채권	3,562	575	2,258	2,353	2,599
재고자산	1,217	1,482	2,032	2,118	2,339
비유동자산	7,038	6,877	7,030	6,873	6,705
장기금융자산	185	188	377	377	377
유형자산	6,163	5,882	5,759	5,387	5,038
무형자산	92	59	45	28	17
자산총계	13,818	14,283	15,140	15,043	15,247
유동부채	7,145	6,267	7,007	7,089	7,382
단기금융부채	3,921	2,440	3,859	3,809	3,759
매입채무 및 기타채무	2,194	716	981	1,023	1,130
단기충당부채	419	615	361	376	416
비유동부채	875	1,269	2,314	2,288	2,315
장기금융부채	745	771	1,476	1,386	1,314
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	24	350	539	526	593
부채총계	8,021	7,537	9,321	9,377	9,697
자본주주지분	5,790	6,738	5,811	5,658	5,542
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	1,788	1,636	1,520
비지배주주지분	8	8	8	8	8
자본총계	5,797	6,746	5,819	5,666	5,549
부채와자본총계	13,818	14,283	15,140	15,043	15,247

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	665	251	117	92	47
당기순이익(순실)	-464	-498	-999	-153	-116
비현금성항목등	231	501	1,128	422	431
유형자산감가상각비	280	256	239	349	327
무형자산상각비	35	39	20	16	10
기타	-321	116	772	-50	-10
운전자본감소(증가)	932	281	170	-16	-105
매출채권및기타채권의 감소증가)	1,517	-117	-1,676	-95	-246
재고자산감소(증가)	452	-54	-549	-85	-222
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-790	-94	242	41	107
기타	-245	547	2,154	123	256
법인세납부	-35	-34	-183	-160	-162
투자활동현금흐름	-45	403	-467	64	62
금융자산감소(증가)	13	364	-444	0	0
유형자산감소(증가)	-92	3	-50	22	22
무형자산감소(증가)	0	1	1	1	1
기타	34	35	26	41	39
재무활동현금흐름	-1,111	-70	831	-306	-284
단기금융부채증가(감소)	-1,723	-2,123	-388	-50	-50
장기금융부채증가(감소)	767	784	1,324	-90	-72
자본의증가(감소)	0	1,392	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-155	-123	-104	-166	-162
현금의 증가(감소)	631	592	528	-150	-175
기초현금	984	354	946	1,474	1,324
기말현금	354	946	1,474	1,324	1,149
FCF	1,079	242	244	274	232

자료 : 삼성증권, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	7,901	5,265	7,221	7,524	8,312
매출원가	8,052	5,269	7,058	7,110	7,770
매출총이익	-150	-4	164	414	542
매출총이익률 (%)	-1.9	-0.1	2.3	5.5	6.5
판매비와관리비	374	405	630	511	564
영업이익	-524	-409	-466	-96	-22
영업이익률 (%)	-6.6	-7.8	-6.5	-1.3	-0.3
비영업손익	60	-88	-533	-55	-93
순금융비용	27	102	80	125	123
외환관련손익	-304	17	17	20	20
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	-464	-498	-999	-152	-115
세전계속사업이익률 (%)	-5.9	-9.5	-13.8	-2.0	-1.4
계속사업법인세	-123	-109	17	2	1
계속사업이익	-341	-388	-1,016	-153	-116
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-341	-388	-1,016	-153	-116
순이익률 (%)	-4.3	-7.4	-14.1	-2.0	-1.4
지배주주	-339	-388	-1,015	-153	-116
지배주주귀속 순이익률(%)	-4.29	-7.37	-14.06	-2.03	-1.39
비지배주주	-2	0	-1	-1	-1
총포괄이익	-478	-414	-927	-153	-116
지배주주	-475	-414	-927	-153	-116
비지배주주	-3	0	0	0	0
EBITDA	-210	-114	-207	269	315

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	-24.1	-33.4	37.2	4.2	10.5
영업이익	적자	적자	적자	적자	적자
세전계속사업이익	적자	적자	적자	적자	적자
EBITDA	적전	적자	적자	후전	17.0
EPS(계속사업)	적자	적자	적자	적자	적자
수익성 (%)					
ROE	-5.6	-6.2	-16.2	-2.7	-2.1
ROA	-2.2	-2.8	-6.9	-1.0	-0.8
EBITDA/마진	-2.7	-2.2	-2.9	3.6	3.8
안정성 (%)					
유동비율	94.9	118.2	115.7	115.2	115.7
부채비율	138.4	111.7	160.2	165.5	174.7
순자본금/자기자본	52.9	24.6	38.5	39.7	41.5
EBITDA/이자비용(배)	-4.1	-0.9	-2.1	1.6	1.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-795	-682	-1,611	-242	-184
BPS	13,595	10,694	9,222	8,979	8,794
CFPS	-57	-164	-1,200	337	351
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PER(최저)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PBR(최고)	0.9	0.8	1.0	0.8	0.9
PBR(최저)	0.5	0.6	0.7	0.8	0.8
PCR	-112.8	-453	-6.1	22.2	21.3
EV/EBITDA(최고)	-402	-64.0	-40.0	26.2	22.6
EV/EBITDA(최저)	-27.9	-41.4	-31.0	24.9	21.5

SK COMPANY Analysis



Analyst
유승우

yswbest@sksecurities.co.kr
02-3773-9180

Company Data

자본금	200 십억원
발행주식수	3,994 만주
자사주	6 만주
액면가	5,000 원
시가총액	1,923 십억원
주요주주	
한국조선해양(외4)	42.86%
국민연금공단	12.25%
외국인자본률	13.90%
배당수익률	1.50%

Stock Data

주가(20/01/14)	47,300 원
KOSPI	2,238.88 pt
52주 Beta	1.30
52주 최고가	66,100 원
52주 최저가	37,300 원
60일 평균 거래대금	7 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	2.3%	-0.4%
6개월	2.0%	-4.5%
12개월	-20.2%	-25.7%

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

[4Q19 Preview] 최악의 화학 시황이 담보하는 수주 모멘텀

동사의 4Q19 매출액은 7,542 억원, 영업이익은 306 억원을 전망함. 동사는 미국 화학 제품 수출 증가로 인한 수혜가 아직 유효함. 미국 화학 제품 수출량이 사상 최대치 수준을 보임에 따라 화학 스프레드는 최악을 기록 중이며 아직 미국 화학 제품 생산 설비 증설이 완료되지 않았음. 따라서 화학 제품 운반선 수주 모멘텀은 지속될 것. 이에 투자의견 매수와 목표주가 80,000 원을 유지하며 업종 내 Top Pick 으로 제시함

4Q19 매출액 7,542 억원, 영업이익 306 억원 전망

동사의 4Q19 매출액은 7,542 억원, 영업이익은 306 억원을 전망함. 2019년 수주 가이던스를 76.5% 충족시키는데 그쳤지만, 연말 수주로 2020년, 2021년 매출액 리비전은 제한적이었음. 관건은 향후 수주 가시성임.

최악의 화학 시황이 담보하는 수주 모멘텀

SK 증권 리서치센터는 동사의 수주 모멘텀으로 북미 화학 생산 설비 증설을 지목한 바 있음. 실제로 북미의 PE 수출량은 사상 최대치를 경신함. 화학 제품 최대 수출 항구인 휴스턴항을 비롯해 휴스턴항의 대체항인 뉴올리언즈항, 찰스턴항, 사바나항 모두 최근 PE 수출량이 상당히 높아진 모습을 보여주고 있으며 2018년 대비로는 2019년에 모두 사상 최대치를 경신함. 뿐만 아니라 북미 ECC에서 생산 가능한 에틸렌 유도품인 PE, PVC, EG, VC, MTBE, Ethylene, EDC도 대부분 2018년 대비 2019년 11월까지의 누적 수출량이 상당히 증가한 모습을 보이고 있음. 아직 북미 지역의 화학 제품 생산 설비 증설은 끝나지 않았기 때문에 북미의 화학 제품 수출량은 지속 증가할 것임. 이를 반영하듯이 최근 PE의 에틸렌 대비 스프레드는 최악 수준을 보여주고 있음.

투자의견 매수, 목표주가 80,000 원을 유지하며 업종 내 Top Pick 으로 제시

이러한 모멘텀은 대형 조선사들의 전략 선종들 업황의 변수로 작용하는 중국의 PNG 수입 증대 이슈에서 벗어나있어 이와 별개의 안정적인 수주 모멘텀을 기대해볼 수 있음. 따라서 동사에 대한 투자의견 매수, 목표주가 80,000 원을 유지하며 업종 내 Top Pick 으로 제시함.

영업실적 및 투자지표

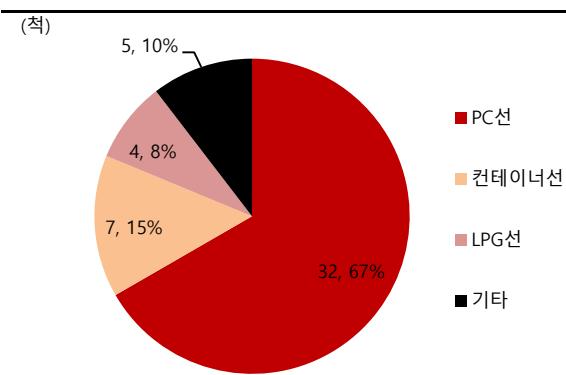
구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	3,446	2,453	2,403	3,022	3,128	3,574
yoY	%	-25.9	-28.8	-2.1	25.8	3.5	14.2
영업이익	십억원	191	108	71	112	141	195
yoY	%	187.0	-43.5	-34.3	58.6	25.0	38.7
EBITDA	십억원	243	159	118	178	204	262
세전이익	십억원	191	733	118	118	148	204
순이익(지배주주)	십억원	35	437	85	84	107	150
영업이익률%	%	5.5	4.4	3.0	3.7	4.5	5.5
EBITDA%	%	7.1	6.5	4.9	5.9	6.5	7.3
순이익률%	%	1.2	18.1	5.0	3.0	3.6	4.4
EPS(계속사업)	원	3,642	13,852	1,308	2,107	2,682	3,764
PER	배	9.3	2.9	45.9	21.9	18.0	12.8
PBR	배	0.6	0.7	1.1	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	7.4	9.9	17.9	8.5	7.3	5.6
ROE	%	1.8	20.1	3.8	3.6	4.5	5.9
순차입금	십억원	315	-124	-342	-383	-493	-532
부채비율	%	308.5	255.7	49.5	55.5	54.2	55.7

현대미포조선 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
매출액	7,050	8,316	7,313	7,542	7,506	6,642	7,686	9,450	24,030	30,221	31,284
YoY	29.3%	51.8%	25.6%	3.6%	6.5%	-20.1%	5.1%	25.3%	-2.1%	25.8%	3.5%
QoQ	-3.1%	18.0%	-12.1%	3.1%	-0.5%	-11.5%	15.7%	23.0%			
영업이익	262	319	237	306	331	296	347	431	709	1,124	1,405
영업이익률	3.7%	3.8%	3.2%	4.1%	4.4%	4.5%	4.5%	4.6%	3.0%	3.7%	4.5%
YoY	13.9%	70.8%	10.2%	295.4%	26.5%	-7.2%	46.4%	40.7%	-34.3%	58.6%	25.0%
QoQ	237.8%	22.0%	-25.8%	29.3%	8.1%	-10.5%	17.0%	24.3%			
세전이익	291	240	332	319	350	337	342	452	1,175	1,183	1,481
세전이익률	4.1%	2.9%	4.5%	4.2%	4.7%	5.1%	4.4%	4.8%	4.9%	3.9%	4.7%
순이익	239	189	245	235	269	259	262	348	1,207	909	1,138
순이익률	3.4%	2.3%	3.4%	3.1%	3.6%	3.9%	3.4%	3.7%	5.0%	3.0%	3.6%

