



## 조선/운송 4Q19 Preview : 소문난 잔치에 먹을 것 없다

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

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



# SK INDUSTRY Analysis



*Analyst*

**유승우**

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



*R.A*

**박한샘**

sam4.park@sk.co.kr  
02-3773-8477

## 조선/운송 4Q19 Preview

### 소문난 잔치에 먹을 것 없다

조선사들은 LNG 캐리어와 LNG-DF VLCC 수주로 이익 개선세를 보여줄 것이며 아직 대형 프로젝트용 LNG 캐리어 발주 물량이 남았음. 그러나 중국이 LNG 대체재인 PNG 수입을 늘리고 있다는 약재가 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 VLCC 를 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 쇠빙 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 섹터 센터를 악화시킬 것으로 판단됨. 이와 같은 대외 변수에서 벗어나 화학 업체들의 다운사이클을 오롯이 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 빼앗긴다는 것을 의미하기에 주의해야 함. 팬오션, 대한해운과 같은 벌크선사들은 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 보유했는지 벌크선사 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 PNG 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 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 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 (2020 년 1 월 20 일 기준)

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

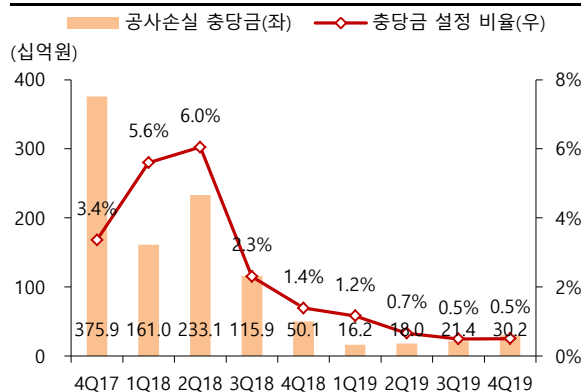
## 1. LNG 캐리어 수주로 버티는 조선 펀더멘털

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 2017 년 4 분기부터 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 2018 년 하반기부터는 공사손실충당금 설정 비율이 눈에 띄게 하락하기 시작했고, 4Q19 에도 충당금을 거의 설정하지 않았다. 심지어 2Q19 에 한국조선해양은 충당금의 환입하기까지 했다. 4Q19 에는 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 Dual-Fuelled VLCC 수주로 잔고를 채워가고 있기에 펀더멘털한 턴어라운드를 시험해가고 있다.