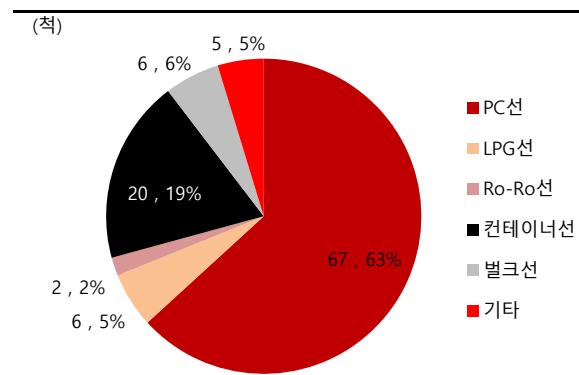
자료: 현대미포조선, SK 증권

2019년 1~11월 신규수주



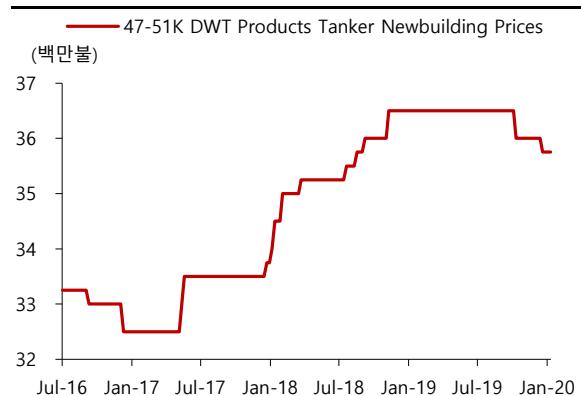
자료: 현대미포조선, SK 증권

2019년 11월 말 기준 수주잔고



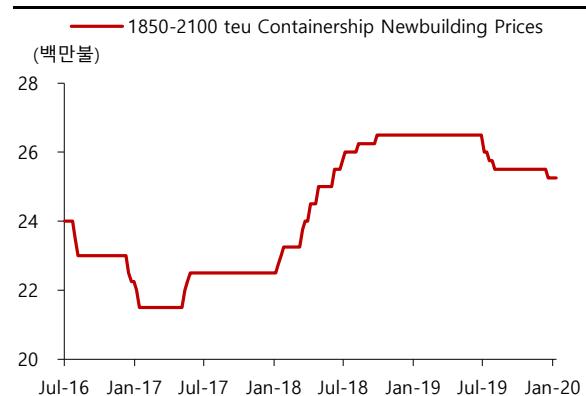
자료: 현대미포조선, SK 증권

PC 선의 신조선가 추이



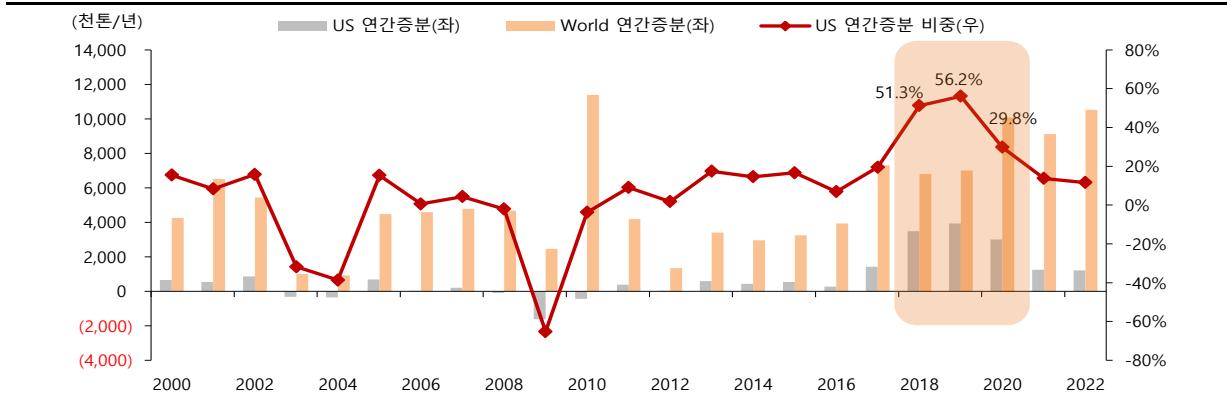
자료: Clarksons Research, SK 증권

Feeder 급 컨테이너선의 신조선가 추이



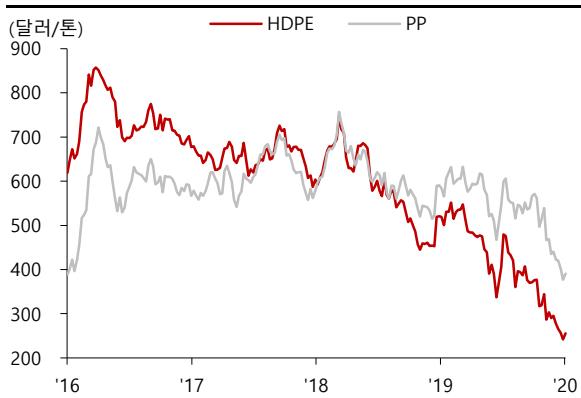
자료: Clarksons Research, SK 증권

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



자료: Industry data, SK 증권

최근 PE와 PP 스프레드는 사상 최악 수준에 다다르고 있음



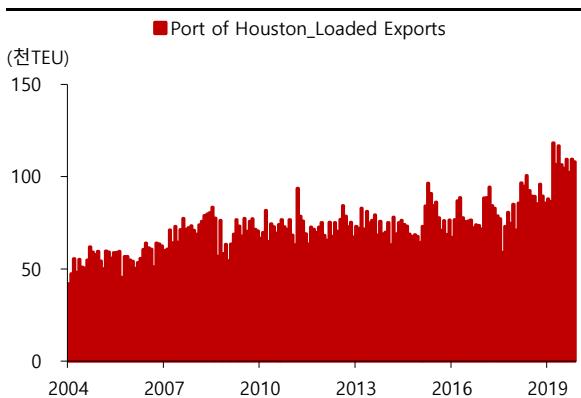
자료: Cischem, SK 증권

PE는 포장해서 컨테이너로 운반함



자료: NIER Systems, SK 증권

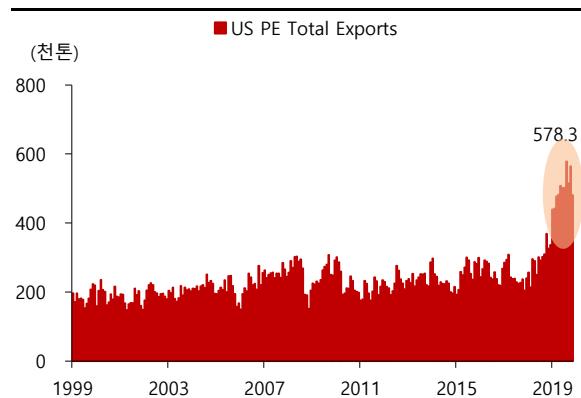
휴스턴항의 컨테이너 수출량 추이



자료: Port of Houston Authority, SK 증권

주. 2019년 11월까지임

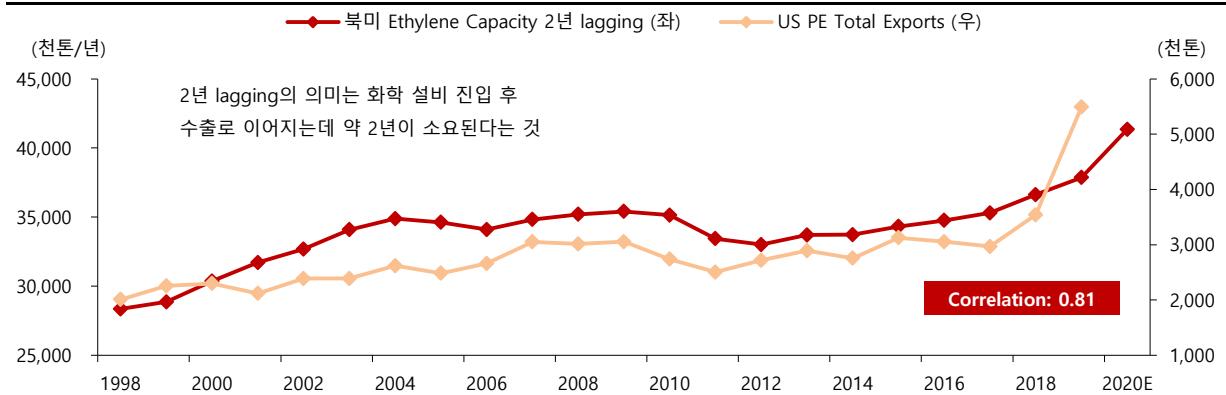
미국 PE 수출량



자료: USITC, SK 증권

주. 2019년 11월까지임

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

주 2: 2019년은 11월까지임

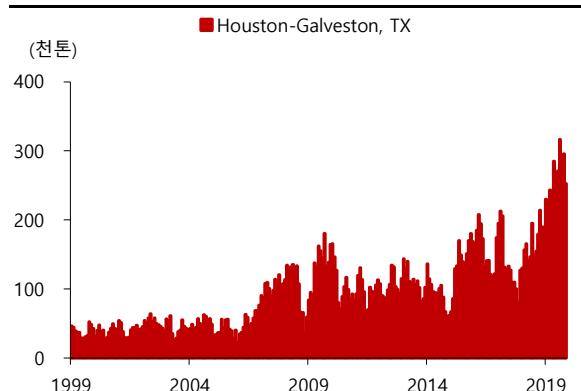
Houston 항구는 여타 석유화학제품 수출항구들 대비 대규모임

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

Houston 항의 PE 수출량 추이



자료: USITC, SK 증권

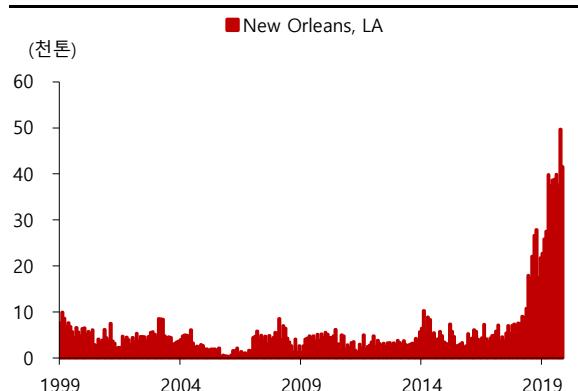
주: 2019년 11월까지임

Houston의 대체항들은 소형 항구이기에 Feeder 급 컨테이너선 필요



자료: SK 증권

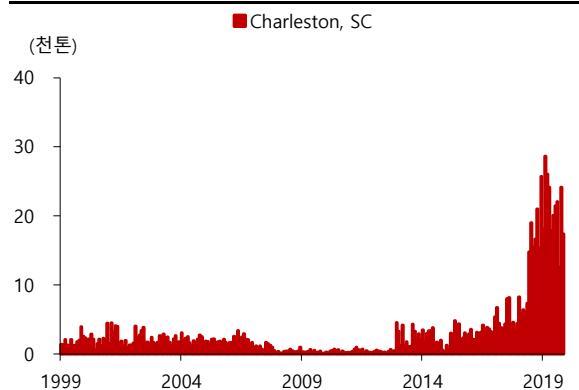
New Orleans 항 PE 수출량 추이



자료: USITC, SK 증권

주: 2019년 11월까지임

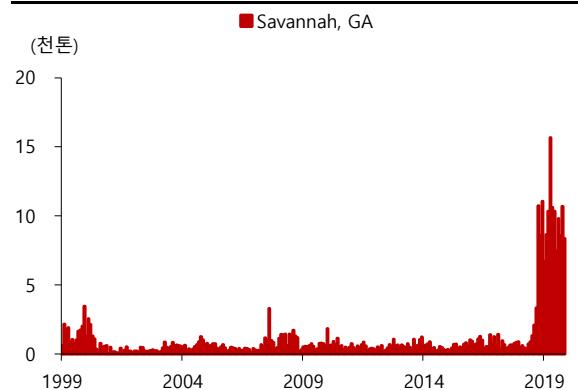
Charleston 항의 PE 수출량 추이



자료: USITC, SK증권

주: 2019년 11월까지

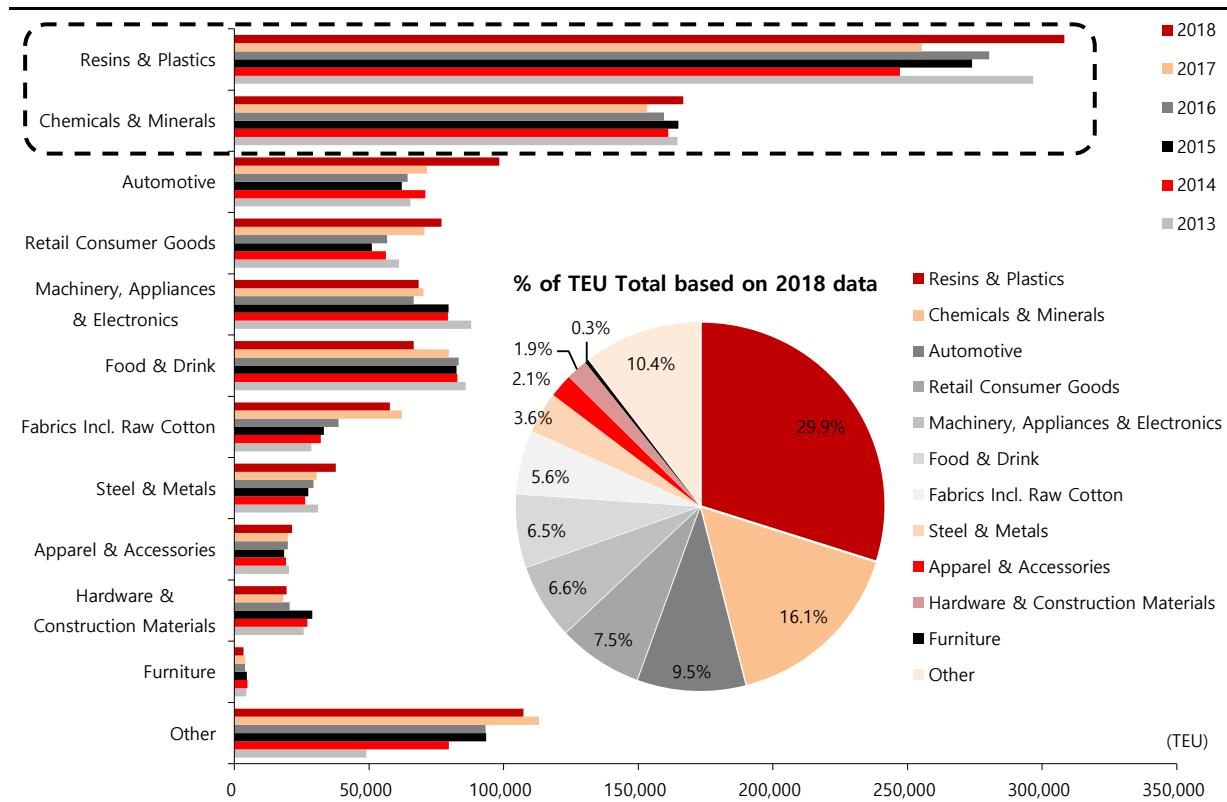
Savannah 항의 PE 수출량 추이



자료: USITC, SK증권

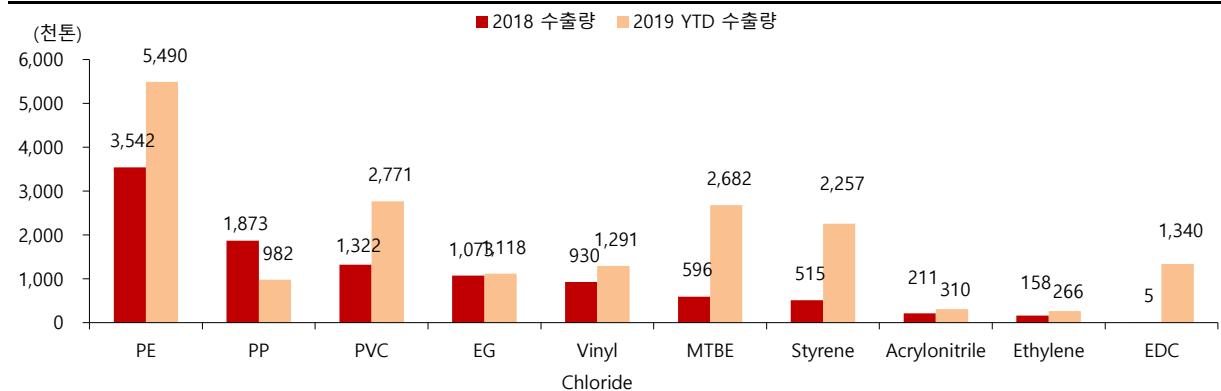
주: 2019년 11월까지

Houston 항의 컨테이너 수출 품목 중 화학제품은 46%에 달함



자료: Journal of Commerce PIERS data, SK증권

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



자료: USITC, SK증권

주: 2019 YTD는 1~11월 합산임

공고롭게도 이 제품들 대부분이 현대미포조선이 주력으로 수주하는 컨테이너선과 MR 탱커로 운반함

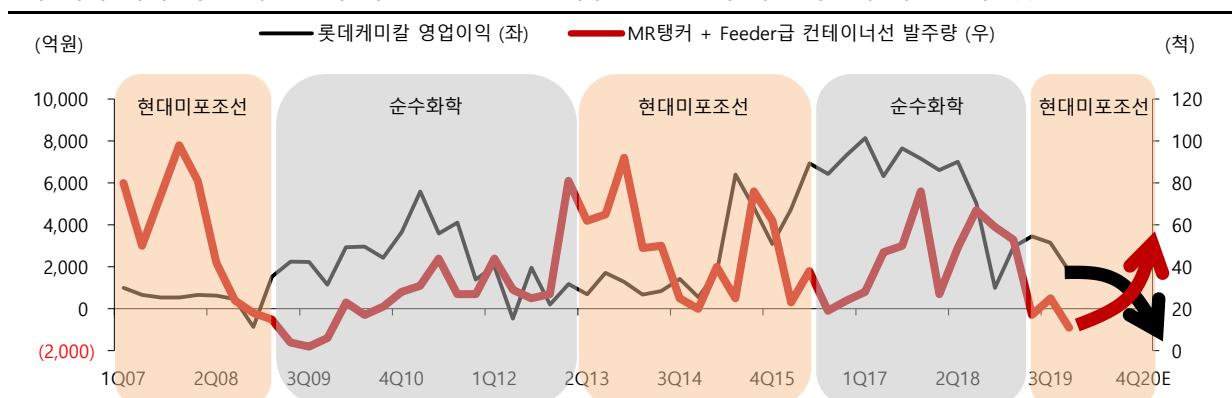
제품	PE	PP	PVC	EG	VC	MTBE	Styrene	AN	Ethylene	EDC
계열	올레핀	올레핀	올레핀	올레핀	올레핀	올레핀	방향족	올레핀	올레핀	올레핀
업스트림	에틸렌	프로필렌	에틸렌	에틸렌	에틸렌	에틸렌	벤젠	프로필렌	에틸렌	에틸렌
형태	고체	고체	고체	액체	기체	액체	액체	기체	기체	액체
운반선	컨테이너	컨테이너	컨테이너	MR 탱커	가스선	MR 탱커	MR 탱커	MR 탱커	가스선	MR 탱커

자료: USITC, SK증권

주 1: 형태는 상은 기준임

주 2: Ethylene 같은 경우는 LEG 선이라는 가스선으로 운반함

결국 순수화학의 다운사이클 지속으로 화학제품 운반 선종인 MR 탱커와 Feeder급 컨테이너선 발주는 지속적으로 증가할 것

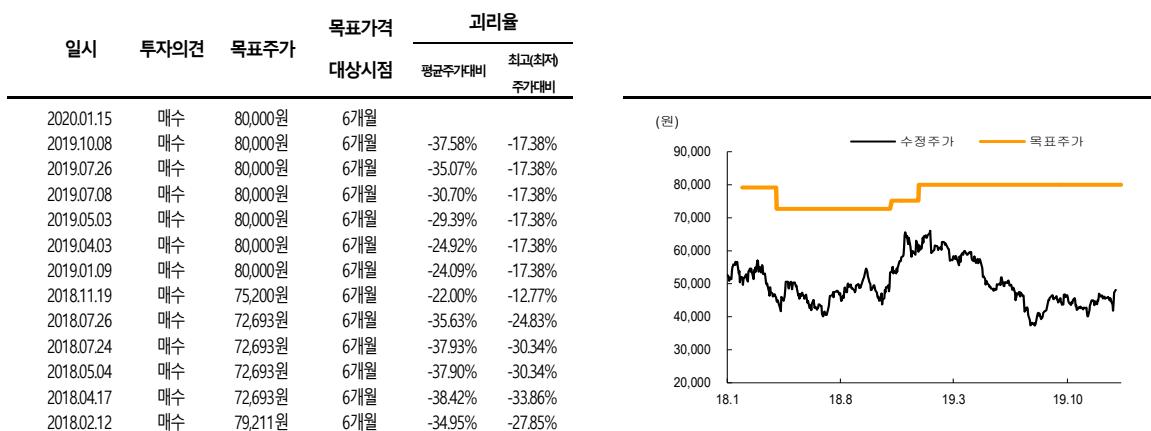


자료: Clarksons Research, DataGuide, SK증권

현대미포조선 목표 주가 산출

	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
BPS(원)	58,844	59,425	60,096	60,768	61,639
Target BPS(원)	60,482				
Target PBR(배)	1.3				
목표 주가(원)	80,000				
현재 주가(원)	47,300				
상승 여력	69%				

자료 SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(유승우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 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 (2020년 1월 14일 기준)

매수	84.89%	중립	15.11%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	6,776	1,801	2,098	2,258	2,511
현금및현금성자산	562	280	519	629	668
매출채권및기타채권	843	65	82	85	97
재고자산	96	160	201	208	238
비유동자산	1,543	1,662	1,613	1,609	1,647
장기금융자산	292	21	19	19	19
유형자산	1,090	1,519	1,515	1,501	1,534
무형자산	3	3	3	3	2
자산총계	8,319	3,464	3,710	3,867	4,158
유동부채	5,905	1,076	1,230	1,264	1,408
단기금융부채	479	302	257	257	257
매입채무 및 기타채무	821	269	338	350	400
단기충당부채	0	72	91	94	108
비유동부채	76	70	93	95	79
장기금융부채	5	5	9	9	9
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	49	46	58	72	57
부채총계	5,980	1,147	1,323	1,359	1,487
자본주주지분	2,217	2,290	2,350	2,462	2,617
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	1,873	1,980	2,130
비지배주주지분	122	28	37	46	55
자본총계	2,339	2,317	2,387	2,508	2,671
부채와자본총계	8,319	3,464	3,710	3,867	4,158

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	2,453	2,403	3,022	3,128	3,574
매출원가	2,245	2,232	2,816	2,871	3,245
매출총이익	209	172	206	257	329
매출총이익률 (%)	8.5	7.1	6.8	8.2	9.2
판매비와관리비	101	101	94	117	134
영업이익	108	71	112	141	195
영업이익률 (%)	4.4	3.0	3.7	4.5	5.5
비영업손익	625	47	6	8	9
순금융비용	22	6	2	0	-2
외환관련손익	-25	5	8	8	8
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	733	118	118	148	204
세전계속사업이익률 (%)	29.9	4.9	3.9	4.7	5.7
계속사업법인세	172	30	27	34	47
계속사업이익	562	88	91	114	157
증단사업이익	-116	33	0	0	0
*법인세효과	-167	29	0	0	0
당기순이익	445	121	91	114	157
순이익률 (%)	18.1	5.0	3.0	3.6	4.4
지배주주	437	85	84	107	150
지배주주귀속 순이익률 (%)	17.81	3.54	2.79	3.42	4.21
비지배주주	8	36	7	7	7
총포괄이익	81	112	98	121	164
지배주주	74	76	89	112	155
비지배주주	7	36	9	9	9
EBITDA	159	118	178	204	262

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	-318	-178	145	160	138
당기순이익(순실)	445	121	91	114	157
비현금성항목등	-263	22	93	91	105
유형자산감가상각비	50	46	66	64	67
무형자산상각비	1	0	0	0	0
기타	-320	-82	-18	0	0
운전자본감소(증가)	-476	-290	-54	-10	-77
매출채권및기타채권의 감소증가)	-35	158	-15	-3	-12
재고자산감소증가)	63	-62	-38	-7	-30
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	106	-20	40	12	50
기타	-610	-365	-42	-12	-85
법인세납부	-24	-31	16	-34	-47
투자활동현금흐름	1,045	148	237	-39	-87
금융자산감소(증가)	1,035	84	271	0	0
유형자산감소(증가)	-63	-476	-47	-50	-100
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0	0
기타	74	540	13	11	13
재무활동현금흐름	-870	-260	-144	-11	-11
단기금융부채증가(감소)	-804	-205	-101	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	-14	-11	-11
현금의 증가(감소)	-242	-282	239	110	40
기초현금	804	562	280	519	629
기밀현금	562	280	519	629	668
FCF	-81	-587	13	111	40

자료 : 현대미포조선, SK증권 추정

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	-28.8	-2.1	25.8	3.5	14.2
영업이익	-43.5	-34.3	58.6	25.0	38.7
세전계속사업이익	284.0	-84.0	0.6	25.2	38.0
EBITDA	-34.6	-26.1	51.6	14.7	28.2
EPS(계속사업)	280.3	-90.6	61.1	27.2	40.4
수익성 (%)					
ROE	20.1	3.8	3.6	4.5	5.9
ROA	5.1	2.1	2.5	3.0	3.9
EBITDA마진	6.5	4.9	5.9	6.5	7.3
안정성 (%)					
유동비율	114.8	167.4	170.5	178.6	178.4
부채비율	255.7	49.5	55.5	54.2	55.7
순자기자본/자기자본	-5.3	-14.8	-16.1	-19.7	-19.9
EBITDA/이자비용(배)	5.6	7.0	13.7	18.2	23.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	13,852	1,308	2,107	2,682	3,764
BPS	55,500	57,322	58,844	61,639	65,516
CFPS	12,222	3,298	3,758	4,283	5,445
주당 현금배당금	0	700	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	4.3	50.2	31.4	18.0	12.8
PER(최저)	2.1	30.6	17.7	15.6	11.1
PBR(최고)	1.1	1.1	1.1	0.8	0.7
PBR(최저)	0.5	0.7	0.6	0.7	0.6
PCR	3.2	18.2	12.3	11.2	8.8
EV/EBITDA(최고)	15.1	19.8	13.0	7.3	5.6
EV/EBITDA(최저)	7.3	11.1	6.6	6.1	4.7

SK COMPANY Analysis



Analyst
유승우

yswbest@sksecurities.co.kr
02-3773-9180

Company Data

자본금	541 십억원
발행주식수	10,721 만주
자사주	2 만주
액면가	5,000 원
시가총액	2,916 십억원
주요주주	
한국산업은행(외6)	67.90%
BlackRock	
Institutional Trust	5.57%
Company, NA(외12)	
외국인지분율	12.40%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(20/01/14)	27,050 원
KOSPI	2238.88 pt
52주 Beta	1.30
52주 최고가	37,000 원
52주 최저가	23,950 원
60일 평균 거래대금	3 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-3.4%	-5.9%
6개월	-14.2%	-19.7%
12개월	-14.2%	-20.1%

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

[4Q19 Preview] 2020년 감익 속도가 너무 빠르다

동사의 4Q19 매출액은 1조 5,480 억원, 영업이익은 810 억원으로 전망됨. 과거 수주한 고선과 LNG 캐리어 인도가 끝나감에 따라 감익 속도가 가팔라질 것임. 특히 2020년에는 인도량이 많이 하락하며, 특히 LNG 캐리어 인도량이 선가 하락기 물량으로 믹스가 악화됨. 또한 피인수 관련 기업결합심사국들의 의견에 따라 주가 변동성이 큰 상황. 이에 투자의견 중립과 목표주가 30,000 원을 유지함

4Q19 매출액 1조 5,480 억원, 영업이익 810 억원 전망

동사의 4Q19 매출액은 1조 5,480 억원, 영업이익은 810 억원으로 전망됨. 2018년에는 2014~2015년도에 수주한 쇄빙 LNG 캐리어를 비롯한 고선과 구간의 LNG 캐리어 20척이 인도되며 양호한 실적을 시현하였음. 그리고 2018년 인도 선종 믹스에는 상대적으로 저부가선종인 텡커가 7척으로 적었다는 점도 호실적에 기여함. 그러나 2019년에는 LNG 캐리어 인도량이 18척으로 줄고 저부가선종인 텡커도 19척이나 인도됨. 특히 인도된 LNG 캐리어 18척 중 선가 하락기인 2016~2017년 수주분도 각각 2척이 섞여 연간 감익이 확실시되는 상황임.