한국조선해양의 공사손실충당금 설정 비율은 하락하고 있음

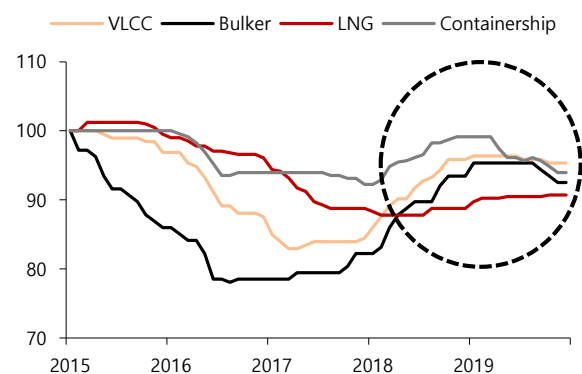


자료: 한국조선해양, SK 증권

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

주2: 4Q17 의 경우 2017 년 전체 조선 신규수주량에 대해 한번에 공손충 설정

그러나 4 대 선종의 신조선가는 LNG 를 제외하면 주춤하는 모습

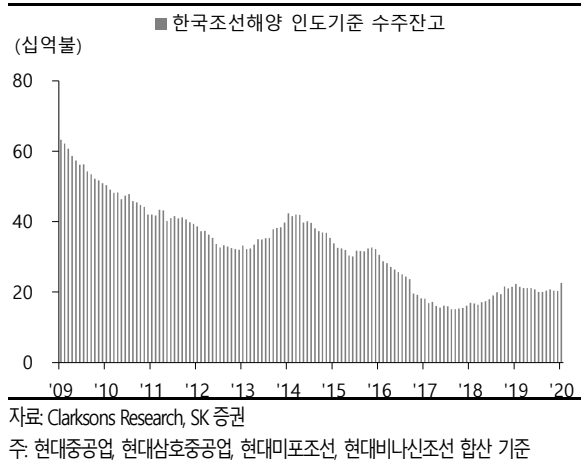


자료: Clarksons Research, SK 증권

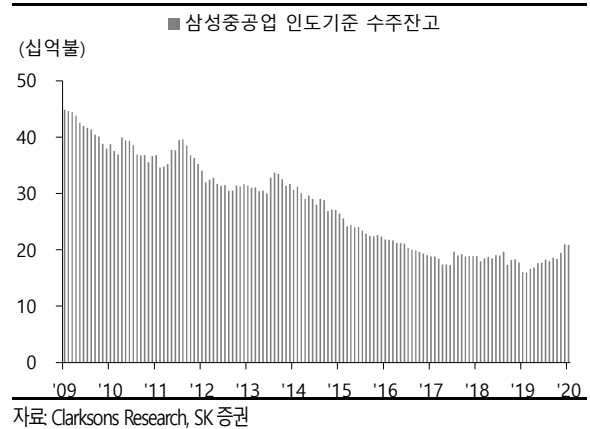
주: 2015 년 1 월이 100 인 월간 지수

그리고 2020 년에도 주력 선종들의 선가 인상 기조는 이어질 것으로 판단한다. 우선 수주잔고가 돌아서고 있다는 것이 가장 큰 이유다. 대우조선해양을 제외하면 잔고는 턱어라운드하고 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.

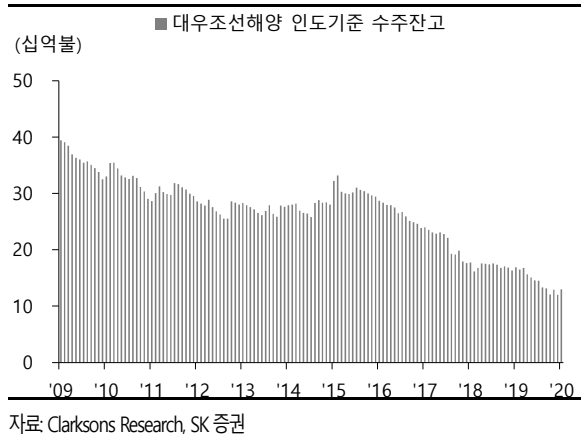
한국조선해양(연결)의 인도기준 수주잔고 추이



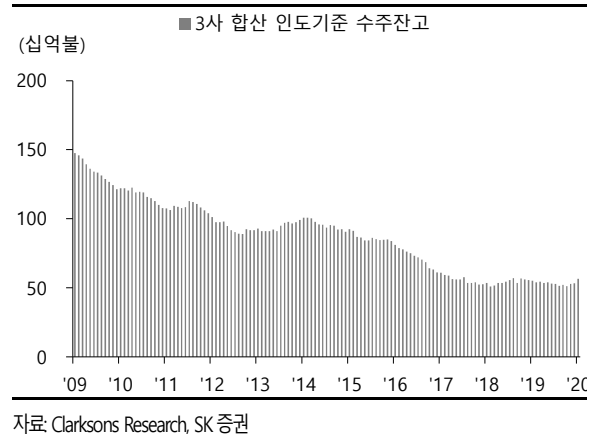
삼성중공업의 인도기준 수주잔고 추이



대우조선해양의 인도기준 수주잔고 추이



대한민국 조선 3사 합산 인도기준 수주잔고 추이



## 2. 발주 물량 아직 남았지만 중국이 PNG 수입 확대 중

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

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

물론 FEED 단계 47 개 프로젝트에서 모두 발주된다고 보고 있지는 않다. 누차 언급한 부분이지만, 중국이 지난 2019 년 12 월부터는 러시아로부터 PNG 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<br>(2018 년 77MTPA → 2023 년 110MTP) | 한국 조선 3사                      |
| 모잠비크 | Anadarko, ExxonMobil | 각 15 척   | 2024 년 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(2024 년 수출 개시)                               | -                             |
| 합계   |                      | 86~91 척  |   |                               |

자료: 삼성중공업 언론자료 취합 SK 증권

### 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

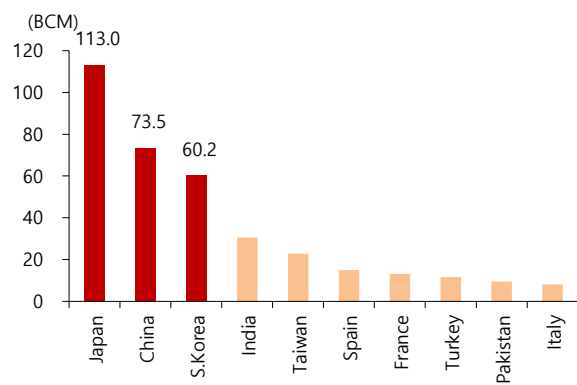
주: ■은 발주 가시권 프로젝트들임



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

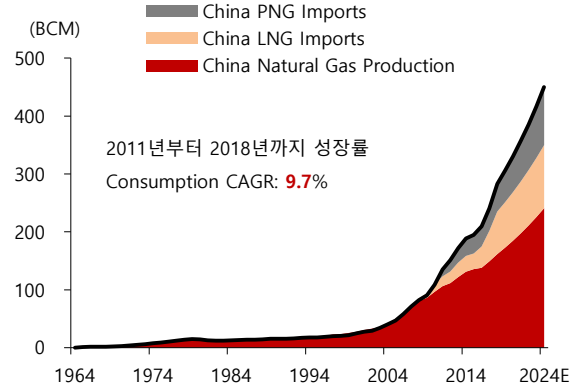
그 와중에 러시아로부터 중국이 지난 12 월 2 일부터 38BCM 짜리 PNG(Power of Siberia I) 수입을 시작했다. 그러나 이것이 full-capacity 로 가동되기까지 약 5 년이 소요된다고 한다. 자체 생산량도 빠르게 늘리고 있는 중국이지만, LNG 수입을 아예 안 하는 것은 수요의 성장을 감안했을 때 한동안 무리가 있을 것으로 보인다. 즉, 현재 2022 년 인도 슬롯을 판매하는 조선사들에게는 아직은 기회가 남아있으며 발주처에서는 조선사 슬롯을 선점하기 위해 발주를 서두를 개연성이 있다.