2020년 감익 속도는 더 빠름

문제는 이러한 감익은 2020년에 조금 더 가속화된다는 점임. 2020년에는 인도량 자체가 2019년 대비 감소함. LNG 캐리어는 2019년 18척에서 2020년 11척으로, 컨테이너선은 2019년 6척에서 2020년 7척으로, 텡커는 2019년 19척에서 2020년 10척으로 줄어듦. 특히 LNG 캐리어 인도량 11척은 선가 하락기였던 2016년 수주분 1척, 2017년 수주분 2척, 2018년 수주분 8척이 섞여 믹스가 상당히 악화됨

투자의견 중립, 목표주가 30,000 원 유지

이렇게 동사는 잔고 하락과 감익 기조가 확실함. 아울러 한국조선해양으로의 피인수 작업도 진행중인데 EU를 비롯한 기업결합 심사국들의 의견에 따른 주가 변동성이 큰 주식이라는 판단임. 이에 투자의견 중립과 목표주가 30,000 원을 유지함

영업실적 및 투자지표

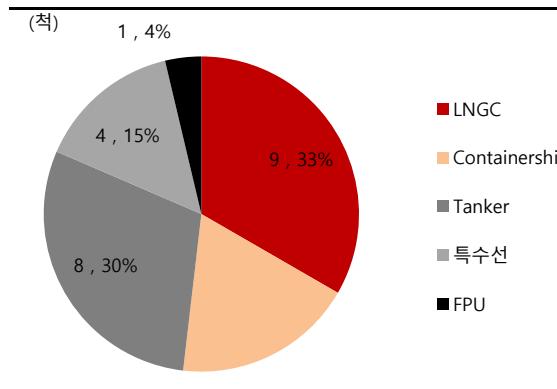
구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	12,819	11,102	9,644	7,718	7,523	8,822
yoY	%	-17.0	-13.4	-13.1	-20.0	-2.5	17.3
영업이익	십억원	-1,531	733	1,025	219	77	106
yoY	적지	흑전	39.8	-78.6	-65.1	38.7	
EBITDA	십억원	-1,326	885	1,160	381	241	265
세전이익	십억원	-1,962	1,189	368	30	17	55
순이익(지배주주)	십억원	-2,734	621	345	34	13	42
영업이익률%	%	-11.9	6.6	10.6	2.8	1.0	1.2
EBITDA%	%	-10.4	8.0	12.0	4.9	3.2	3.0
순이익률	%	-21.8	5.8	3.3	0.4	0.2	0.5
EPS(계속사업)	원	-126,806	7,457	3,219	314	122	393
PER	배	N/A	1.9	10.6	88.6	222.2	69.3
PBR	배	2.9	0.4	1.0	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	배	-6.0	5.4	5.8	12.6	18.8	18.4
ROE	%	-279.6	28.1	9.5	0.9	0.3	1.1
순차입금	십억원	6,779	3,440	2,811	1,710	1,531	1,861
부채비율	%	2,184.7	282.8	210.4	160.5	163.3	183.6

대우조선해양 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
매출액		2,072	2,150.4	1,948	1,548	1,491	1,842	1,944	2,246	9,644	7,718	7,523
	YoY	-8.2%	-7.5%	-11.4%	-46.0%	-28.0%	-14.3%	-0.2%	45.1%	-13.1%	-20.0%	-2.5%
	QoQ	-27.7%	3.8%	-9.4%	-20.5%	-3.7%	23.5%	5.5%	15.5%			
영업이익		200	195	(256)	81	13	27	17	21	1,025	219	77
영업이익률		9.6%	9.1%	-13.2%	5.3%	0.8%	1.5%	0.9%	0.9%	10.6%	2.8%	1.0%
	YoY	-33.2%	-15.1%	적전	-74.6%	-93.7%	-86.2%	흑전	-74.7%	39.8%	-78.6%	-65.1%
	QoQ	-37.6%	-2.4%	적전	흑전	-84.5%	113.3%	-38.3%	24.1%			
세전이익		196	146	(298)	(14)	(15)	16	6	10	368	30	17
세전이익률		9.5%	6.8%	-15.3%	-0.9%	-1.0%	0.9%	0.3%	0.4%	3.8%	0.4%	0.2%
순이익		195	145	(296)	(11)	(11)	12	4	7	320	33	13
순이익률		9.4%	6.8%	-15.2%	-0.7%	-0.8%	0.7%	0.2%	0.3%	3.3%	0.4%	0.2%

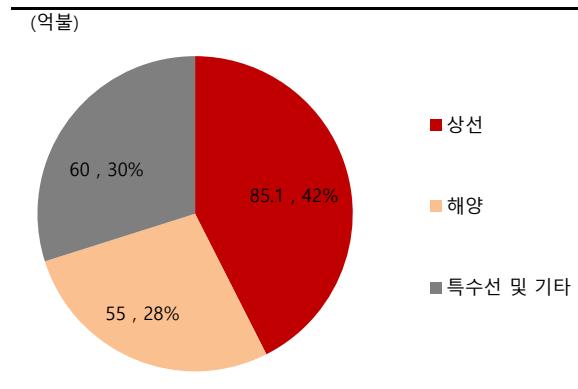
자료: 대우조선해양, SK 증권

2019년 1~11월 신규수주



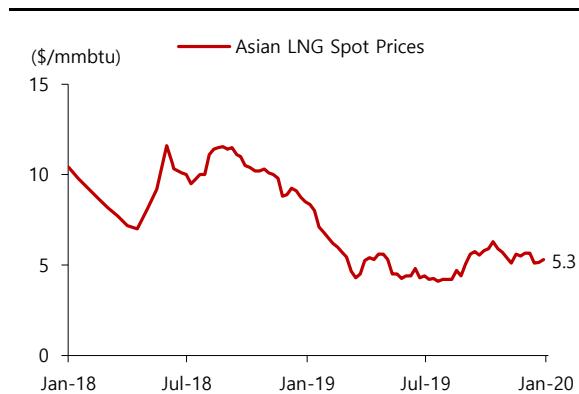
자료: 대우조선해양, SK 증권

2019년 11월 말 기준 수주잔고



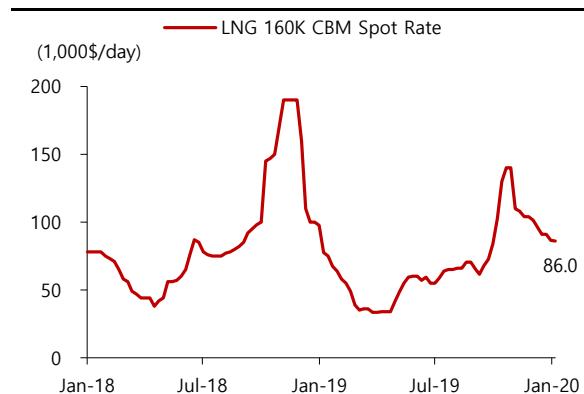
자료: 대우조선해양, SK 증권

아시아 LNG 스팟 가격 추이



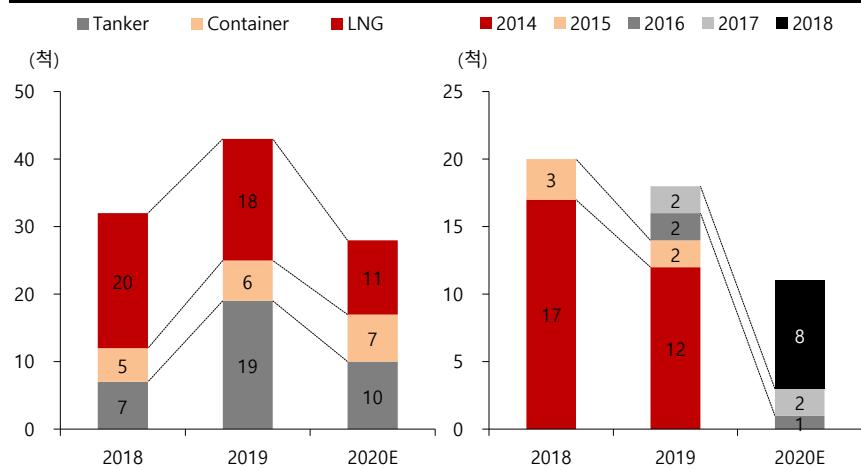
자료: Reuters, SK 증권

160K CBM LNG 캐리어 스팟 운임



자료: Clarksons Research, SK 증권

대우조선해양의 인도 선종 믹스 변화

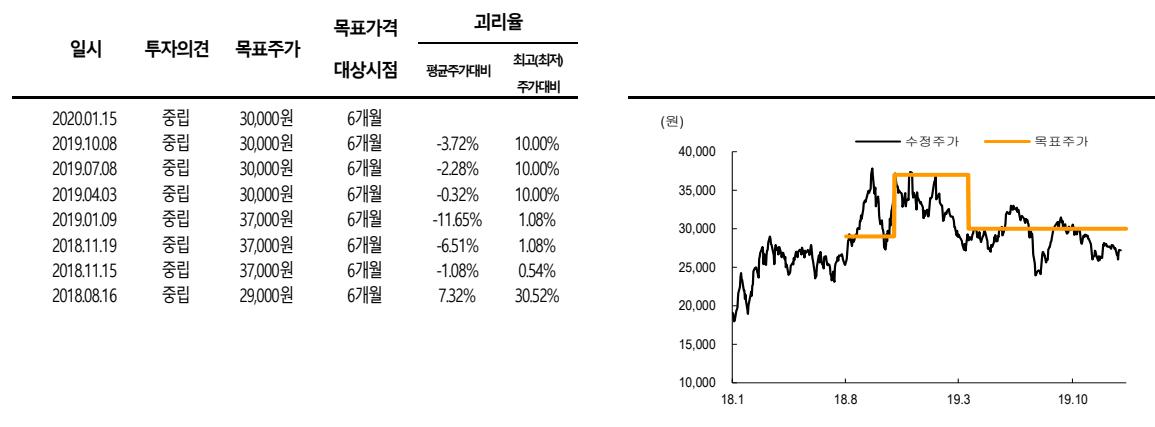


자료: Clarksons Research, SK 증권

대우조선해양 목표 주가 산출

	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
BPS(원)	35,779	35,731	35,856	35,884	35,545
Target BPS(원)	35,754				
Target PBR(배)	0.8				
목표 주가(원)	30,000				
현재 주가(원)	27,050				
상승 여력	11%				

자료: SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(유승우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 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 (2020년 1월 14일 기준)

매수	84.89%	중립	15.11%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	6,651	7,350	5,425	5,560	6,426
현금및현금성자산	206	351	1,387	1,617	1,856
매출채권및기타채권	4,507	707	382	372	436
재고자산	743	1,346	727	709	831
비유동자산	4,795	4,568	4,565	4,473	4,394
장기금융자산	597	480	583	583	583
유형자산	4,003	3,823	3,812	3,699	3,642
무형자산	37	40	45	48	50
자산총계	11,447	11,919	9,990	10,033	10,820
유동부채	6,143	5,357	3,612	3,532	4,183
단기금융부채	2,588	1,716	1,645	1,615	1,935
매입채무 및 기타채무	3,334	891	481	469	550
단기충당부채	0	559	302	294	345
비유동부채	2,313	2,722	2,542	2,691	2,822
장기금융부채	1,272	1,548	1,771	1,851	2,101
장기매입채무 및 기타채무	122	66	39	39	39
장기충당부채	718	882	476	555	446
부채총계	8,456	8,078	6,154	6,223	7,005
자본주주지분	3,393	3,840	3,836	3,811	3,816
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	683	696	738
비지배주주지분	-403	0	0	-1	-1
자본총계	2,991	3,840	3,836	3,811	3,815
부채와자본총계	11,447	11,919	9,990	10,033	10,820

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	-882	817	1,700	341	-127
당기순이익(순실)	646	320	33	13	42
비현금성항목등	1,454	606	479	228	223
유형자산감가상각비	149	134	160	162	157
무형자산상각비	3	1	1	1	2
기타	489	-230	152	0	0
운전자본감소(증가)	-2,988	-113	1,172	104	-379
매출채권및기타채권의 감소증가)	-261	-94	351	10	-64
재고자산감소증가)	318	-74	580	18	-122
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-2,834	-38	-443	-12	81
기타	-211	93	684	89	-273
법인세납부	6	4	15	-4	-13
투자활동현금흐름	49	6	-191	31	-8
금융자산감소(증가)	-81	60	-159	0	0
유형자산감소(증가)	-83	-145	-117	-50	-100
무형자산감소(증가)	-7	-4	-4	-4	-4
기타	220	96	89	85	97
재무활동현금흐름	824	-678	-476	-143	375
단기금융부채증가(감소)	951	-548	-391	-30	320
장기금융부채증가(감소)	54	-18	62	80	250
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-181	-112	-146	-193	-195
현금의 증가(감소)	-18	145	1,036	229	240
기초현금	224	206	351	1,387	1,617
기말현금	206	351	1,387	1,617	1,856
FCF	-516	251	1,386	272	-244

자료 : 대우조선해양, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	11,102	9,644	7,718	7,523	8,822
매출원가	9,558	8,893	7,338	7,222	8,469
매출총이익	1,544	752	380	301	353
매출총이익률 (%)	13.9	7.8	4.9	4.0	4.0
판매비와관리비	811	273	160	224	247
영업이익	733	1,025	219	77	106
영업이익률 (%)	6.6	10.6	2.8	1.0	1.2
비영업손익	456	-657	-190	-60	-51
순금융비용	29	121	88	107	99
외환관련손익	-66	14	48	48	48
관계기업투자등 관련손익	-167	-498	-1	0	0
세전계속사업이익	1,189	368	30	17	55
세전계속사업이익률 (%)	10.7	3.8	0.4	0.2	0.6
계속사업법인세	543	48	-4	4	13
계속사업이익	646	320	33	13	42
순이익률 (%)	5.8	3.3	0.4	0.2	0.5
지배주주	621	345	34	13	42
지배주주귀속 순이익률(%)	5.6	357	0.44	0.17	0.48
비지배주주	24	-25	0	0	0
총포괄이익	557	300	-5	-25	4
지배주주	527	332	-4	-25	4
비지배주주	30	-33	0	0	0
EBITDA	885	1,160	381	241	265

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	-13.4	-20.0	-2.5	17.3	
영업이익	39.8	-78.6	-65.1	38.7	
세전계속사업이익	-69.1	-91.9	-43.2	225.0	
EBITDA	31.1	-67.2	-36.8	101.1	
EPS(계속사업)	-56.8	-90.2	-61.1	220.9	
수익성 (%)					
ROE	28.1	9.5	0.9	0.3	1.1
ROA	4.9	2.7	0.3	0.1	0.4
EBITDA마진	8.0	12.0	4.9	3.2	3.0
안정성 (%)					
유동비율	108.3	137.2	150.2	157.4	153.6
부채비율	282.8	210.4	160.5	163.3	183.6
순자본금/자기자본	115.0	73.2	44.6	40.2	48.8
EBITDA/이자비용(배)	19.0	6.4	2.1	1.3	1.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	7457	3,219	314	122	393
BPS	31,816	35,821	35,782	35,551	35,590
CFPS	9,286	4,485	1,817	1,652	1,872
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	6.0	11.8	117.7	224.7	70.0
PER(최저)	1.9	4.8	76.2	212.4	66.2
PBR(최고)	1.4	1.1	1.0	0.8	0.8
PBR(최저)	0.4	0.4	0.7	0.7	0.7
PCR	1.5	7.6	15.3	16.5	14.5
EV/EBITDA(최고)	9.0	6.1	15.1	19.0	18.5
EV/EBITDA(최저)	4.8	4.0	11.5	18.3	17.9

SK COMPANY Analysis



Analyst
유승우

yswbest@sksecurities.co.kr
02-3773-9180

Company Data

자본금	19 십억원
발행주식수	3,750 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	5,250 십억원
주요주주	
정의선(외5)	51.38%
국민연금공단	10.54%
외국인자본률	36.90%
배당수익률	2.40%

Stock Data

주가(20/01/14)	139,000 원
KOSPI	2238.88 pt
52주 Beta	0.72
52주 최고가	168,000 원
52주 최저가	123,500 원
60일 평균 거래대금	9 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.0%	-8.5%
6개월	-12.5%	-18.1%
12개월	2.6%	-4.5%

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

[4Q19 Preview] 운송 섹터 Top Pick

동사의 4Q19 매출액은 4 조 7,670 억원, 영업이익은 2,250 억원을 기록할 것으로 전망됨. CKD 부문의 매출 소폭 둔화를 제외하면 전체적으로 안정적 성장세 보여줌. 내년에도 상대적으로 수익성이 좋은 유럽 쪽으로 PCC 비계열 물량 수주 전략을 구사하며 인도와 아난타푸르 물량 성장이 기대됨. 이에 투자의견 매수와 목표주가 200,000 원, 업종 내 Top Pick 의견을 유지함

4Q19 매출액 4 조 7,670 억원, 영업이익 2,250 억원 전망

동사의 3Q19 매출액은 4 조 6,065 억원, 영업이익은 2,083 억원을 기록할 것으로 전망됨. 이번 분기에도 안정적인 영업이익을 기록하며 실적 안정성이 확보된 종목임을 가감 없이 보여줄 것임. 현기차 출하량이 전분기 대비 증가했고 비계열 PCC 매출액도 호조세를 유지할 것으로 보임. 4Q19 중 휴가 시즌으로 차량 생산이 소폭 줄어든 탓에 CKD 부문은 3Q19 대비 분기 매출액이 둔화될 것임. 아울러 4Q19에 앤리배마 엔진 2 공장이 리모델링에 들어가 엔진 공장향 물량 빠진 것도 CKD 매출 둔화의 원인임. 그 외 중고차, 기타유통 등은 견조한 성장세 보일 것임.

이익 가시성을 높이는 전략을 구사중

동사는 전략적으로 별크선 사업을 디마케팅중이며 PCC 비계열 물량도 손실이 커지는 미주 물량보다는 유럽 신규 수주 우선 전략을 채택하고 있음. 수익성이 저조한 외형 성장보다는 동사의 장부가치가 상승할 수 밖에 없는 전략만 선택적으로 구사중임.

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

내년에도 동사는 PCC 비계열 매출 증가, 인도와 아난타푸르에서의 해외 물류 성장으로 안정적 매출액과 이익 성장세를 유지할 수 있을 것으로 판단되어 2020년 연간 매출액을 19.2 조원으로, 영업이익을 8,759 억원으로 상향함. 따라서 동사는 지속 가능한 ROE 수준인 10.1%를 적용해 Target PBR 1.53 배를 부여하는데 무리가 없다고 판단함. 이에 투자의견 매수와 목표주가 200,000 원, 업종 내 Top Pick 의견을 유지함.