2018 년 LNG 수입량 상위 10 개국



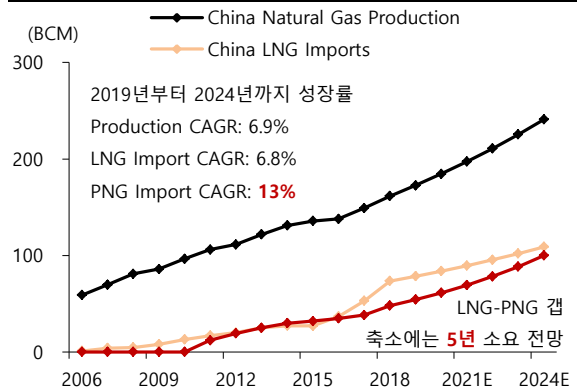
자료: BP, SK 증권

중국의 가스 수급 추이



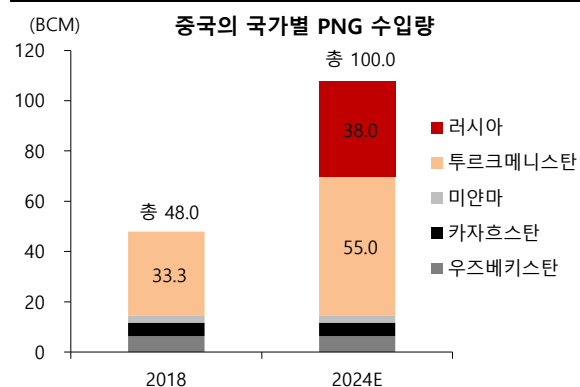
자료: BP, IEA, SK 증권

2024 년까지 중국의 PNG 수입량은 연평균 13%로 성장할 전망



자료: BP, IEA, SK 증권

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



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

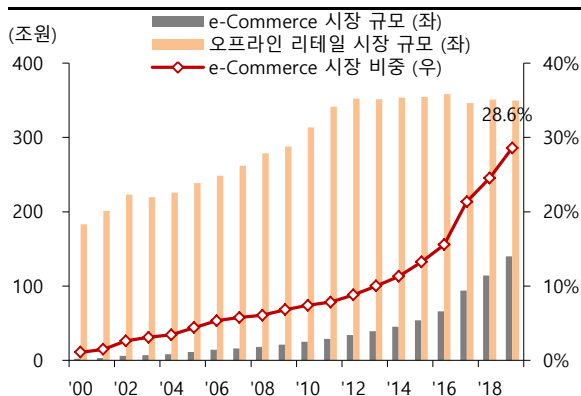
### 3. 착시현상을 주의해야 하는 운송

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 IMO가 2020년 1월 1일부터 시행한다는 선박 연료유의 황 함유량 규제 강화도 벌크선사들 펀더멘털을 개선시킬지도 모른다는 착시 현상이 있을 것이다. 대한항공도 한진칼 그룹이 내년 정기 주주총회에서 KCGI의 항방, 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 114 조원에 달했다. 지난 18년간 연평균 25.2%의 속도로 성장한 것이다. 그리고 정보통신정책연구원은 2022년에 국내 이커머스 시장이 190 조원에 달할 것으로 전망하고 있다. 결국 파생 산업인 택배업도 외형이 커질 것이다.

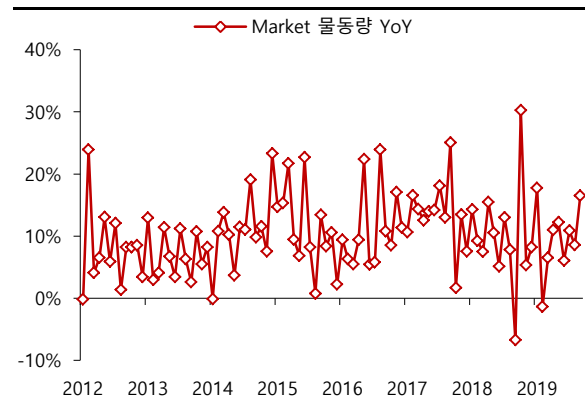
그러나 택배 시장의 성장률은 이를 따라가지 못하고 있다. 시장 택배 물동량은 10% 박스권에 갇혀 있는 형국이다.

국내 이커머스 시장은 전체 리테일 시장에서 28.6%를 차지함



자료: 통계청, 정보통신정책연구원, SK 증권  
주: 2019년은 추정치임

택배 시장 물동량 YoY 추이

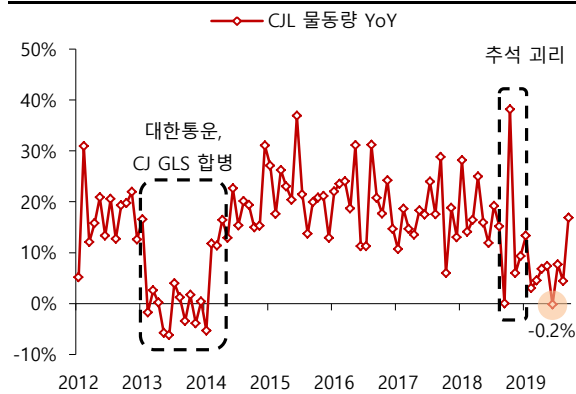


자료: 한국통합물류협회, SK 증권  
주: 한국통합물류협회 가맹사 기준

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

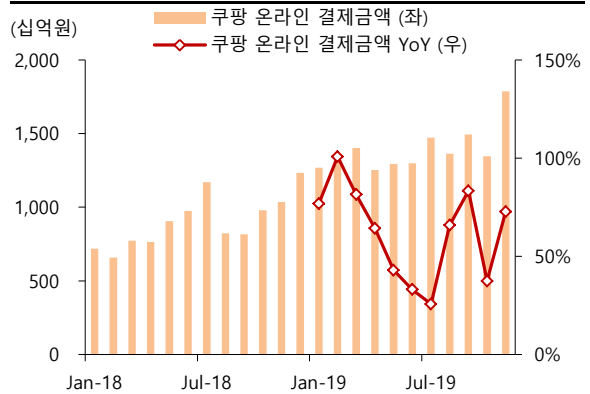
한편, 물류를 내재화한 이커머스인 쿠팡의 온라인 결제금액은 나날이 폭발적인 성장을 이어가고 있다. CJ 대한통운의 고군분투와는 상당히 대조적이다. 2019 년 1 월부터 11 월까지 쿠팡의 누적 온라인 결제금액은 15 조원을 넘어선 것으로 보인다. 적어도 연 매출액이 7 조원을 넘을 것으로 추정된다. 이는 CJ 대한통운 같은 전통 택배사가 시장 파이를 빼앗기고 있다는 것을 보여준다.