영업실적 및 투자지표

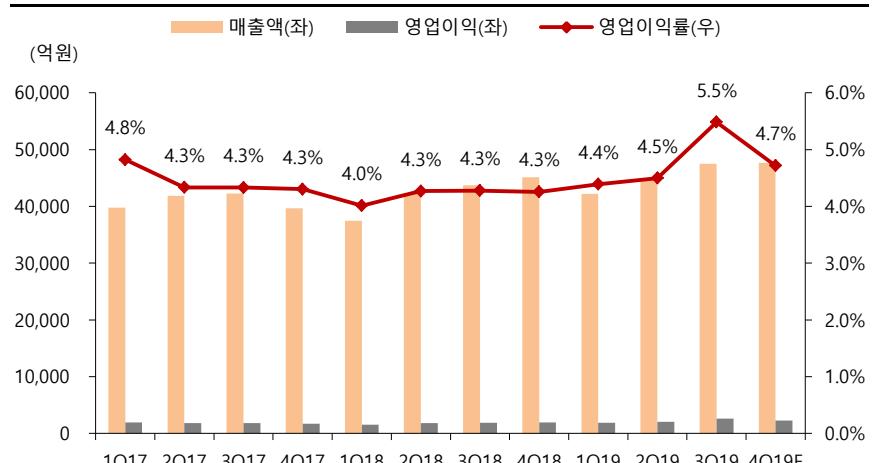
구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	15,341	16,358	16,866	18,235	19,200	19,727
yoY	%	4.6	6.6	3.1	8.1	5.3	2.7
영업이익	십억원	729	727	710	873	876	892
yoY	%	4.4	-0.2	-2.3	22.9	0.3	1.9
EBITDA	십억원	885	894	892	1,076	1,146	1,164
세전이익	십억원	704	889	626	778	782	806
순이익(지배주주)	십억원	506	681	437	512	593	611
영업이익률%	%	4.8	4.4	4.2	4.8	4.6	4.5
EBITDA%	%	5.8	5.5	5.3	5.9	6.0	5.9
순이익률	%	3.3	4.2	2.6	2.8	3.1	3.1
EPS(계속사업)	원	13,483	18,147	11,663	13,660	15,806	16,284
PER	배	11.5	7.5	11.1	10.5	8.9	8.6
PBR	배	1.7	1.3	1.1	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	배	8.2	7.1	6.6	6.9	6.0	5.4
ROE	%	15.4	18.2	10.6	11.4	11.8	10.7
순차입금	십억원	787	596	537	1,486	1,035	526
부채비율	%	129.1	105.2	103.9	122.7	109.7	98.4

현대글로비스 실적 추이 및 전망

(대, 억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
현기차 출하	1,661,152	1,821,861	1,719,076	1,910,082	1,921,319	2,095,427	1,973,522	2,128,855	7,276,795	7,112,171	8,119,123
내수	292,356	345,084	283,408	339,527	290,461	311,784	299,126	335,850	1,281,698	1,260,375	1,237,221
현대차	177,874	218,020	150,961	194,639	174,904	174,940	167,143	200,579	752,240	741,494	717,566
기아차	114,482	127,064	132,447	144,888	115,558	136,844	131,983	135,270	529,458	518,881	519,655
수출	463,126	529,538	467,102	518,787	452,443	502,037	459,337	528,085	1,945,842	1,978,553	1,941,902
현대차	229,896	268,538	249,402	297,087	226,620	256,657	223,441	280,196	1,007,902	1,044,923	986,914
기아차	233,230	261,000	217,700	221,700	225,823	245,380	235,895	247,889	937,940	933,630	954,988
해외생산	905,670	947,239	968,566	1,051,768	1,178,415	1,281,606	1,215,059	1,264,921	4,049,255	3,873,243	4,940,000
현대차	602,039	644,715	668,727	712,438	746,015	799,806	756,059	778,121	2,812,092	2,627,919	3,080,000
기아차	303,631	302,524	299,839	339,330	432,400	481,800	459,000	486,800	1,237,163	1,245,324	1,860,000
매출액	42,209	44,962	47,507	47,670	44,798	48,106	49,153	49,946	168,629	182,347	192,002
YoY	12.6%	6.3%	8.7%	5.6%	6.1%	7.0%	3.5%	4.8%	3.1%	8.1%	5.3%
물류	13,654	14,950	14,973	17,178	13,898	15,219	14,270	17,485	53,940	60,755	60,872
국내물류	3,559	3,785	3,517	4,093	3,630	3,861	3,587	4,175	13,546	14,954	15,253
YoY	14.2%	13.3%	6.7%	8.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	8.1%	10.4%	2.0%
해외물류	10,095	11,165	11,456	13,085	10,268	11,358	10,683	13,310	40,394	45,801	45,619
YoY	10.3%	11.6%	12.3%	18.5%	1.7%	1.7%	-6.8%	1.7%	1.4%	13.4%	-0.4%
해운	8,054	7,972	8,287	8,366	8,562	8,439	8,905	9,095	29,001	32,679	35,000
PCC	4,483	5,059	5,540	5,629	4,919	5,468	6,103	6,302	15,284	20,711	22,792
YoY	32.9%	36.5%	48.3%	25.9%	9.7%	8.1%	10.2%	12.0%	8.4%	35.5%	10.1%
벌크선	3,571	2,913	2,747	2,738	3,642	2,971	2,802	2,792	13,717	11,969	12,208
YoY	23.7%	-2.0%	-30.4%	-30.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	5.3%	-12.7%	2.0%
유통	20,501	22,040	24,247	22,125	22,337	24,448	25,978	23,367	85,688	88,912	96,130
CKD	15,543	16,038	17,856	16,104	17,220	18,252	19,382	17,152	61,779	65,540	72,006
YoY	19.4%	0.9%	7.2%	-0.6%	10.8%	13.8%	8.5%	6.5%	-0.3%	6.1%	9.9%
증고차	1,117	1,334	1,259	1,301	1,162	1,387	1,309	1,353	4,402	5,011	5,211
YoY	10.3%	15.5%	14.1%	15.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	13.7%	13.8%	4.0%
기타유통	3,841	4,668	5,132	4,720	3,956	4,808	5,286	4,862	19,507	18,361	18,912
YoY	-21.9%	-10.7%	7.3%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	6.9%	-5.9%	3.0%
영업이익	1,853	2,022	2,606	2,250	2,080	2,173	2,142	2,363	7,101	8,731	8,759
영업이익률	4.4%	4.5%	5.5%	4.7%	4.6%	4.5%	4.4%	4.7%	4.2%	4.8%	4.6%
YoY	23.2%	12.0%	39.4%	17.1%	12.3%	7.5%	-17.8%	5.1%	-2.3%	22.9%	0.3%

자료: 현대글로비스 SK증권

현대글로비스 매출액, 영업이익, 영업이익률 추이 및 전망



자료 : 현대글로비스, SK 증권

현대글로비스 12M Fwd PBR 추이

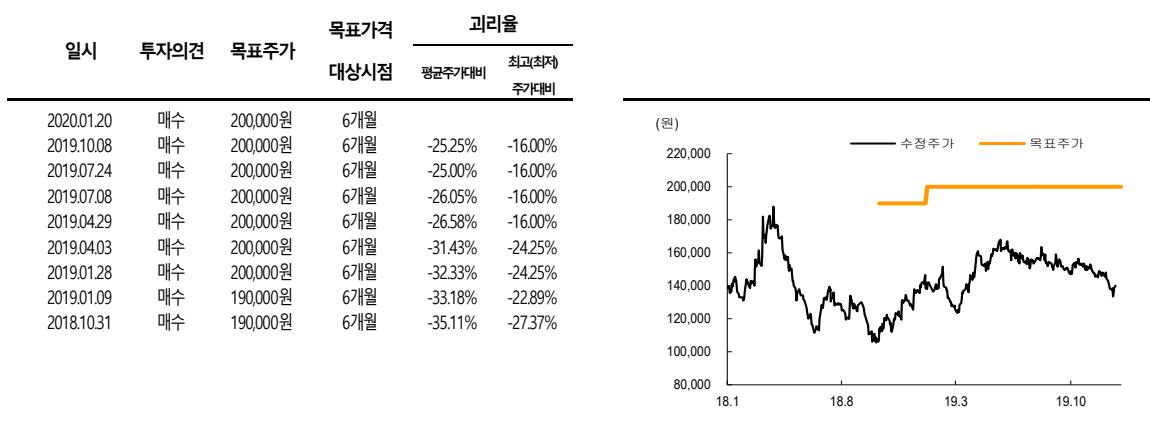


자료 : DataGuide, SK 증권

현대글로비스 목표주가 산출

(단위: 억원)	4Q20E	4Q21E	4Q22E
순이익(지배주주지분)	593	611	617
자본총계(지배주주지분)	5,363	6,034	6,712
ROE(지배주주지분)	11.1%	10.1%	9.2%
가중치	0.33	0.33	0.33
적정 ROE(지배주주지분)	10.1%		
영구성장률	1%		
자기자본비율	6.9%		
무위험수익률	1.4%		
리스크프리미엄	6.0%		
베타	0.92		
Target PBR	1.53		
12M Fwd BPS (원)	137,487		
목표 주가 (원)	200,000		
현재 주가 (원)	139,000		
상승 여력	44%		

자료 DataGuide, SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(유승우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 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 (2020년 1월 20일 기준)

매수	84.89%	중립	15.11%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	3,872	4,458	4,956	5,588	6,194
현금및현금성자산	529	641	1,004	1,456	1,965
매출채권및기타채권	2,083	2,076	2,244	2,363	2,428
재고자산	661	912	986	1,038	1,067
비유동자산	4,314	4,230	5,529	5,656	5,777
장기금융자산	265	222	499	499	499
유형자산	3,356	3,247	4,071	4,125	4,175
무형자산	72	127	127	117	109
자산총계	8,186	8,688	10,485	11,243	11,972
유동부채	2,539	2,885	3,551	3,647	3,700
단기금융부채	900	1,198	1,727	1,727	1,727
매입채무 및 기타채무	1,311	1,408	1,522	1,603	1,647
단기충당부채	44	52	57	60	61
비유동부채	1,657	1,543	2,225	2,233	2,237
장기금융부채	708	659	1,323	1,323	1,323
장기매입채무 및 기타채무	605	533	533	533	533
장기충당부채	131	133	150	157	161
부채총계	4,196	4,428	5,776	5,880	5,937
자본주주지분	3,989	4,260	4,709	5,363	6,034
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	4,506	5,099	5,709
비자본주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	3,990	4,260	4,709	5,363	6,034
부채와자본총계	8,186	8,688	10,485	11,243	11,972

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	627	529	695	874	924
당기순이익(순실)	680	437	512	593	611
비현금성항목등	231	449	565	554	553
유형자산감가상각비	159	172	186	246	249
무형자산상각비	8	10	17	24	23
기타	21	7	26	25	25
운전자본감소(증가)	-129	-165	-119	-83	-45
매출채권및기타채권의 감소증가)	-78	-164	-74	-119	-65
재고자산감소증가)	27	-97	-71	-52	-28
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-59	238	11	81	44
기타	-20	-143	14	7	4
법인세납부	-155	-192	-264	-189	-195
투자활동현금흐름	-303	-353	-212	-289	-282
금융자산감소(증가)	24	-206	160	0	0
유형자산감소(증가)	-356	-170	-394	-300	-300
무형자산감소(증가)	-5	-15	-15	-15	-15
기타	34	37	37	26	33
재무활동현금흐름	-360	-69	-147	-133	-133
단기금융부채증가(감소)	-382	-13	-135	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	83	-133	-133
현금의 증가(감소)	-66	112	363	452	509
기초현금	595	529	641	1,004	1,456
기말현금	529	641	1,004	1,456	1,965
FCF	402	304	338	537	588

자료 : 현대글로비스, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	16,358	16,866	18,235	19,200	19,727
매출원가	15,226	15,715	16,887	17,815	18,304
매출총이익	1,132	1,151	1,348	1,385	1,423
매출총이익률 (%)	6.9	6.8	7.4	7.2	7.2
판매비와관리비	405	441	475	509	531
영업이익	727	710	873	876	892
영업이익률 (%)	4.4	4.2	4.8	4.6	4.5
비영업손익	162	-84	-95	-94	-86
순금융비용	44	56	59	107	100
외환관련손익	166	-60	-2	-2	-2
관계기업투자등 관련손익	45	40	41	41	41
세전계속사업이익	889	626	778	782	806
세전계속사업이익률 (%)	5.4	3.7	4.3	4.1	4.1
계속사업법인세	209	189	266	189	195
계속사업이익	680	437	512	593	611
증단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	680	437	512	593	611
순이익률 (%)	4.2	2.6	2.8	3.1	3.1
지배주주	681	437	512	593	611
지배주주귀속 순이익률(%)	4.16	2.59	2.81	3.09	3.1
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	625	389	573	654	671
지배주주	625	389	573	654	671
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	894	892	1,076	1,146	1,164

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	6.6	3.1	8.1	5.3	2.7
영업이익	-0.2	-2.3	22.9	0.3	1.9
세전계속사업이익	26.4	-29.6	24.2	0.5	3.0
EBITDA	1.0	-0.2	20.7	6.5	1.5
EPS(계속사업)	34.6	-35.7	17.1	15.7	3.0
수익성 (%)					
ROE	18.2	10.6	11.4	11.8	10.7
ROA	8.4	5.2	5.3	5.5	5.3
EBITDA마진	5.5	5.3	5.9	6.0	5.9
안정성 (%)					
유동비율	152.5	154.5	139.6	153.2	167.4
부채비율	105.2	103.9	122.7	109.7	98.4
순자기자본/자기자본	15.0	12.6	31.6	19.3	8.7
EBITDA/이자비용(배)	14.1	11.8	13.3	8.6	8.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	18,147	11,663	13,660	15,806	16,284
BPS	106,381	113,605	125,584	143,011	160,915
CFPS	22,591	16,511	19,080	23,022	23,533
주당 현금배당금	3,000	3,300	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	9.4	16.1	12.3	8.9	8.6
PER(최저)	7.4	9.1	9.0	8.5	8.2
PBR(최고)	1.6	1.7	1.3	1.0	0.9
PBR(최저)	1.3	0.9	1.0	0.9	0.8
PCR	6.0	7.8	7.5	6.1	6.0
EV/EBITDA(최고)	8.5	9.1	7.7	6.0	5.4
EV/EBITDA(최저)	7.0	5.6	6.2	5.7	5.2

SK COMPANY Analysis



Analyst
유승우

yswbest@sksecurities.co.kr
02-3773-9180

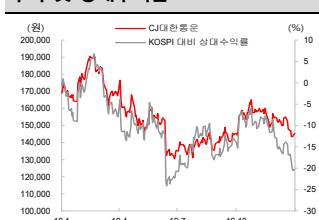
Company Data

자본금	114 십억원
발행주식수	2,281 만주
자사주	466 만주
액면가	5,000 원
시가총액	3,319 십억원
주요주주	
CJ제일제당(외2)	40.17%
자사주	20.41%
외국인자본률	19.70%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(20/01/14)	145,000 원
KOSPI	2238.88 pt
52주 Beta	0.66
52주 최고가	190,500 원
52주 최저가	130,500 원
60일 평균 거래대금	8 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.1%	-8.6%
6개월	7.4%	0.5%
12개월	-13.7%	-19.6%

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

[4Q19 Preview] 자꾸만 거슬리는 쿠팡

동사의 4Q19 매출액은 2조 8,342 억원, 영업이익은 957 억원이 전망됨. CL 마진 개선, 글로벌 성장 견조, 택배 물량 선방으로 실적 우려는 없음. 한편 최근 쿠팡의 성장세가 더욱 가팔라진 분위기인데다가 상장을 위해 쿠팡풀필먼트서비스 개시를 앞당길 가능성이 높아짐. 이는 중장기적 위협 요인. 그러나 동사도 이커머스 화주 확보를 위한 노력을 기울이고 있어 투자의견 매수와 목표주가 210,000 원을 유지함

4Q19 매출액 2조 8,342 억원, 영업이익 957 억원 전망

동사의 4Q19 매출액은 2조 8,342 억원, 영업이익은 957 억원이 전망됨. CL은 전년 대비 유사하나 마진이 소폭 개선된 것으로 추정되며 글로벌은 여전히 높은 매출액 성장을 기록할 것으로 판단됨. 택배는 10월에는 성장률이 다소 저조했지만 11월에 다시 두 자릿수를 회복하며 우려가 없음. 전체적으로 양호한 매출액, 이익 수준으로 전망됨.

자꾸만 거슬리는 쿠팡

최근 가집계된 쿠팡의 월간 결제금액은 2019년 1~11월 누적 15조원이 넘은 것으로 보임. 11월에만 YoY 70% 이상의 성장을 한 것임. 사업재고 유통 모델을 통해 로켓배송의 형태로 자체 물류를 수행하는 쿠팡의 성장세가 가파르다는 것은 동사의 중장기적 성장을 저해하는 이슈임. 더불어 최근 쿠팡은 내부적으로 2021년 상장까지 검토하고 있는 것으로 판단되는데, WeWork의 상장 실패로 적자 유니콘 기업에 대한 보수적 밸류에이션 잣대가 형성된 최근 분위기로 보아, 쿠팡은 투자자 설득을 위해 쿠팡풀필먼트서비스 개시를 앞당길 가능성도 배제할 수 없음. 쿠팡풀필먼트서비스는 쿠팡의 만성적인 적자 구조를 탈피시킬 비즈니스 모델이기 때문임. 그리고 쿠팡풀필먼트서비스 개시는 동사에게 이커머스 화주 확보 저해 요인임.

투자의견 매수, 목표주가 210,000 원 유지

물론 쿠팡 상장이 확정된 것은 아님. 그리고 동사도 이커머스 성장에 대한 대응으로 풀필먼트서비스를 지난 9월 시작했고 최근까지도 이커머스 화주 확보를 위한 노력을 기울이고 있기에 투자의견 매수, 목표주가 210,000 원을 유지함

영업실적 및 투자지표

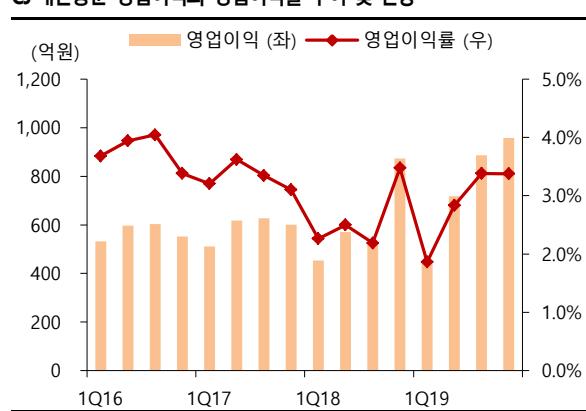
구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	6,082	7,110	9,220	10,424	11,546	12,411
yoY	%	20.3	16.9	29.7	13.1	10.8	7.5
영업이익	십억원	228	236	243	302	314	306
yoY	%	22.4	3.2	3.0	24.3	4.0	-2.3
EBITDA	십억원	373	397	456	658	922	877
세전이익	십억원	91	88	100	94	128	141
순이익(지배주주)	십억원	56	47	53	41	83	94
영업이익률%	%	3.8	3.3	2.6	2.9	2.7	2.5
EBITDA%	%	6.1	5.6	5.0	6.3	8.0	7.1
순이익률%	%	1.1	0.8	0.7	0.5	0.8	0.9
EPS(계속사업)	원	2,446	2,050	2,309	1,810	3,659	4,099
PER	배	73.2	68.3	72.3	85.6	39.8	35.5
PBR	배	1.7	1.4	1.4	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	배	16.6	14.4	15.6	9.5	6.0	5.8
ROE	%	2.4	2.0	2.1	1.5	2.7	2.9
순차입금	십억원	1,638	2,048	2,708	2,105	1,551	1,008
부채비율	%	101.6	127.8	151.3	153.4	168.9	181.7

CJ 대한통운 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
매출액	24,327	25,348	26,218	28,342	26,871	29,212	28,558	30,819	92,197	104,235	115,459
YoY	21.5%	10.9%	8.4%	12.7%	10.5%	15.2%	8.9%	8.7%	29.7%	13.1%	10.8%
CL	6,231	6,480	6,403	6,259	6,387	6,642	6,563	6,415	25,254	25,373	26,007
YoY	1.2%	1.1%	-1.4%	1.0%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	7.0%	4.5%	3.0%
택배	6,128	6,426	6,643	7,384	7,021	7,298	7,440	8,270	23,755	26,581	30,029
YoY	10.1%	9.6%	13.0%	14.5%	14.6%	13.6%	12.0%	12.0%	14.5%	11.9%	13.0%
글로벌	10,220	10,806	11,485	12,283	11,711	13,631	12,866	13,714	36,558	44,794	51,923
YoY	32.2%	25.4%	13.6%	21.6%	14.6%	26.1%	12.0%	11.6%	40.2%	22.5%	15.9%
건설	1,748	1,636	1,687	2,415	1,751	1,641	1,689	2,419	6,630	7,486	7,500
YoY	212.1%	-16.5%	-0.9%	0.3%	0.2%	0.3%	0.1%	0.2%		12.9%	0.2%
매출총이익	2,049	2,349	2,472	2,795	2,339	2,616	2,533	2,691	8,280	9,665	10,179
CL	600	630	650	782	626	671	656	642	2,631	2,662	2,595
택배	387	642	698	738	632	657	707	769	1,866	2,465	2,765
글로벌	886	932	990	1,057	1,011	1,223	1,102	1,184	3,266	3,865	4,520
건설	176	145	134	217	70	66	68	97	517	672	300
매출총이익률	8.4%	9.3%	9.4%	9.9%	8.7%	9.0%	8.9%	8.7%	9.0%	9.3%	8.8%
CL	9.6%	9.7%	10.2%	12.5%	9.8%	10.1%	10.0%	10.0%	10.4%	10.5%	10.0%
택배	6.3%	10.0%	10.5%	10.0%	9.0%	9.0%	9.5%	9.3%	7.9%	9.3%	9.2%
글로벌	8.7%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	9.0%	8.6%	8.6%	8.9%	8.6%	8.7%
건설	10.1%	8.9%	7.9%	9.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	7.8%	9.0%	4.0%
영업이익	453	718	887	957	700	834	791	811	2,427	3,015	3,136
YoY	0.1%	25.7%	67.7%	9.5%	54.4%	16.2%	-10.8%	-15.3%	3.0%	24.3%	4.0%
영업이익률(%)	1.9%	2.8%	3.4%	3.4%	2.6%	2.9%	2.8%	2.6%	2.6%	2.9%	2.7%
세전이익	-134	225	360	484	145	400	357	377	850	935	1,280
세전이익률(%)	-0.6%	0.9%	1.4%	1.7%	0.5%	1.4%	1.3%	1.2%	0.9%	0.9%	1.1%