CJ 대한통운의 택배 물동량 성장률은 2015 년부터 하향세임



자료: CJ 대한통운, SK 증권

쿠팡의 온라인 결제금액 추이

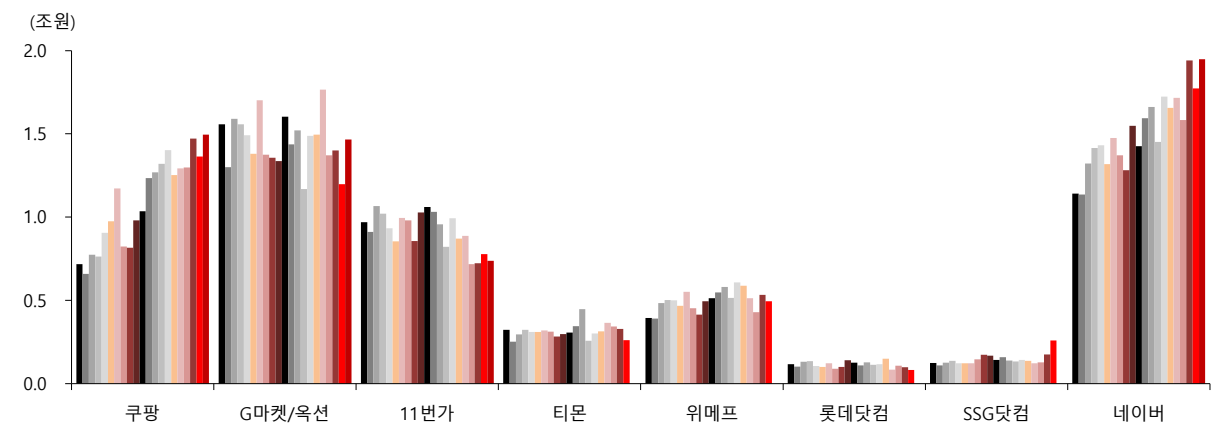


자료: 산업자료, SK 증권

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

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

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



자료: 산업자료, SK 증권

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

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

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

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

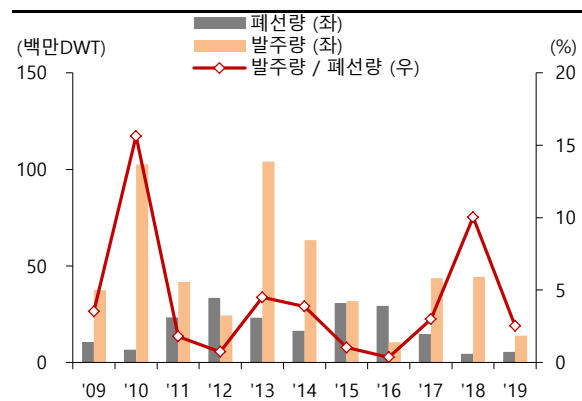
#### IMO 사무총장은 '20 년부터 저유황유 수급 우려 표명

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. (하략)

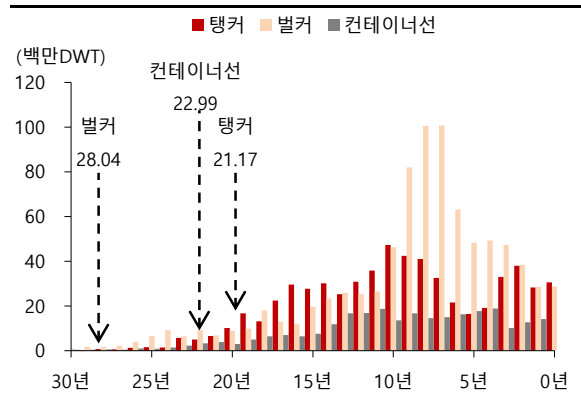
자료: TradeWinds(2019-10-07), SK 증권

#### 벌크의 폐선량, 발주량 추이



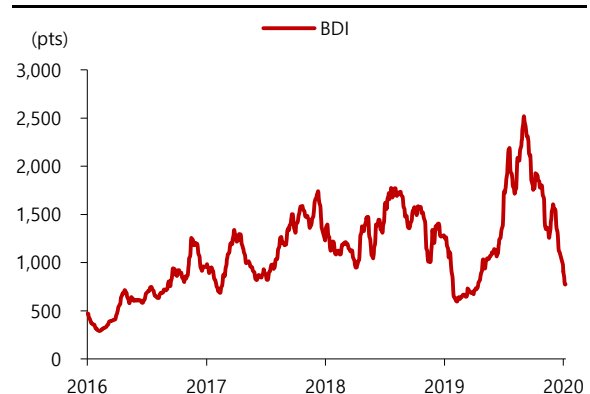
자료: Clarksons Research, SK 증권

#### 탱커, 벌커, 컨테이너선의 선령 분포



자료: Clarksons Research, SK 증권

#### 최근 스크러버 장착 선박들 복귀로 BDI 는 급락중



자료: Clarksons Research, SK 증권

# Company Analysis

# SK COMPANY Analysis



Analyst

유승우

yswbest@sk.com

02-3773-9180

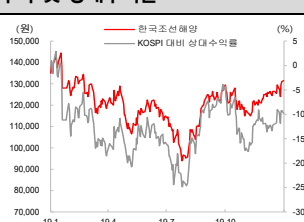
## Company Data

|              |           |
|--------------|-----------|
| 자본금          | 354 십억원   |
| 발행주식수        | 7,077 만주  |
| 자사주          | 6 만주      |
| 액면가          | 5,000 원   |
| 시가총액         | 9,307 십억원 |
| 주요주주         |           |
| 현대중공업지주(외14) | 33.96%    |
| 국민연금공단       | 10.21%    |
| 외국인지분률       | 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 2020 년 수주 가이드는 전년과 유사하게 제시되었는데, 이는 사실상 가이드선 하향임. 2020 년은 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 2020 년 수주 가이드선에 대한 고민

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

## 투자의견 매수, 목표주가 170,000 원 유지

그래도 조선 3 사 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   |

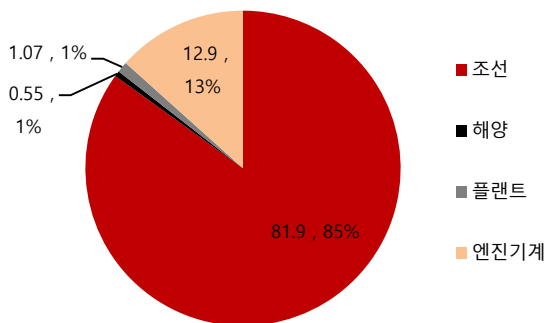
## 연결 기준 실적 추이 및 전망

| (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

(억불)

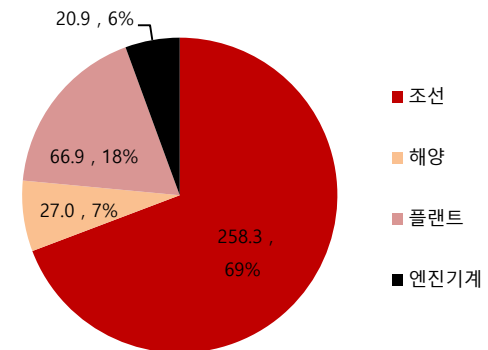


자료: 한국조선해양, SK 증권

주: 현대중공업, 현대삼호중공업, 현대미포조선, 현대비나신조선 연결 기준

## 2019년 11월 말 기준 수주잔고

(억불)