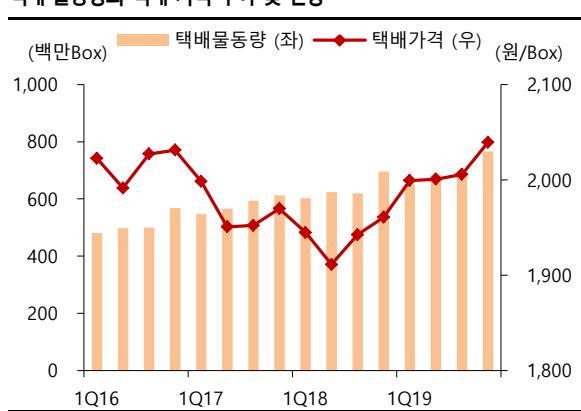
자료: CJ 대한통운, SK 증권

CJ 대한통운 영업이익과 영업이익률 추이 및 전망



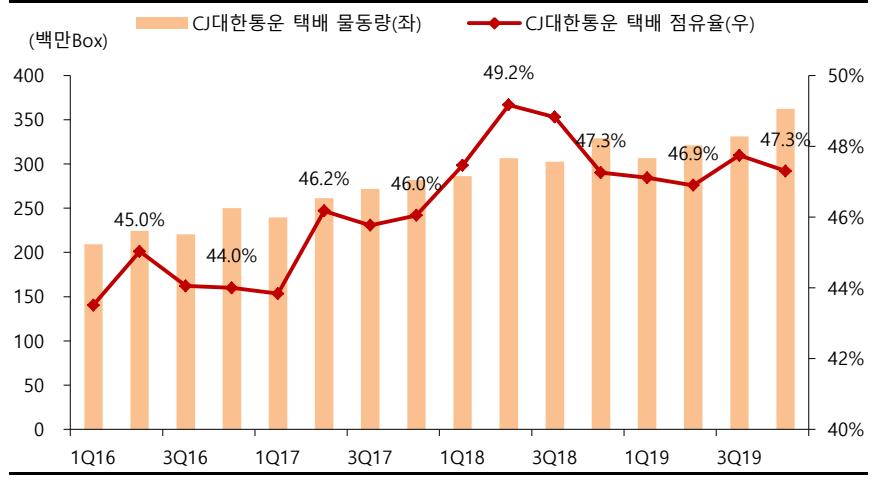
자료: Dart, SK 증권

택배 물동량과 택배 가격 추이 및 전망



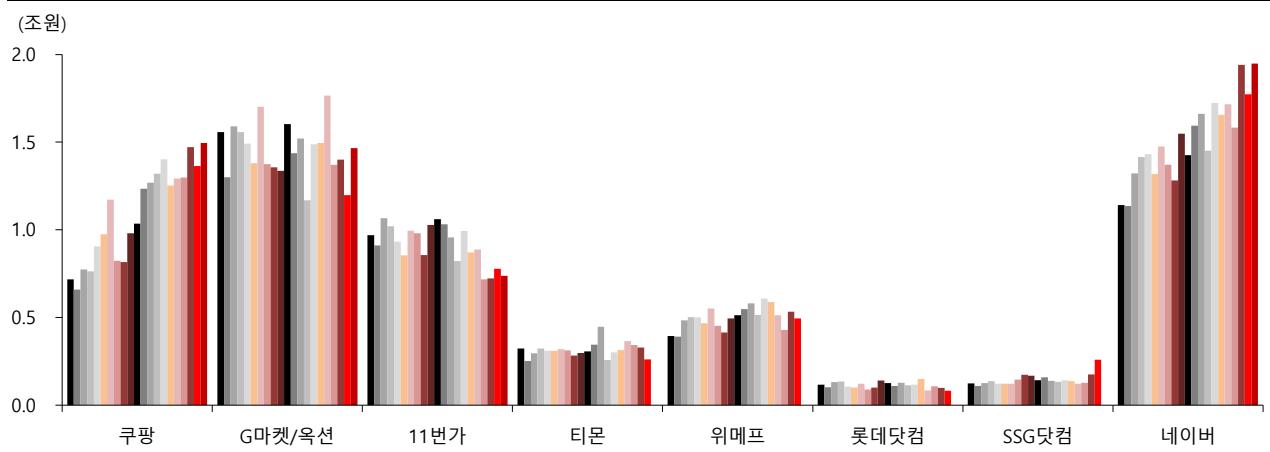
자료: CJ 대한통운, SK 증권

CJ 대한통운 택배 물동량과 택배 점유율 추이 및 전망



자료 CJ 대한통운, SK 증권

2018년 1월부터 2019년 8월까지 쇼핑 플랫폼별 온라인 결제금액 추이(쿠팡, G 마켓/옥션, 11번가, 네이버는 2019년 9월까지임)



자료 산업자료, SK 증권

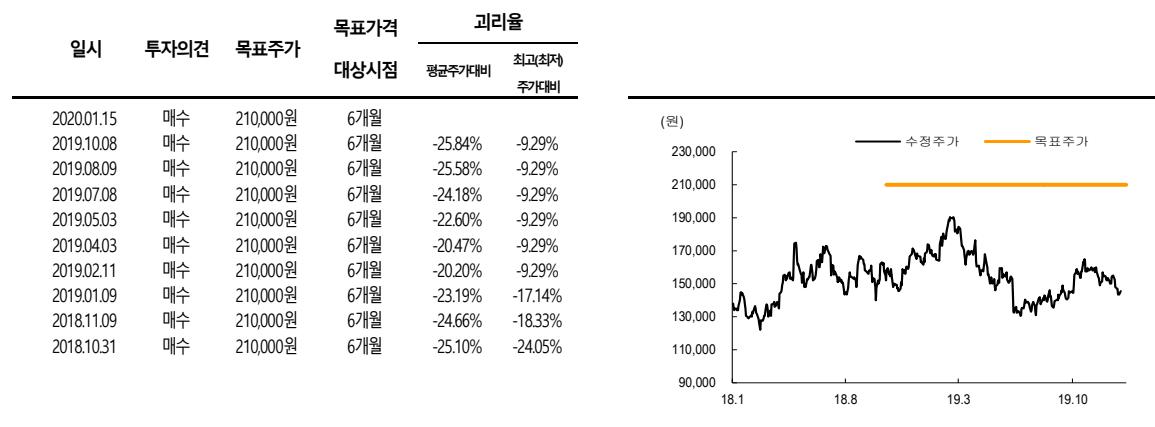
주1: 만 20세 이상 한국인이 신용카드, 체크카드, 계좌이체, 휴대폰 소액결제로 리테일에서 결제한 금액 추정한 것

주2: 법인카드, 법인계좌이체, 기업 간 거래, 현금거래, 상품권 결제 금액 제외

CJ 대한통운 목표 주가 산출

	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
BPS(원)	156,743	158,508	159,780	161,902	163,156
Target BPS(원)	159,233				
Target PBR(배)	1.4				
목표 주가(원)	210,000				
현재 주가(원)	145,000				
상승 여력	45%				

자료 SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(유승우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 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 (2020년 1월 14일 기준)

매수	84.89%	중립	15.11%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,804	2,181	3,476	4,704	5,868
현금및현금성자산	154	163	1,205	2,194	3,174
매출채권및기타채권	1,425	1,717	1,941	2,150	2,311
재고자산	16	21	24	27	29
비유동자산	4,482	5,688	5,585	5,303	5,057
장기금융자산	32	48	46	46	46
유형자산	2,430	3,306	3,209	2,999	2,817
무형자산	1,468	1,777	1,688	1,577	1,476
자산총계	6,286	7,869	9,061	10,007	10,925
유동부채	1,890	2,614	2,635	2,644	2,616
단기금융부채	743	1,296	1,145	993	842
매입채무 및 기타채무	1,020	1,062	1,201	1,330	1,430
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,636	2,124	2,851	3,641	4,431
장기금융부채	1,499	1,625	2,212	2,799	3,386
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	7	8	9	10
부채총계	3,526	4,738	5,486	6,285	7,047
자본주주지분	2,349	2,654	3,056	3,163	3,279
자본금	114	114	114	114	114
자본잉여금	2,248	2,260	2,261	2,261	2,261
기타자본구성요소	-511	-460	-460	-460	-460
자기주식	-509	-457	-457	-457	-457
이익잉여금	551	592	623	707	800
비지배주주지분	411	477	519	559	599
자본총계	2,760	3,131	3,576	3,722	3,878
부채와자본총계	6,286	7,869	9,061	10,007	10,925

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	291	135	1,898	815	785
당기순이익(순실)	54	67	55	97	107
비현금성항목등	320	368	906	825	770
유형자산감가상각비	121	156	318	460	432
무형자산상각비	41	58	38	148	139
기타	60	26	541	210	210
운전자본감소(증가)	-53	-254	966	-76	-58
매출채권및기타채권의 감소증가)	-223	-59	-378	-209	-161
재고자산감소증가)	0	-1	-3	-3	-2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	85	-9	217	129	100
기타	85	-185	1,130	6	5
법인세납부	-30	-45	-28	-31	-34
투자활동현금흐름	-679	-831	-401	-262	-241
금융자산감소(증가)	-2	-1	33	0	0
유형자산감소(증가)	-473	-487	-400	-250	-250
무형자산감소(증가)	-39	-38	-38	-38	-38
기타	-165	-305	3	26	47
재무활동현금흐름	401	692	-456	436	436
단기금융부채증가(감소)	0	0	-200	-151	-151
장기금융부채증가(감소)	456	617	-496	587	587
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-1	-2	0	0	0
기타	-54	77	255	0	0
현금의 증가(감소)	16	9	1,042	989	979
기초현금	139	154	163	1,205	2,194
기말현금	154	163	1,205	2,194	3,174
FCF	-205	-20	68	482	457

자료 : CJ대한통운, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	7,110	9,220	10,424	11,546	12,411
매출원가	6,354	8,392	9,457	10,528	11,297
매출총이익	756	828	967	1,018	1,113
매출총이익률 (%)	10.6	9.0	9.3	8.8	9.0
판매비와관리비	521	585	665	704	807
영업이익	236	243	302	314	306
영업이익률 (%)	3.3	2.6	2.9	2.7	2.5
비영업손익	-147	-143	-208	-186	-165
순금융비용	51	81	-4	-26	-47
외환관련손익	-13	-2	-2	-2	-2
관계기업투자등 관련손익	-6	-14	0	0	0
세전계속사업이익	88	100	94	128	141
세전계속사업이익률 (%)	1.2	1.1	0.9	1.1	1.1
계속사업법인세	34	33	39	31	34
계속사업이익	54	67	55	97	107
순이익률 (%)	0.8	0.7	0.5	0.8	0.9
지배주주	47	53	41	83	94
지배주주귀속 순이익률(%)	0.66	0.57	0.4	0.72	0.75
비지배주주	7	14	14	14	14
총포괄이익	4	70	104	146	156
지배주주	41	47	64	106	116
비지배주주	-37	23	40	40	40
EBITDA	397	456	658	922	877

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	16.9	29.7	13.1	10.8	7.5
영업이익	3.2	3.0	24.3	4.0	-2.3
세전계속사업이익	-2.9	12.9	-5.8	36.1	10.4
EBITDA	6.3	15.0	44.1	40.2	-4.9
EPS(계속사업)	-16.2	12.6	-21.6	102.1	12.0
수익성 (%)					
ROE	2.0	2.1	1.5	2.7	2.9
ROA	0.9	0.9	0.7	1.0	1.0
EBITDA/마진	5.6	5.0	6.3	8.0	7.1
안정성 (%)					
유동비율	95.4	83.4	131.9	177.9	224.3
부채비율	127.8	151.3	153.4	168.9	181.7
순자본/자기자본	74.2	86.5	58.9	41.7	26.0
EBITDA/이자비용(배)	7.2	5.3	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,050	2,309	1,810	3,659	4,099
BPS	102,957	116,344	133,979	138,635	143,731
CFPS	9,123	11,676	17,415	30,332	29,123
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	97.3	75.8	105.2	41.7	37.2
PER(최저)	68.0	52.8	72.1	39.2	35.0
PBR(최고)	1.9	1.5	1.4	1.1	1.1
PBR(최저)	1.4	1.1	1.0	1.0	1.0
PCR	15.4	14.3	8.9	4.8	5.0
EV/EBITDA(최고)	17.9	16.0	10.8	6.2	5.9
EV/EBITDA(최저)	14.4	13.3	8.7	6.0	5.7

SK COMPANY Analysis



Analyst
유승우

yswbest@sksecurities.co.kr
02-3773-9180

Company Data

자본금	480 십억원
발행주식수	9,596 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	2,589 십억원
주요주주	
한진칼(외17)	33.36%
국민연금공단	10.02%
외국인자본률	17.80%
배당수익률	0.90%

Stock Data

주가(20/01/14)	27,150 원
KOSPI	2238.88 pt
52주 Beta	1.13
52주 최고가	37,750 원
52주 최저가	21,800 원
60일 평균 거래대금	13 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-0.2%	-2.8%
6개월	-4.6%	-10.7%
12개월	-17.8%	-23.4%

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

[4Q19 Preview] 경영권 분쟁 + 실적 악화의 이중고

동사의 4Q19 매출액은 3 조, 1,003 억원, 영업손실은 316 억원이 전망됨. 여객은 Yield 가 하락해 실적이 악화됐고 회물은 수요, 가격 모두 악세 지속됨. 일회성 비용 없이 분기 영업손실 기록한 것으로 보임. 게다가 한진칼 주주총회를 앞두고 오너 일가와 투자자간 경영권 분쟁이 지속 중. 미중 무역분쟁, 한일 관계, 홍콩 사태 등 대외 변수도 잔재. 따라서 일전에 하향한 목표주가인 31,000 원으로 투자의견 매수 유지함

4Q19 매출액 3 조 1,003 억원, 영업손실 316 억원 전망

동사의 4Q19 매출액은 3 조, 1,003 억원, 영업손실은 316 억원이 전망됨. 2019년 연간 기준 매출액 12 조 7,431 억원(YoY -2.2%), 영업이익 1,068 억원(YoY -83.3%)을 기록할 것으로 추정됨. 4Q19 국제여객 RPK 가 YoY 5% 정도 상승하지만 원화 Yield 가 6% 가량 하락한 것으로 추정됨. 회물은 수요와 가격이 모두 하락한 것으로 추정됨. 이렇다 할 일회성 비용은 없는 것으로 추정되지만 본업만으로 분기 영업손실을 기록하는 것임. 2019년 연초 긍정적 분위기가 무색할 정도로 업황이 부진한 상황임.

경영권 분쟁은 투자 판단을 흐리게 함

게다가 올해 3월 한진칼 정기 주주총회를 앞두고 오너 일가(조원태, 조현아, 조현민, 이명희) 및 투자자(KCGI, 엘타, 반도그룹, 기타법인)간 경영권 분쟁 이슈가 지속되고 있음. 이들 주주간 명확한 세력 규명이 힘들어 주주총회 방향성을 뚜렷하게 판단하기 상당히 난해한 상황임.

투자의견 매수, 목표주가 31,000 원 유지

2020년에도 여전히 미중 무역분쟁, 한일 관계 악화, 홍콩 사태 등 대외 변수가 해소될 뚜렷한 기닥은 잡히지 않는 가운데 이란 사태로 국제유가 변동성도 확대된 분위기임. 이에 연간 매출액 12 조 7,909 억원(YoY +0.4%), 영업이익 5,085 억원(YoY +376.2%)으로 전망함. 연간 Capex 는 8,000 억원 수준으로 추정됨. 이에 투자의견 매수와 목표주가 31,000 원을 유지함

영업실적 및 투자지표

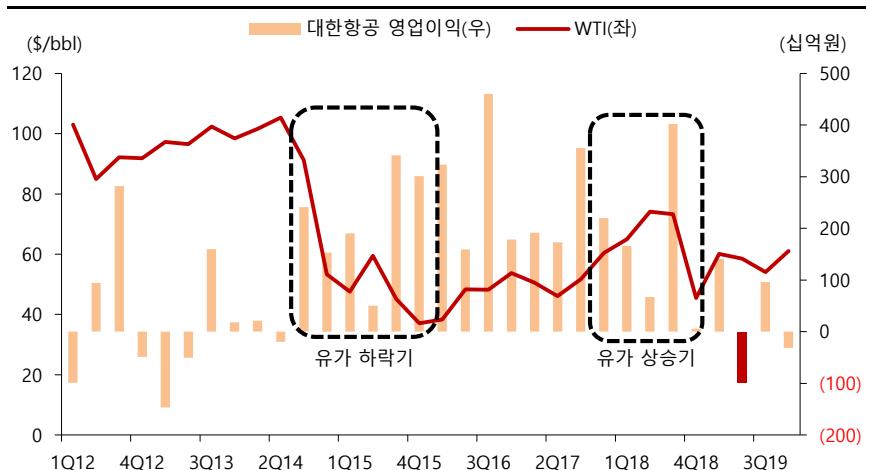
구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	11,732	12,092	13,020	12,743	12,791	13,080
yoY	%	1.6	3.1	7.7	-2.1	0.4	2.3
영업이익	십억원	1,121	940	640	107	687	702
yoY	%	26.9	-16.2	-31.9	-83.3	543.3	23
EBITDA	십억원	2,872	2,633	2,382	2,142	2,955	2,790
세전이익	십억원	-717	1,122	-209	-665	4	64
순이익(지배주주)	십억원	-565	792	-193	-531	-4	41
영업이익률%	%	9.6	7.8	4.9	0.8	5.4	54
EBITDA%	%	24.5	21.8	18.3	16.8	23.1	21.3
순이익률%	%	-4.8	6.6	-1.4	-4.1	0.0	0.4
EPS(계속사업)	원	7,137	8,548	-2,012	-5,532	-46	428
PER	배	N/A	4.0	N/A	N/A	N/A	63.7
PBR	배	1.2	0.9	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	배	5.8	6.4	7.4	9.1	6.1	5.9
ROE	%	-27.2	29.4	-5.9	-18.8	-0.2	1.5
순차입금	십억원	13,307	12,320	12,819	14,850	13,408	11,980
부채비율	%	1,178.1	557.1	743.7	852.2	840.4	821.9

대한항공 실적 추이 및 전망

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
매출액(억원)	31,389	31,210	33,829	31,003	31,475	31,119	33,937	31,378	130,242	127,431	127,909
YoY(%)	1.2%	0.5%	-3.8%	-6.0%	0.3%	-0.3%	0.3%	1.2%	6.8%	-2.2%	0.4%
여객 매출액(억원)	19,057	19,455	21,146	18,452	19,131	19,470	21,209	18,845	77,375	78,109	78,654
YoY(%)	2.9%	5.3%	-0.6%	-3.4%	0.4%	0.1%	0.3%	2.1%	9.8%	0.9%	0.7%
ASK(백만)	24,570	25,287	26,144	25,178	24,601	25,320	26,203	25,235	99,943	101,179	101,360
YoY(%)	0.5%	1.8%	1.6%	1.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	1.8%	1.2%	0.2%
RPK(백만)	19,703	20,871	21,714	20,730	19,903	21,083	21,935	20,943	80,189	83,018	83,864
YoY(%)	1.8%	4.1%	3.2%	4.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	3.0%	3.5%	1.0%
L/F(%)	80.2%	82.5%	83.1%	82.3%	80.9%	83.3%	83.7%	83.0%	80.2%	82.1%	82.7%
YoY(%pt)	1.0%	1.8%	1.3%	3.1%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.9%	2.3%	0.8%
Yield(원)	96.7	93.2	97.4	89.0	96.1	92.3	96.7	90.0	96.5	94.1	93.8
YoY(%)	1.0%	1.2%	-3.7%	-1.1%	-0.6%	-0.9%	-0.7%	1.1%	6.6%	-2.5%	-0.3%
화물 매출액(억원)	6,446	6,300	6,401	7,102	6,373	6,145	6,354	7,029	30,122	26,248	25,901
YoY(%)	-7.6%	-11.6%	-15.1%	-16.2%	-1.1%	-2.5%	-0.7%	-1.0%	7.2%	-12.9%	-1.3%
AFTK(백만)	2,603	2,537	2,575	2,768	2,577	2,512	2,549	2,740	10,823	10,483	10,378
YoY(%)	-0.7%	-4.8%	-5.1%	-2.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.1%	-3.1%	-1.0%
FTK(백만)	1,821	1,781	1,845	2,051	1,785	1,745	1,808	2,010	8,293	7,498	7,348
YoY(%)	-9.4%	-12.0%	-11.3%	-6.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-3.5%	-9.6%	-2.0%
L/F(%)	70.0%	70.2%	71.7%	74.1%	69.3%	69.5%	70.9%	73.4%	76.6%	71.5%	70.8%
YoY(%pt)	-6.7%	-5.7%	-5.0%	-3.2%	-0.7%	-0.7%	-0.7%	-0.7%	-1.9%	-6.6%	-1.0%
Yield(원)	326.0	319.8	317.6	317.7	327.6	323.0	322.4	320.8	363.2	350.1	352.5
YoY(%)	3.2%	-1.4%	-12.5%	-12.0%	0.5%	1.0%	1.5%	1.0%	11.1%	-3.6%	0.7%
영업비용(억원)	29,983	32,196	32,865	31,319	30,011	29,958	32,257	30,598	123,800	126,363	122,824
YoY(%)	2.1%	5.9%	5.5%	-4.8%	0.1%	-7.0%	-1.8%	-2.3%	11.0%	2.1%	-2.8%
연료유류비	7,217	8,137	8,343	7,848	7,115	7,089	7,512	7,678	32,831	31,546	29,394
YoY(%)	-0.6%	2.6%	-4.8%	-11.6%	-1.4%	-12.9%	-10.0%	-2.2%	26.1%	-3.9%	-6.8%
인건비	5,770	6,996	6,223	6,394	5,885	6,305	6,348	6,522	24,368	25,383	25,060
YoY(%)	-4.8%	10.7%	7.1%	3.5%	2.0%	-9.9%	2.0%	2.0%	8.5%	4.2%	-1.3%
감가상각비	5,187	5,160	5,259	5,126	5,238	5,212	5,312	5,178	17,417	20,732	20,940
YoY(%)	21.1%	16.9%	18.2%	20.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	2.9%	19.0%	1.0%
공항관련비	2,914	3,208	3,519	3,178	2,943	3,240	3,554	3,210	11,241	12,819	12,948
YoY(%)	9.2%	17.6%	22.4%	7.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	5.5%	14.0%	1.0%
판매수수료	1,001	1,101	1,082	1,005	1,011	1,112	1,093	1,015	3,234	4,406	4,188
YoY(%)	-6.3%	1.2%	-4.6%	-10.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	6.5%	36.3%	-5.0%
영업이익(억원)	1,406	-986	964	-316	1,464	1,161	1,680	780	6,403	1,068	5,085
YoY(%)	-15.5%	-247.9%	-76.0%	-682.5%	4.1%	-217.8%	74.2%	-346.9%	-38.3%	-83.3%	376.2%
영업이익률	4.5%	-3.2%	2.9%	-1.0%	4.7%	3.7%	5.0%	2.5%	4.9%	0.8%	4.0%

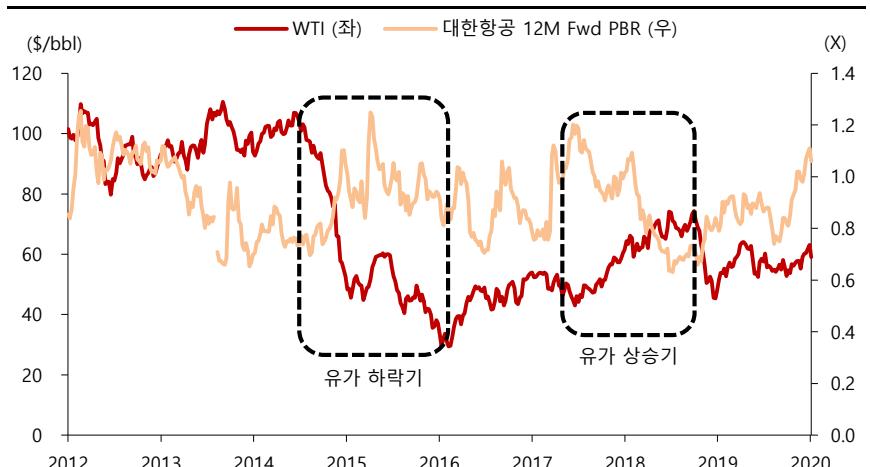
자료: 대한항공, SK 증권

국제유가와 대한항공 영업이익 추이 및 추정치



자료 : DataGuide, SK 증권

국제유가와 대한항공 12M Fwd PBR 추이

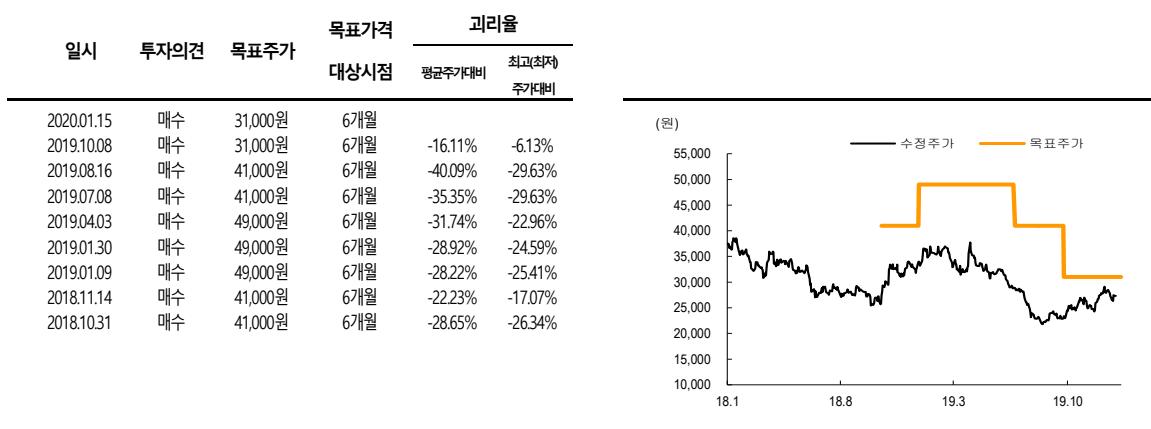


자료 : DataGuide, SK 증권

대한항공 목표 주가 산출

	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
BPS(원)	29,763	30,066	29,133	30,439	30,137
Target BPS(원)	29,944				
Target PBR(배)	1.1				
목표 주가(원)	31,000				
현재 주가(원)	27,150				
상승 여력	15%				

자료 SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(유승우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 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 (2020년 1월 14일 기준)

매수	84.89%	중립	15.11%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	3,582	3,872	3,553	5,002	6,474
현금및현금성자산	761	1,504	684	2,125	3,553
매출채권및기타채권	908	816	768	770	788
재고자산	683	1,030	969	973	995
비유동자산	21,066	21,707	23,641	22,194	20,937
장기금융자산	304	284	448	448	448
유형자산	18,907	19,648	20,680	19,236	17,971
무형자산	364	301	278	256	236
자산총계	24,649	25,580	27,194	27,196	27,412
유동부채	6,638	7,522	7,531	7,542	7,610
단기금융부채	4,143	4,326	4,524	4,524	4,524
매입채무 및 기타채무	320	292	275	276	282
단기충당부채	0	37	35	35	36
비유동부채	14,259	15,026	16,808	16,762	16,828
장기금융부채	9,511	10,264	11,913	11,913	11,913
장기매입채무 및 기타채무	5	4	4	4	4
장기충당부채	138	149	140	138	141
부채총계	20,898	22,548	24,338	24,304	24,438
자본주주지분	3,629	2,909	2,731	2,763	2,841
자본금	480	480	480	480	480
자본잉여금	946	946	792	792	792
기타자본구성요소	72	72	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	577	82	-280	-284	-243
비지배주주지분	122	123	125	129	132
자본총계	3,751	3,032	2,856	2,892	2,973
부채와자본총계	24,649	25,580	27,194	27,196	27,412

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	2,773	2,746	1,914	2,917	2,858
당기순이익(순실)	802	-186	-523	3	49
비현금성항목등	2,018	2,828	2,913	2,952	2,742
유형자산감가상각비	1,648	1,712	2,008	2,244	2,065
무형자산상각비	45	29	28	25	22
기타	578	243	133	-89	-89
운전자본감소(증가)	-41	141	-284	-37	83
매출채권및기타채권의 감소증가)	-19	-112	54	-3	-17
재고자산감소증가)	-116	-191	59	-4	-22
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	5	60	-28	1	6
기타	89	384	-370	-32	117
법인세납부	-5	-37	-191	-1	-16
투자활동현금흐름	-2,007	-611	-1,745	-753	-709
금융자산감소(증가)	-297	348	-522	0	0
유형자산감소(증가)	-1,795	-1,198	-1,351	-800	-800
무형자산감소(증가)	1	1	-2	-2	-2
기타	84	239	130	49	94
재무활동현금흐름	-1,036	-1,408	-1,023	-722	-722
단기금융부채증가(감소)	-4,580	-3,543	-3,077	0	0
장기금융부채증가(감소)	2,744	2,180	1,886	0	0
자본의증가(감소)	453	0	0	0	0
배당금의 지급	-34	-68	-24	0	0
기타	380	24	223	-722	-722
현금의 증가(감소)	-329	743	-820	1,442	1,428
기초현금	1,090	761	1,504	684	2,125
기말현금	761	1,504	684	2,125	3,553
FCF	393	1,569	526	1,949	1,901

자료 : 대한항공, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	12,092	13,020	12,743	12,791	13,080
매출원가	9,991	11,004	11,199	10,661	10,902
매출총이익	2,101	2,017	1,544	2,130	2,178
매출총이익률 (%)	17.4	15.5	12.1	16.7	16.7
판매비와관리비	1,161	1,376	1,437	1,443	1,475
영업이익	940	640	107	687	702
영업이익률 (%)	7.8	4.9	0.8	5.4	5.4
비영업손익	182	-849	-772	-683	-638
순금융비용	427	505	586	673	628
외환관련손익	995	-363	-100	-100	-100
관계기업투자등 관련손익	-15	1	1	1	1
세전계속사업이익	1,122	-209	-665	4	64
세전계속사업이익률 (%)	9.3	-1.6	-5.2	0.0	0.5
계속사업법인세	320	-23	-142	1	16
계속사업이익	802	-186	-523	3	49
순이익률 (%)	6.6	-1.4	-4.1	0.0	0.4
지배주주	792	-193	-531	-4	41
지배주주귀속 순이익률(%)	655	-1.48	-4.17	-0.03	0.31
비지배주주	10	7	8	8	8
총포괄이익	1,106	-418	-491	36	81
지배주주	1,089	-420	-494	33	78
비지배주주	17	2	3	3	3
EBITDA	2,633	2,382	2,142	2,955	2,790

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	3.1	7.7	-2.1	0.4	2.3
영업이익	-162	-31.9	-83.3	543.3	2.3
세전계속사업이익	흑전	적전	적지	흑전	1,463.3
EBITDA	-8.3	-9.5	-10.1	38.0	-5.6
EPS(계속사업)	흑전	적전	적지	적지	흑전
수익성 (%)					
ROE	29.4	-5.9	-18.8	-0.2	1.5
ROA	3.3	-0.7	-2.0	0.0	0.2
EBITDA마진	21.8	18.3	16.8	23.1	21.3
안정성 (%)					
유동비율	54.0	51.5	47.2	66.3	85.1
부채비율	557.1	743.7	852.2	840.4	821.9
순자본금/자기자본	328.4	422.8	520.0	463.7	402.9
EBITDA/이자비용(배)	5.8	4.4	3.3	4.1	3.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	8,548	-2,012	-5,532	-46	428
BPS	37,824	30,313	28,458	28,797	29,611
CFPS	26,833	16,139	15,679	23,595	22,187
주당 현금배당금	250	250	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	4.5	N/A	N/A	N/A	65.0
PER(최저)	2.9	N/A	N/A	N/A	61.4
PBR(최고)	1.0	1.3	1.3	1.0	0.9
PBR(최저)	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9
PCR	1.3	2.1	1.8	1.2	1.2
EV/EBITDA(최고)	6.6	7.6	9.5	6.1	6.0
EV/EBITDA(최저)	5.9	7.1	8.8	6.1	5.9

SK COMPANY Analysis



Analyst
유승우

yswbest@sksecurities.co.kr
02-3773-9180

Company Data

자본금	132 십억원
발행주식수	2,636 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	681 십억원
주요주주	
AK홀딩스(외3)	58.86%
제주특별자치도	7.75%
외국인자본률	6.20%
배당수익률	2.50%

Stock Data

주가(20/01/14)	25,600 원
KOSPI	2238.88 pt
52주 Beta	1.14
52주 최고가	42,300 원
52주 최저가	22,800 원
60일 평균 거래대금	4 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	1.6%	-1.1%
6개월	-9.9%	-15.7%
12개월	-23.5%	-28.8%

제주항공 (089590/KS | 매수(유지) | T.P 30,000 원(유지))

[4Q19 Preview] LCC 구조조정 대장이 되길 바람

동사의 4Q19 매출액은 3,011 억원, 영업손실 377 억원이 전망됨. 일본 노선 가격 급락 세가 이어지며 바닥 수준의 업황을 보여주고 있음. 이 외중에 동사는 이스타항공 인수에 나서며 구조조정의 선봉장으로 대두되고 있음. 주식매매계약이 연기된 점은 난항이 있음을 보여주기도 하지만 새롭게 LCC 가 추가되는 올해 구조조정 과정이 수반된다는 점은 긍정적임. 이에 투자의견 매수와 목표주가 30,000 원을 유지함

4Q19 매출액 3,011 억원, 영업손실 377 억원 전망

동사의 4Q19 매출액은 3,011 억원(YoY -5.2%), 영업손실은 377 억원을 기록할 것으로 추정됨. 국제여객의 Yield 가 YoY -19% 수준으로 급락하며 바닥 수준의 업황을 보여주고 있음. 한일 관계가 악화된 이후 일본 노선을 중심으로 가격 급락이 Yield 하락을 주도한 것으로 파악되고 있음. 한일 관계가 단기간에 개선된다고 판단하는데 정치적 변수가 너무나 많아 동사의 2020년 수익성도 담보할 수 없음. 현재와 같은 상황이라면 연간 484 억원의 영업손실을 전망하는 바임.

LCC 구조조정의 선봉장으로 대두되고 있음

이 외중에 동사는 이스타항공 인수에 나서며 LCC 업계 구조조정의 선봉장으로 대두되고 있음. 아시아나항공 인수전에서 고배를 마신 뒤로 에어부산, 에어서울 등에 대한 동사의 인수 시도가 있을 수 있다는 추측이 있었지만 자본잠식 단계인 이스타항공 인수에 벌벗고 나서며 업계 구조조정 및 초대형 LCC로 거듭나려는 동사의 의지를 확인할 수 있었음. 한편, 당초 2019년 말 주식매매계약을 체결할 것으로 계획되었으나 실사기간 연장 등의 사유로 1월(혹은 2월까지) 중으로 계약이 연기되었다는 점은 구조조정이 빠르게 진행되는데 난관이 많음을 시사하기도 하지만, 새롭게 LCC 3개가 추가되는 올해 구조조정 과정이 동시에 수반되고 있다는 점은 희망을 보여줌.

투자의견 매수, 목표주가 30,000 원 유지

이에 투자의견 매수와 목표주가 30,000 원을 유지함.

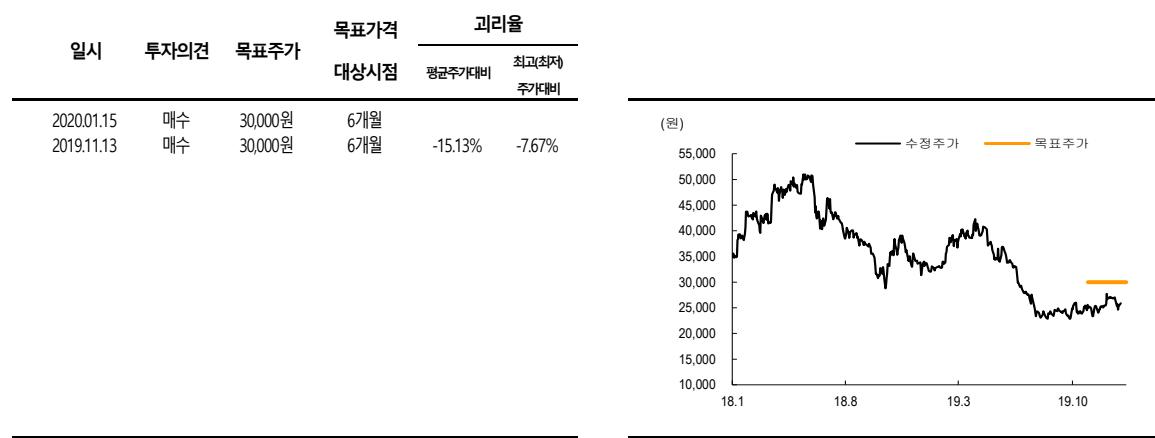
영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	748	996	1,259	1,376	1,498	1,644
yoY	%	23.0	33.3	26.4	9.2	8.9	9.8
영업이익	십억원	58	101	101	-26	-48	-27
yoY	%	13.6	73.5	-0.1	적전	적지	적지
EBITDA	십억원	72	127	137	102	98	82
세전이익	십억원	69	101	93	-60	-46	-24
순이익(지배주주)	십억원	53	78	71	-46	-35	-18
영업이익률%	%	7.8	10.2	8.0	-1.9	-3.2	-1.6
EBITDA%	%	9.7	12.7	10.9	7.5	6.6	5.0
순이익률%	%	7.1	7.8	5.6	-3.3	-2.4	-1.1
EPS(계속사업)	원	2,038	2,954	2,689	-1,726	-1,333	-700
PER	배	12.3	12.0	12.5	N/A	N/A	N/A
PBR	배	2.4	2.8	2.3	2.5	2.7	
EV/EBITDA	배	4.6	5.1	5.0	5.8	5.9	7.4
ROE	%	21.0	25.8	19.9	-13.1	-12.0	-7.1
순차입금	십억원	-326	-292	-209	-117	-104	-65
부채비율	%	120.8	141.5	169.8	322.3	470.5	556.6