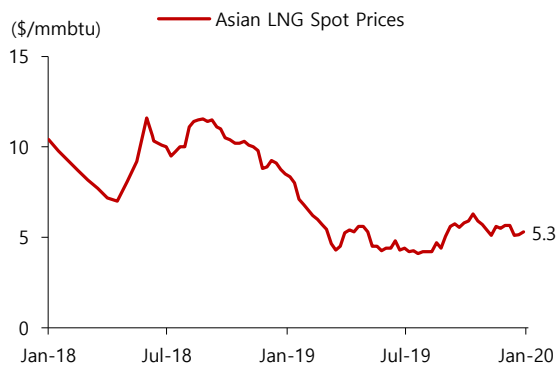


자료: 한국조선해양, SK 증권

주: 현대중공업, 현대삼호중공업, 현대미포조선, 현대비나신조선 연결 기준

## 아시아 LNG 스팟 가격 추이

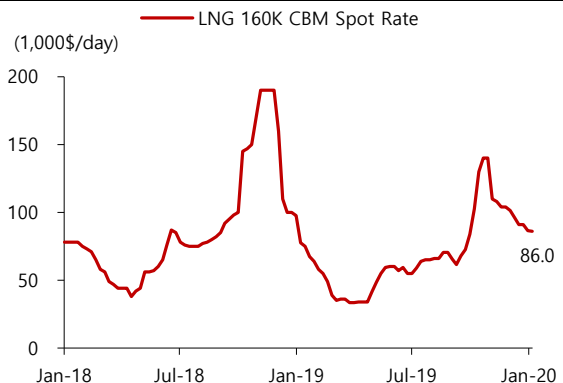
(\$/mmbtu)



자료: Reuters, SK 증권

## 160K CBM LNG 캐리어 스팟 운임

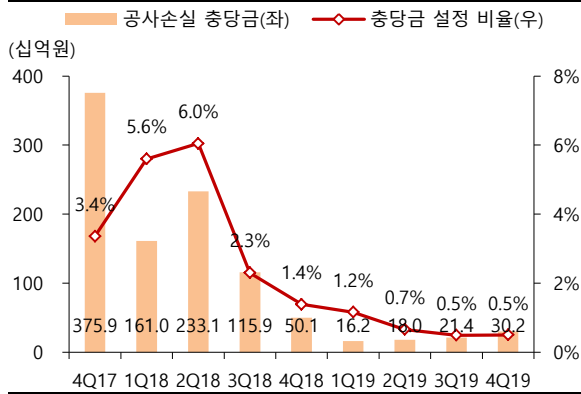
(1,000\$/day)