제주항공 실적 추이 및 전망

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
매출액(억원)	3,929	3,130	3,688	3,011	3,491	3,488	4,182	3,815	12,594	13,756	14,976
YoY(%)	27.3%	10.5%	5.3%	-5.2%	-11.1%	11.5%	13.4%	26.7%	27.1%	9.2%	8.9%
국내여객(억원)	488	609	618	554	515	643	652	585	2,247	2,269	2,395
YoY(%)	3.3%	-4.5%	3.3%	2.7%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	0.7%	1.0%	5.6%
ASK(백만·인·km)	571	628	656	655	582	640	669	668	2,369	2,509	2,559
YoY(%)	2.3%	4.1%	9.0%	7.9%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	4.4%	5.9%	2.0%
RPK(백만·인·km)	542	585	608	608	559	602	626	626	2,227	2,343	2,413
YoY(%)	3.8%	1.6%	8.4%	7.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	2.6%	5.2%	3.0%
L/F(%)	95.1%	93.2%	92.7%	92.8%	96.0%	94.1%	93.6%	93.7%	94.0%	93.4%	94.3%
YoY(%pt)	1.3%	-2.2%	-0.5%	-0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	-1.6%	-0.6%	0.9%
Yield(원/km)	90.0	104.1	101.7	91.1	92.2	106.7	104.2	93.3	100.9	96.8	99.3
YoY(%)	-0.5%	-6.0%	-4.7%	-4.0%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	-1.9%	-4.0%	2.5%
국제여객(억원)	3,150	2,214	2,711	2,106	2,622	2,433	3,099	2,805	9,435	10,181	10,960
YoY(%)	29.2%	9.7%	2.8%	-10.1%	-16.8%	9.9%	14.3%	33.2%	33.5%	7.9%	7.7%
ASK(백만·인·km)	5,442	5,437	6,157	5,300	6,150	6,144	6,957	5,989	17,765	22,336	25,239
YoY(%)	34.0%	30.8%	30.2%	10.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	31.5%	25.7%	13.0%
RPK(백만·인·km)	4,799	4,369	5,234	4,513	5,327	4,849	5,810	5,009	15,474	18,915	20,995
YoY(%)	30.9%	20.0%	27.6%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	29.9%	22.2%	11.0%
L/F(%)	88.2%	80.4%	85.0%	85.1%	86.6%	78.9%	83.5%	83.6%	87.1%	84.7%	83.2%
YoY(%pt)	-2.0%	-7.3%	-1.7%	0.8%	-1.6%	-1.4%	-1.5%	-1.5%	-1.1%	-2.4%	-1.5%
Yield(원/km)	65.6	50.7	51.8	46.7	49.2	50.2	53.3	56.0	61.0	53.8	52.2
YoY(%)	-1.3%	-8.6%	-19.4%	-19.0%	-25.0%	-1.0%	3.0%	20.0%	2.8%	-11.7%	-3.0%
기타(억원)	291	307	359	351	353	412	430	426	912	1,307	1,622
YoY(%)	66.0%	73.7%	34.4%	19.6%	29.6%	45.0%	19.9%	21.3%	49.7%	43.3%	24.1%
영업비용(억원)	3,359	3,404	3,861	3,388	3,761	3,684	4,237	3,778	11,582	14,012	15,461
YoY(%)	28.1%	25.3%	23.6%	8.6%	12.0%	8.2%	9.7%	11.5%	29.4%	21.0%	10.3%
종업원급여	680	617	701	639	768	698	793	722	2,091	2,638	2,980
YoY(%)	37.5%	23.6%	26.7%	17.5%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	34.2%	26.1%	13.0%
임차료	101	101	113	413	113	113	126	463	1,393	728	815
YoY(%)	-68.9%	-69.7%	-69.1%	11.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	11.7%	-47.8%	12.0%
연료유류비	903	1,002	1,110	930	996	986	1,138	1,019	3,390	3,944	4,139
YoY(%)	26.7%	27.6%	18.8%	-3.0%	10.3%	-1.5%	2.5%	9.6%	55.6%	16.3%	4.9%
정비비	288	293	373	261	322	329	417	292	965	1,215	1,360
YoY(%)	36.5%	63.5%	9.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	10.7%	25.9%	12.0%
공항관련비	584	584	672	616	683	660	773	696	2,009	2,456	2,812
YoY(%)	23.0%	6.6%	49.1%	15.0%	17.0%	13.0%	15.0%	13.0%	15.7%	22.2%	14.5%
영업이익(억원)	570	-274	-174	-377	-271	-196	-55	38	1,012	-256	-484
YoY(%)	22.7%	-336.0%	-146.0%	-800.7%	-147.5%	-28.5%	-68.1%	-110.0%	0.4%	-125.3%	89.4%
영업이익률	14.5%	-8.8%	-4.7%	-12.5%	-7.8%	-5.6%	-1.3%	1.0%	8.0%	-1.9%	-3.2%

자료: 제주항공, SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(유승우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 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 (2020년 1월 14일 기준)

매수	84.89%	중립	15.11%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	450	478	770	939	985
현금및현금성자산	104	223	365	497	536
매출채권및기타채권	45	59	56	70	73
재고자산	9	12	11	14	14
비유동자산	350	553	555	617	648
장기금융자산	9	6	18	18	18
유형자산	171	331	305	277	246
무형자산	19	24	28	26	25
자산총계	800	1,032	1,325	1,556	1,633
유동부채	368	403	474	564	558
단기금융부채	58	26	115	110	85
매입채무 및 기타채무	71	86	82	103	108
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	101	246	537	719	826
장기금융부채	0	101	403	553	656
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	99	140	133	168	175
부채총계	469	649	1,011	1,284	1,384
자본주주지분	331	382	314	273	249
자본금	132	132	132	132	132
자본잉여금	90	90	90	90	90
기타자본구성요소	-5	-2	-2	-2	-2
자기주식	-5	-2	-2	-2	-2
이익잉여금	115	163	100	65	47
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	331	382	314	273	249
부채와자본총계	800	1,032	1,325	1,556	1,633

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	143	120	558	137	75
당기순이익(순실)	78	71	-46	-35	-18
비현금성항목등	61	73	159	133	101
유형자산감가상각비	20	29	120	138	101
무형자산상각비	5	7	8	8	8
기타	12	18	17	-37	-42
운전자본감소(증가)	23	9	457	47	7
매출채권및기타채권의 감소증가)	-16	-12	3	-15	-3
재고자산감소증가)	-1	-2	1	-3	-1
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	26	24	-9	22	4
기타	14	-1	462	43	6
법인세납부	-19	-33	-12	-9	-14
투자활동현금흐름	-222	-4	-222	-112	-72
금융자산감소(증가)	-70	141	-158	0	0
유형자산감소(증가)	-133	-153	-65	-110	-70
무형자산감소(증가)	-6	-7	-7	-7	-7
기타	-13	15	8	4	5
재무활동현금흐름	20	4	-197	108	36
단기금융부채증가(감소)	0	0	-10	-5	-25
장기금융부채증가(감소)	38	20	-141	151	103
자본의증가(감소)	-4	0	0	0	0
배당금의 지급	-13	-16	-17	0	0
기타	0	-1	-29	-37	-42
현금의 증가(감소)	-65	119	142	133	39
기초현금	168	104	223	365	497
기밀현금	104	223	365	497	536
FCF	-1	-10	26	44	22

자료 : 제주항공, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	996	1,259	1,376	1,498	1,644
매출원가	775	1,016	1,240	1,370	1,477
매출총이익	222	244	135	128	166
매출총이익률 (%)	22.2	19.4	9.8	8.5	10.1
판매비와관리비	120	143	161	176	193
영업이익	101	101	-26	-48	-27
영업이익률 (%)	10.2	8.0	-1.9	-3.2	-1.6
비영업손익	0	-8	-35	2	2
순금융비용	-3	-3	25	33	37
외환관련손익	-1	-1	-2	-2	-2
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	101	93	-60	-46	-24
세전계속사업이익률 (%)	10.2	7.4	-44	-31	-1.5
계속사업법인세	23	22	-15	-11	-6
계속사업이익	78	71	-46	-35	-18
증단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	78	71	-46	-35	-18
순이익률 (%)	7.8	5.6	-3.3	-2.4	-1.1
지배주주	78	71	-46	-35	-18
지배주주귀속 순이익률 (%)	7.81	5.63	-3.31	-2.35	-1.12
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	77	65	-51	-41	-24
지배주주	77	65	-51	-41	-24
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	127	137	102	98	82

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	33.3	26.4	9.2	8.9	9.8
영업이익	73.5	-0.1	적전	적지	적지
세전계속사업이익	47.1	-7.8	적전	적지	적지
EBITDA	74.6	8.6	-25.4	4.3	-16.3
EPS(계속사업)	44.9	-9.0	적전	적지	적지
수익성 (%)					
ROE	25.8	19.9	-13.1	-12.0	-7.1
ROA	11.1	7.7	-3.9	-2.4	-1.2
EBITDA마진	12.7	10.9	7.5	6.6	5.0
안정성 (%)					
유동비율	122.2	118.6	162.6	166.4	176.4
부채비율	141.5	169.8	322.3	470.5	556.6
순자기자본비율	-88.1	-54.6	-37.2	-38.2	-26.0
EBITDA/이자비용(배)	279.2	92.1	3.6	2.6	2.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,954	2,689	-1,726	-1,333	-700
BPS	12,574	14,509	11,902	10,352	9,434
CFPS	3,911	4,064	3,133	4,227	3,434
주당 현금배당금	600	650	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	13.5	19.0	N/A	N/A	N/A
PER(최저)	8.2	10.7	N/A	N/A	N/A
PBR(최고)	3.2	3.5	3.6	2.6	2.9
PBR(최저)	1.9	2.0	1.9	2.4	2.6
PCR	9.0	8.3	8.6	6.1	7.5
EV/EBITDA(최고)	6.0	8.3	9.8	6.2	7.8
EV/EBITDA(최저)	2.8	4.0	4.7	5.5	7.0

SK COMPANY Analysis



Analyst
유승우

yswbest@sksecurities.co.kr
02-3773-9180

Company Data

자본금	535 십억원
발행주식수	53,457 만주
자사주	0 만주
액면가	1,000 원
시가총액	2,299 십억원
주요주주	
하림지주(외28)	54.90%
국민연금공단	5.81%
외국인자본률	11.30%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(20/01/14)	4,345 원
KOSPI	2,238.88 pt
52주 Beta	1.10
52주 최고가	5,140 원
52주 최저가	4,030 원
60일 평균 거래대금	5 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-3.4%	-5.9%
6개월	-10.6%	-16.3%
12개월	-6.9%	-13.3%

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

[4Q19 Preview] IMO 효과요?

동사의 4Q19 매출액은 6,625 억원, 영업이익은 562 억원이 전망됨. 3Q19 대비 BDI가 급락해 벌크 매출액이 감소할 것으로 추정됨. 앞으로도 BDI는 비우호적일 것으로 전망되는데, 이는 IMO의 환경규제가 하상일 가능성이 있기 때문임. 이미 규제가 시행 중이지만 BDI는 연일 급락중임. 그러나 동사는 CVC 선대 증가로 분기 250 억원 수준의 안정적 이익 창출이 기대됨. 이에 투자의견 매수와 목표주가 6,000 원을 유지함

4Q19 매출액 6,625 억원, 영업이익 562 억원 전망

동사의 4Q19 매출액은 6,625 억원, 영업이익은 562 억원이 전망됨. 4Q19 평균 BDI는 1,562pts로 3Q19 평균인 2,030pts 대비 468pts 하락함(QoQ -23.1%). 이에 동사의 벌크 매출액은 4,837 억원 수준으로 YoY 7.9%, QoQ 4.6% 감소할 것으로 추정됨. 한편, VLCC 업황은 전분기 대비 호조를 보여 매출액이 크게 상승할 것으로 판단됨(YoY +51.3%). 영업이익은 BDI 하락분을 반영하여 562 억원(QoQ -11.4%)가 전망됨. 여전히 곡물사업에 대한 변동성이 크다는 점은 이익 가시성을 저해함.

IMO 2020 규제에 대한 무리한 낙관은 금물

최근 1월 10일 기준 BDI는 774pts로 급락세를 시현중임. IMO에서 1월 1일부터 선박 연료유에 대한 황 함량 규제가 시행되고 있지만 이러한 효과는 시황에 전혀 반영되지 않는 모습임. 물론 최근 LSFO에 대한 수요가 올라오며 IMO의 환경 규제가 시행되었다는 것을 인지할 수는 있지만 당초 동사가 예상했던 것처럼 전체적인 해운업에 긍정적인 효과를 가져다 주지는 않고 있는 것으로 파악됨. 레트로핏(스크러버 장착)을 마친 선박들이 시장에 돌아오며 선대 공급을 늘려주고 있어 BDI는 빠르게 하락하는 것임. 벌크선의 폐선이 증가하는 모습도 확인되지 않고 있음.

투자의견 매수, 목표주가 6,000 원 유지

그러나 2020년부터는 동사는 CVC 선대 증가로 분기당 영업이익 250 억원 수준은 안정적으로 확보할 것으로 전망됨. 이에 투자의견 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	2,512	2,710	2,853
yoY	%	3.0	24.7	14.2	-5.9	7.9	5.3
영업이익	십억원	168	195	204	215	201	235
yoY	%	-26.8	16.2	4.6	5.5	-6.5	16.9
EBITDA	십억원	337	363	372	398	396	419
세전이익	십억원	99	143	149	154	138	175
순이익(지배주주)	십억원	98	143	152	150	110	138
영업이익률%	%	9.0	8.4	7.6	8.6	7.4	8.2
EBITDA%	%	18.0	15.5	14.0	15.9	14.6	14.7
순이익률%	%	5.2	6.1	5.6	5.8	3.9	4.7
EPS(계속사업)	원	184	268	285	282	205	258
PER	배	21.7	19.7	15.6	16.2	21.0	16.7
PBR	배	0.8	1.2	0.9	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	배	10.1	10.5	8.8	8.2	7.4	6.2
ROE	%	4.0	5.8	6.1	5.3	3.5	3.9
순차입금	십억원	1,256	965	894	817	610	298
부채비율	%	68.8	61.6	54.8	51.8	47.7	43.7

팬오션 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
매출액	5,348	6,323	6,822	6,625	6,189	7,308	6,855	6,744	26,684	25,117	27,096
1. 해운업	5,112	5,294	5,909	6,104	5,885	5,965	5,759	6,036	24,130	22,419	23,644
벌크	4,154	4,295	5,071	4,837	4,595	4,633	4,672	4,594	20,293	18,356	18,493
YoY	-4.6%	-16.2%	-8.9%	-7.9%	10.6%	7.9%	-7.9%	-5.0%	16.5%	-9.5%	0.7%
QoQ	-20.9%	3.4%	18.1%	-4.6%	-5.0%	0.8%	0.8%	-1.7%			
컨테이너	590	609	436	691	708	730	523	829	2,303	2,325	2,790
YoY	23.2%	8.2%	-28.0%	5.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	22.0%	0.9%	20.0%
QoQ	-10.3%	3.1%	-28.4%	58.5%	2.5%	3.1%	-28.4%	58.5%			
탱커선	302	313	360	499	504	509	514	519	1,244	1,475	2,045
YoY	-4.2%	2.8%	22.7%	51.3%	66.6%	62.4%	42.6%	4.1%	-10.4%	18.6%	38.7%
QoQ	-8.3%	3.6%	15.0%	38.4%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%			
해운기타	66	77	42	79	79	93	51	94	290	264	317
YoY	-7.7%	2.8%	-45.5%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	38.3%	-8.8%	20.0%
QoQ	0.1%	18.0%	-45.4%	86.0%	0.1%	18.0%	-45.4%	86.0%			
2. 곡물사업	337	1,207	961	676	421	1,509	1,202	845	3,158	3,181	3,976
YoY	-37.2%	34.9%	-27.7%	70.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	4.5%	0.7%	25.0%
QoQ	-15.2%	258.1%	-20.4%	-29.7%	-37.6%	258.1%	-20.4%	-29.7%			
3. 기타	298	317	328	309	312	333	345	325	1,120	1,253	1,315
YoY	7.8%	20.9%	14.6%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	-1.5%	11.9%	5.0%
QoQ	1.0%	6.7%	3.5%	-5.8%	1.0%	6.7%	3.5%	-5.8%			
(내부거래)	-398	-496	-377	-464	-430	-499	-451	-461	-1,724	-1,735	-1,840
YoY	6.1%	14.0%	-14.5%	-1.9%	7.9%	0.6%	19.6%	-0.7%	0.9%	0.6%	6.1%
QoQ	-15.8%	24.5%	-24.0%	23.3%	-7.4%	16.0%	-9.7%	2.4%			
매출원가	4,717	5,643	6,012	5,874	5,303	6,800	6,317	5,891	23,903	22,247	24,311
용선료	1,116	1,246	1,688	1,550	1,473	1,487	1,502	1,472	6,476	5,600	5,934
연료비	1,263	1,302	1,276	1,297	1,240	1,232	1,216	1,216	5,831	5,138	4,904
영업이익	450	505	634	562	709	300	343	660	2,039	2,151	2,012
BDI(pts)	798	983	2,030	1,562	1,093	1,148	1,205	1,085	1,351	1,343	1,133
WTI(\$/bbl)	54.9	60.1	56.4	61.1	53.0	52.0	50.0	50.0	64.8	58.1	51.3

자료: 팬오션, SK 증권

2019년 3분기 말 기준 CVC 수행 현황 (30 척)

회주명	운영 선박	잔여 계약기간	IMO SOx 규제 대응	비고
Vale	8척	17.3년	스크러버 설치	
발전자회사	7척	9.0년	2척 스크러버, 5척 LSFO	남부 3척, 남동 2척, 중부 1척, 동서 1척
Suzano(ex. Fibria)	8척	17.1년	LSFO	
포스코	4척	9.4년	2척 스크러버, 2척 LSFO	
현대제철	3척	10.7년	LSFO	
합계	30척	13.6년		

자료: 팬오션, SK증권

2019년 3분기 말 기준 도입 예정 선박 (17 척)

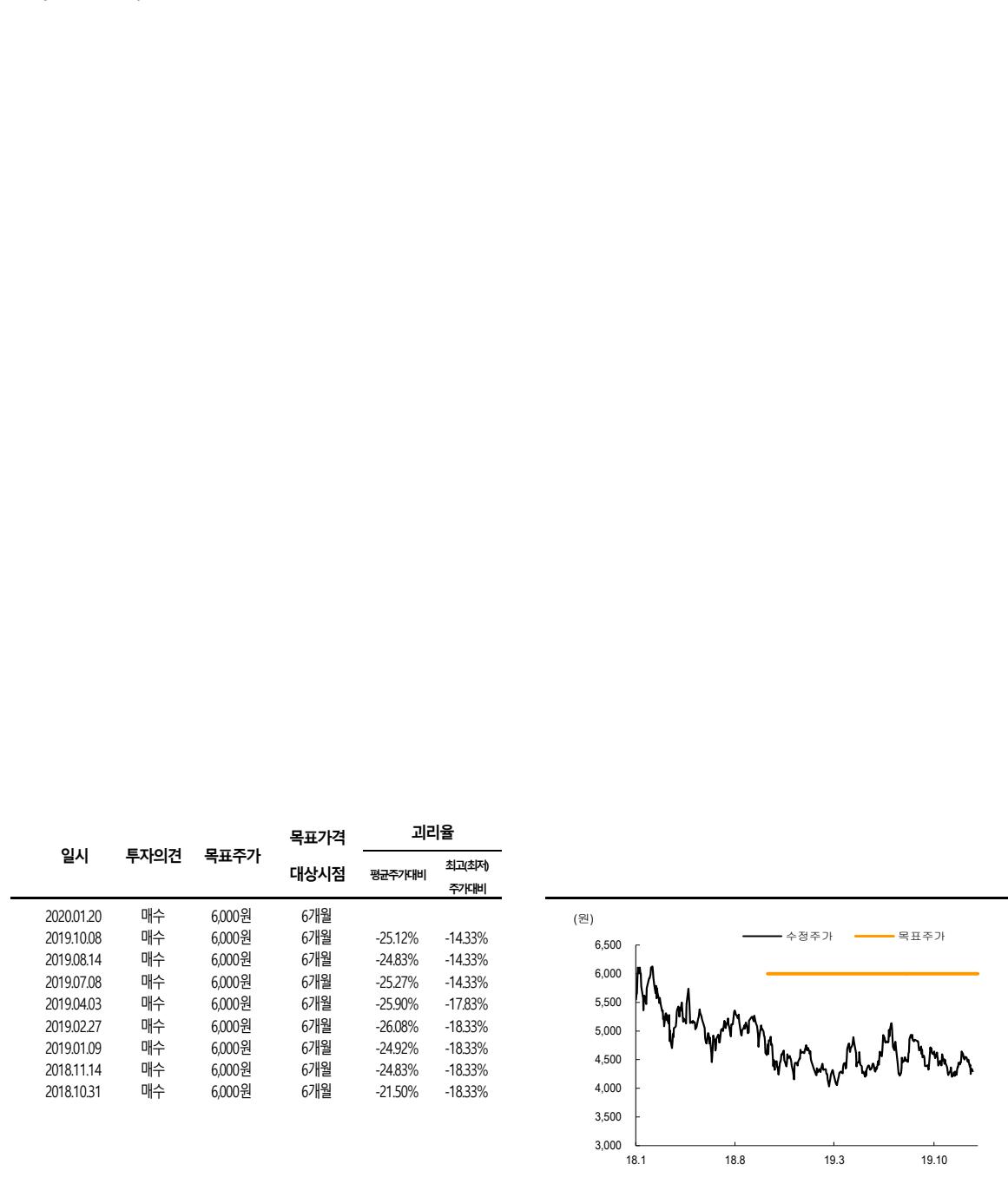
선종	Size	척수	인도 예정 시점	비고
벌크	62,000 DWT	2척	2019.10 & 2020.2	Suzano CVC 15년 (옵션 +10년)
벌크	325,000 DWT	6척	2019.12 ~ 2021.3	Vale CVC 27년
벌크	37,500 DWT	2척	2020.6 & 2020.12	
벌크	63,500 DWT	3척	2020.9 & 2020.10 & 2020.12	
벌크	208,000 DWT	2척	2020.9 & 2020.10	Vale CVC 5년
컨테이너	1,800 TEU	2척	2019.11 & 2020.1	용선 선박 대체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

자료: 팬오션, SK증권

팬오션 목표 주가 산출

	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
BPS(원)	5,646	5,792	5,879	6,097	6,240
Target BPS(원)	5,854				
Target PBR(배)	1.0				
목표 주가(원)	6,000				
현재 주가(원)	4,345				
상승 여력	38%				

자료: SK증권



Compliance Notice

- 작성자(유승우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 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 (2020년 1월 20일 기준)

매수	84.89%	중립	15.11%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	613	692	875	1,119	1,458
현금및현금성자산	208	209	385	592	905
매출채권및기타채권	105	145	147	159	167
재고자산	50	61	62	67	70
비유동자산	3,281	3,427	3,707	3,806	3,832
장기금융자산	19	18	12	12	12
유형자산	3,224	3,363	3,604	3,495	3,313
무형자산	10	9	7	7	6
자산총계	3,894	4,120	4,582	4,925	5,290
유동부채	545	671	750	776	792
단기금융부채	320	384	459	462	462
매입채무 및 기타채무	113	101	103	111	117
단기충당부채	3	3	3	3	3
비유동부채	939	789	814	814	817
장기금융부채	902	746	771	768	768
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	32	33	34	36	39
부채총계	1,485	1,459	1,563	1,589	1,609
자본주주지분	2,389	2,644	3,007	3,329	3,679
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	235	345	483
비지배주주지분	21	17	12	7	2
자본총계	2,410	2,660	3,018	3,335	3,681
부채와자본총계	3,894	4,120	4,582	4,925	5,290

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	313	327	551	349	367
당기순이익(순실)	141	149	145	105	133
비현금성항목등	218	233	435	292	286
유형자산감가상각비	167	167	182	194	183
무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타	1	12	189	6	6
운전자본감소(증가)	-46	-53	-20	-13	-10
매출채권및기타채권의 감소증가)	-15	-22	4	-12	-8
재고자산감소증가)	-8	-8	6	-5	-4
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	11	-4	-29	8	6
기타	-34	-20	-2	-5	-4
법인세납부	-1	-1	-9	-33	-42
투자활동현금흐름	-117	-127	-165	-78	10
금융자산감소(증가)	-14	21	6	0	0
유형자산감소(증가)	-106	-151	-178	-85	0
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0	0
기타	4	5	8	7	10
재무활동현금흐름	-206	-208	-223	-64	-64
단기금융부채증가(감소)	0	0	-12	3	0
장기금융부채증가(감소)	-155	-149	-107	-3	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-51	-59	-105	-64	-64
현금의 증가(감소)	-37	1	176	207	313
기초현금	245	208	209	385	592
기밀현금	208	209	385	592	905
FCF	183	130	165	249	352

자료 : 팬오션, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	2,336	2,668	2,512	2,710	2,853
매출원가	2,072	2,390	2,225	2,431	2,536
매출총이익	264	278	287	278	316
매출총이익률 (%)	11.3	10.4	11.4	10.3	11.1
판매비와관리비	69	74	72	77	81
영업이익	195	204	215	201	235
영업이익률 (%)	8.4	7.6	8.6	7.4	8.2
비영업손익	-52	-55	-61	-63	-60
순금융비용	50	51	55	57	54
외환관련손익	4	-1	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	143	149	154	138	175
세전계속사업이익률 (%)	6.1	5.6	6.1	5.1	6.2
계속사업법인세	2	0	9	33	42
계속사업이익	141	149	145	105	133
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	141	149	145	105	133
순이익률 (%)	6.1	5.6	5.8	3.9	4.7
지배주주	143	152	150	110	138
지배주주귀속 순이익률(%)	6.12	5.71	5.99	4.05	4.84
비지배주주	-2	-4	-5	-5	-5
총포괄이익	-155	250	358	317	345
지배주주	-151	254	363	322	350
비지배주주	-4	-4	-5	-5	-5
EBITDA	363	372	398	396	419

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	24.7	14.2	-5.9	7.9	5.3
영업이익	16.2	4.6	5.5	-6.5	16.9
세전계속사업이익	44.4	4.1	3.5	-10.5	27.1
EBITDA	7.7	2.6	7.0	-0.6	5.8
EPS(계속사업)	45.5	6.5	-1.3	-27.2	25.9
수익성 (%)					
ROE	58	6.1	5.3	3.5	3.9
ROA	3.4	3.7	3.3	2.2	2.6
EBITDA/마진	15.5	14.0	15.9	14.6	14.7
안정성 (%)					
유동비율	112.4	103.2	116.7	144.3	184.1
부채비율	61.6	54.8	51.8	47.7	43.7
순자기자본/자본총액	40.1	33.6	27.1	18.3	8.1
EBITDA/이자비용(배)	7.0	6.8	6.8	6.2	6.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	268	285	282	205	258
BPS	4,469	4,946	5,624	6,227	6,882
CFPS	582	600	624	569	602
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	24.8	21.5	18.3	22.0	17.4
PER(최저)	14.3	14.6	14.3	20.7	16.5
PBR(최고)	1.5	1.2	0.9	0.7	0.7
PBR(최저)	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
PCR	9.1	7.4	7.3	7.6	7.2
EV/EBITDA(최고)	12.5	11.3	9.0	7.6	6.5
EV/EBITDA(최저)	8.4	8.4	7.5	7.3	6.2

SK COMPANY Analysis



Analyst
유승우

yswbest@sksecurities.co.kr
02-3773-9180

Company Data

자본금	122 십억원
발행주식수	2,443 만주
자사주	44 만주
액면가	5,000 원
시가총액	535 십억원
주요주주	
티케이케미칼(외14)	50.20%
국민연금공단	12.58%
외국인자본률	6.20%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(20/01/14)	21,750 원
KOSPI	2238.88 pt
52주 Beta	0.90
52주 최고가	28,450 원
52주 최저가	20,900 원
60일 평균 거래대금	2 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-1.4%	-4.0%
6개월	-20.9%	-26.0%
12개월	-5.4%	-11.9%

대한해운 (005880/KS | 매수(유지) | T.P 30,000 원(유지))

[4Q19 Preview] 장기화물운송계약의 장점이 부각될 때

동사의 4Q19 매출액은 2,853 억원, 영업이익은 412 억원이 전망됨. 3Q19 대비 BDI가 급락해 벌크 매출액이 감소할 것으로 추정됨. 앞으로도 BDI는 비우호적일 것으로 전망되는데, 이는 IMO의 환경규제가 하상일 가능성이 있기 때문임. 이미 규제가 시행 중이지만 BDI는 연일 급락중임. 그러나 동사는 전용선 위주의 안정적 매출 이익 창출을 이어가고 있음. 이에 투자의견 매수와 목표주가 6,000 원을 유지함

4Q19 매출액 2,853 억원, 영업이익 412 억원 전망

동사의 4Q19 매출액은 2,853 억원, 영업이익은 412 억원으로 컨센서스에 부합할 것으로 전망됨. 4Q19 평균 BDI는 1,562pts로 3Q19 평균인 2,030pts 대비 468pts 하락함 (QoQ -23.1%). 1 개 분기 만에 급락 전환한 데 이어 1 월 10 일 기준 BDI는 774pts 까지 하락함. 이에 벌크 매출액이 1,210 억원으로 YoY 35% 하락할 것으로 판단됨. 한편, VLCC 업황은 전분기 대비 호조를 보여 매출액이 상승할 것으로 판단됨(YoY +10.0%).

IMO 2020 규제에 대한 무리한 낙관은 금물

IMO에서 1 월 1 일부터 선박 연료유에 대한 황 함량 규제가 시행되고 있지만 이러한 효과는 시황에 전혀 반영되지 않는 모습임. 물론 최근 LSFO에 대한 수요가 올라오며 IMO의 환경 규제가 시행되었다는 것을 인지할 수는 있지만 당초 시장이 예상했던 것처럼 전체적인 해운업에 긍정적인 효과를 가져다 주지는 않고 있는 것으로 파악됨. 레트로핏(스크리버 장착)을 마친 선박들이 시장에 돌아오며 선대 공급을 늘려주고 있어 BDI는 빠르게 하락하는 것임. 벌크선의 폐선이 증가하는 모습도 확인되지 않고 있음.

투자의견 매수, 목표주가 30,000 원 유지

그러나 동사는 경쟁사 대비 최근 시황 변동성에 대한 노출이 상당히 적은 것으로 판단됨. 벌크선 위주의 전용선 매출 비중이 상당히 높음. 특히 전용선의 영업이익률은 10% 대 후반으로 추정됨. 특히 한국가스공사 전용선 물량의 이익 기여도가 높음. 이에 투자의견 매수와 목표주가 30,000 원을 유지함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	540	1,561	1,335	1,083	1,186	1,233
yoY	%	1.6	188.9	-14.5	-18.9	9.6	3.9
영업이익	십억원	44	101	144	161	175	152
yoY	%	-48.8	128.9	42.5	12.3	8.1	-12.8
EBITDA	십억원	129	208	247	318	351	336
세전이익	십억원	35	116	84	99	150	117
순이익(지배주주)	십억원	30	127	85	98	108	84
영업이익률%	%	8.2	6.5	10.8	14.9	14.7	12.3
EBITDA%	%	23.8	13.3	18.5	29.4	29.6	27.3
순이익률%	%	5.7	7.0	6.5	9.5	9.6	7.2
EPS(계속사업)	원	1,220	5,186	3,488	3,995	4,437	3,435
PER	배	14.1	4.4	6.2	5.8	4.9	6.4
PBR	배	0.7	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	배	13.6	10.7	9.2	8.4	8.2	9.5
ROE	%	5.1	20.0	11.9	11.4	10.9	7.6
순차입금	십억원	1,294	1,625	1,707	2,051	2,231	2,497
부채비율	%	252.1	276.1	268.6	247.9	227.9	224.5

대한해운 실적 추이 및 전망

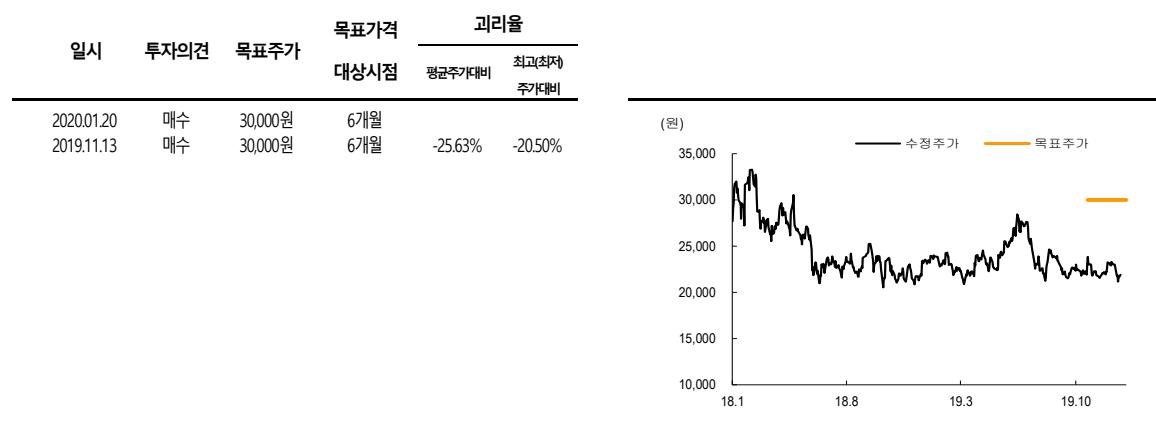
(단위: 억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
매출액	2,620	2,595	2,759	2,853	2,897	2,856	3,013	3,095	13,347	10,826	11,861
YoY	-14.6%	-25.7%	-20.0%	-14.6%	10.6%	10.1%	9.2%	8.5%	-14.5%	-18.9%	9.6%
벌크	1,160	1,105	1,321	1,210	1,333	1,270	1,519	1,392	7,217	4,795	5,515
YoY	-31.4%	-40.5%	-26.9%	-35.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	10.4%	-33.6%	15.0%
LNG선	715	644	592	762	750	676	622	800	2,316	2,713	2,849
YoY	61.9%	16.7%	4.3%	1.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	26.2%	17.1%	5.0%
탱커선	52	44	93	96	103	89	102	100	327	285	394
YoY	-31.6%	-44.5%	10.4%	10.0%	99.0%	101.0%	9.5%	5.0%	7.3%	-12.9%	38.5%
컨테이너선	96	119	128	44	101	124	134	46	402	386	405
YoY	-32.2%	-31.9%	-26.6%	-150.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	-87.8%	-3.9%	5.0%
무역업	235	254	237	222	235	254	237	222	1,140	947	947
YoY	-12.2%	-22.3%	-27.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	17.3%	-17.0%	0.0%
기타 + 제조업	364	430	387	519	375	443	399	535	1,945	1,700	1,751
YoY	-19.3%	-14.5%	-20.5%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	-26.9%	-12.6%	3.0%
영업이익	419	342	441	412	455	409	446	436	1,437	1,615	1,746
YoY	34.2%	-10.2%	22.3%	7.6%	8.6%	19.5%	1.2%	5.6%	42.5%	12.3%	8.1%
OPM	16.0%	13.2%	16.0%	14.5%	15.7%	14.3%	14.8%	14.1%	10.8%	14.9%	14.7%
벌크선	156	89	218	260	277	244	339	299	762	724	1,159
OPM	13.5%	8.1%	16.5%	21.5%	20.8%	19.2%	22.3%	21.5%	10.6%	15.1%	21.0%
LNG선	198	191	116	175	158	112	134	184	426	681	587
OPM	27.7%	29.7%	19.6%	23.0%	21.0%	16.5%	21.5%	23.0%	18.4%	25.1%	20.6%
탱커선	-9	9	15	12	13	12	13	13	29	28	51
OPM	-16.7%	21.3%	16.3%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	8.8%	10.0%	13.0%
컨테이너	69	40	72	6	13	16	17	6	156	187	53
OPM	72.4%	33.6%	56.1%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	38.8%	48.3%	13.0%
무역업	1	2	-1	2	1	1	1	1	6	5	5
OPM	0.6%	0.9%	-0.3%	1.0%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	0.5%
기타+제조업	2	10	21	-44	-8	24	-58	-68	59	-10	-109
OPM	0.7%	2.3%	5.5%	-8.4%	-2.0%	5.5%	-14.5%	-12.7%	3.0%	-0.6%	-6.2%
BDI(pts)	798	983	2,030	1,562	1,093	1,148	1,205	1,085	1,351	1,343	1,133
WTI(\$/bbl)	54.9	60.1	56.4	61.1	53.0	52.0	50.0	50.0	64.8	58.1	51.3

자료: 대한해운, SK 증권

대한해운 목표주가 산출

(단위: 억원)	4Q20E	4Q21E	4Q22E
순이익(지배주주지분)	1,084	839	744
자본총계(지배주주지분)	11,466	12,963	14,364
ROE(지배주주지분)	9.5%	6.5%	5.2%
가중치	0.33	0.33	0.33
적정 ROE(지배주주지분)	7.0%		
영구성장률	1%		
자기자본비용	7.5%		
무위험수익률	1.4%		
리스크프리미엄	6.0%		
베타	1.01		
Target PBR	0.93		
12M Fwd BPS (원)	41,523		
목표 주가 (원)	30,000		
현재 주가 (원)	21,750		
상승 여력	38%		

자료 DataGuide, SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(유승우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간접없이 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 (2020년 1월 20일 기준)

매수	84.89%	중립	15.11%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	315	438	349	374	403
현금및현금성자산	48	77	34	38	57
매출채권및기타채권	146	149	127	138	143
재고자산	48	66	56	61	63
비유동자산	2,272	2,518	3,034	3,387	3,803
장기금융자산	55	17	16	16	16
유형자산	2,076	2,325	2,676	2,730	2,847
무형자산	15	13	12	11	10
자산총계	2,587	2,956	3,383	3,760	4,206
유동부채	578	782	812	929	1,057
단기금융부채	424	553	617	717	837
매입채무 및 기타채무	107	171	146	158	165
단기충당부채	7	8	7	8	8
비유동부채	1,321	1,372	1,599	1,685	1,852
장기금융부채	1,270	1,317	1,548	1,632	1,798
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	29	20	21	25	28
부채총계	1,899	2,154	2,411	2,614	2,909
자본주주지분	662	772	934	1,052	1,145
자본금	122	122	122	122	122
자본잉여금	37	38	38	38	38
기타자본구성요소	6	2	9	9	9
자기주식	0	-5	-5	-5	-5
이익잉여금	267	354	451	559	643
비지배주주지분	26	30	39	95	151
자본총계	688	802	973	1,147	1,296
부채와자본총계	2,587	2,956	3,383	3,760	4,206

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	227	261	385	307	300
당기순이익(순실)	109	87	103	113	89
비현금성항목등	136	108	227	238	247
유형자산감가상각비	104	101	155	176	183
무형자산상각비	3	2	1	1	1
기타	9	25	45	-55	-55
운전자본감소(증가)	-12	71	72	0	0
매출채권및기타채권의 감소증가)	-74	14	28	-11	-5
재고자산감소증가)	-34	-16	8	-5	-2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	118	9	0	12	6
기타	-21	64	37	3	2
법인세납부	-6	-5	-17	-44	-36
투자활동현금흐름	-777	-309	-453	-388	-457
금융자산감소(증가)	2	-10	5	0	0
유형자산감소(증가)	-729	-262	-309	-230	-300
무형자산감소(증가)	-3	0	0	0	0
기타	-48	-37	-149	-158	-157
재무활동현금흐름	523	79	17	86	177
단기금융부채증가(감소)	23	-70	-169	100	120
장기금융부채증가(감소)	19	201	83	85	166
자본의증가(감소)	0	-5	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	481	-47	102	-99	-109
현금의 증가(감소)	-36	29	-44	5	19
기초현금	84	48	77	34	38
기말현금	48	77	34	38	57
FCF	-498	2	-28	78	-1

자료 : 대한해운, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,561	1,335	1,083	1,186	1,233
매출원가	1,370	1,137	872	952	1,019
매출총이익	191	197	211	234	214
매출총이익률 (%)	12.2	14.8	19.5	19.7	17.3
판매비와관리비	90	54	50	59	62
영업이익	101	144	161	175	152
영업이익률 (%)	6.5	10.8	14.9	14.7	12.3
비영업손익	16	-60	-62	-25	-35
순금융비용	63	77	85	94	104
외환관련손익	-25	15	13	13	13
관계기업투자등 관련손익	12	9	-4	1	1
세전계속사업이익	116	84	99	150	117
세전계속사업이익률 (%)	7.5	6.3	9.2	12.6	9.5
계속사업법인세	7	-3	-4	36	28
계속사업이익	109	87	103	113	89
증단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	109	87	103	113	89
순이익률 (%)	7.0	6.5	9.5	9.6	7.2
지배주주	127	85	98	108	84
지배주주귀속 순이익률(%)	8.12	6.38	9.01	9.14	6.81
비지배주주	-18	2	5	5	5
총포괄이익	31	117	163	174	150
지배주주	53	113	107	118	94
비지배주주	-22	3	56	56	56
EBITDA	208	247	318	351	336

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	188.9	-14.5	-18.9	9.6	3.9
영업이익	128.9	42.5	12.3	8.1	-12.8
세전계속사업이익	231.6	-27.8	17.8	51.1	-21.6
EBITDA	61.8	18.7	28.8	10.4	-4.3
EPS(계속사업)	325.1	-32.8	14.5	11.1	-22.6
수익성 (%)					
ROE	20.0	11.9	11.4	10.9	7.6
ROA	4.6	3.1	3.2	3.2	2.2
EBITDA마진	13.3	18.5	29.4	29.6	27.3
안정성 (%)					
유동비율	54.4	56.0	43.0	40.2	38.1
부채비율	276.1	268.6	247.9	227.9	224.5
순자기자본/자본총액	236.3	212.9	210.9	194.5	192.7
EBITDA/이자비용(배)	3.2	3.1	3.6	3.6	3.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	5,186	3,488	3,995	4,437	3,435
BPS	27,104	31,606	38,217	43,055	46,892
CFPS	9,572	7,709	10,400	11,662	10,958
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	7.3	9.6	7.1	5.2	6.7
PER(최저)	3.2	5.9	5.2	4.8	6.2
PBR(최고)	1.4	1.1	0.7	0.5	0.5
PBR(최저)	0.6	0.7	0.6	0.5	0.5
PCR	2.4	2.8	2.2	1.9	2.0
EV/EBITDA(최고)	12.5	10.4	8.8	8.3	9.6
EV/EBITDA(최저)	9.9	9.1	8.2	8.1	9.4

memo