자료: Clarksons Research, SK 증권



## 한국조선해양 공손충 설정 비율은 하락할 것

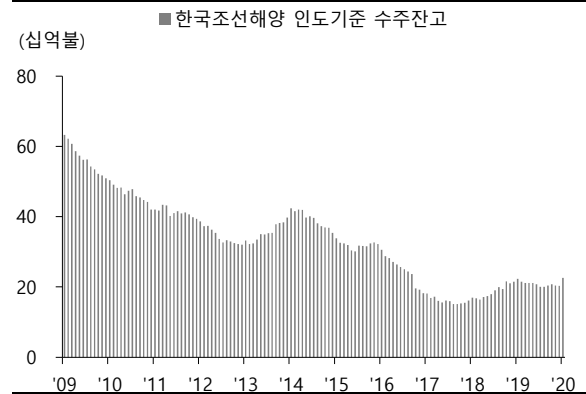


자료: 한국조선해양 SK 증권

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

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

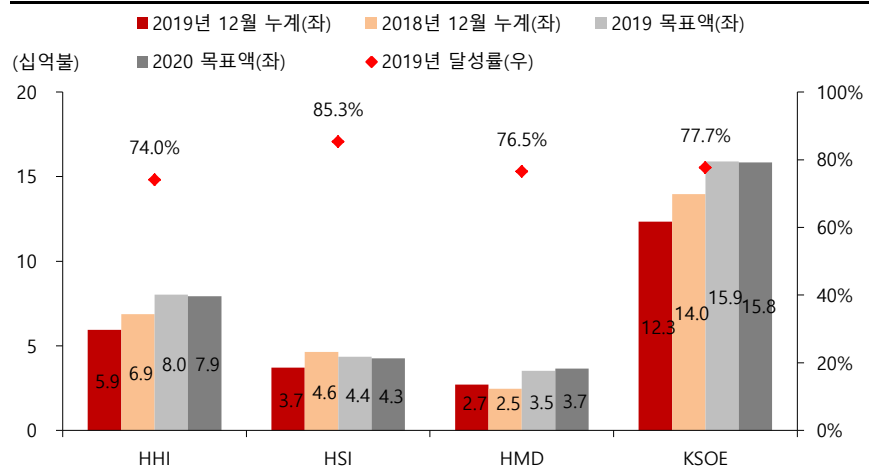
## 한국조선해양 인도기준 조선 수주잔고 추이



자료: Clarksons Research, SK 증권

주: 현대중공업, 현대삼호중공업, 현대미포조선, 현대비나산조선 합산 기준

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



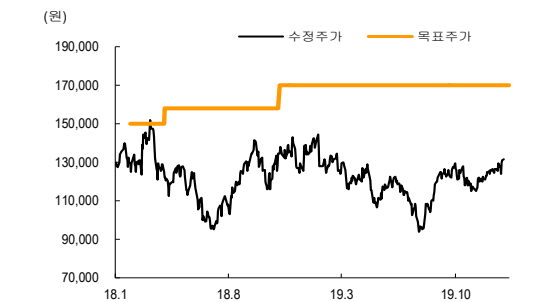
자료: 한국조선해양 SK 증권

## 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: SK 증권

| 일시         | 투자의견 | 목표주가     | 목표가격<br>대상시점 | 과리율     |                |
|------------|------|----------|--------------|---------|----------------|
|            |      |          |              | 평균주가대비  | 최고(최저)<br>주가대비 |
| 2020.01.15 | 매수   | 170,000원 | 6개월          |         |                |
| 2019.10.08 | 매수   | 170,000원 | 6개월          | -28.10% | -15.00%        |
| 2019.07.26 | 매수   | 170,000원 | 6개월          | -28.23% | -15.00%        |
| 2019.07.08 | 매수   | 170,000원 | 6개월          | -26.47% | -15.00%        |
| 2019.05.03 | 매수   | 170,000원 | 6개월          | -25.75% | -15.00%        |
| 2019.04.03 | 매수   | 170,000원 | 6개월          | -23.43% | -15.00%        |
| 2019.01.09 | 매수   | 170,000원 | 6개월          | -22.38% | -15.00%        |
| 2018.11.19 | 매수   | 170,000원 | 6개월          | -21.06% | -15.88%        |
| 2018.07.26 | 매수   | 158,000원 | 6개월          | -25.54% | -10.44%        |
| 2018.07.24 | 매수   | 158,000원 | 6개월          | -28.51% | -18.67%        |
| 2018.05.04 | 매수   | 158,000원 | 6개월          | -28.23% | -18.67%        |
| 2018.04.17 | 매수   | 158,000원 | 6개월          | -24.42% | -22.78%        |
| 2018.02.12 | 중립   | 150,000원 | 6개월          | -10.30% | 1.33%          |



### Compliance Notice

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

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2020 년 1 월 14 일 기준)

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

## 재무상태표

| 12월 결산(십억원)    | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>유동자산</b>    | 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  |
| <b>비유동자산</b>   | 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     |
| <b>자산총계</b>    | 30,409 | 24,730 | 26,346 | 25,483 | 26,051 |
| <b>유동부채</b>    | 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    |
| <b>비유동부채</b>   | 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    |
| <b>부채총계</b>    | 18,037 | 11,619 | 12,969 | 11,924 | 12,257 |
| <b>지배주주지분</b>  | 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  |
| <b>자본총계</b>    | 12,372 | 13,111 | 13,377 | 13,559 | 13,794 |
| <b>부채외자본총계</b> | 30,409 | 24,730 | 26,346 | 25,483 | 26,051 |

## 현금흐름표

| 12월 결산(십억원)         | 2017   | 2018   | 2019E | 2020E  | 2021E |
|---------------------|--------|--------|-------|--------|-------|
| <b>영업활동현금흐름</b>     | 1,087  | -542   | 856   | -903   | 72    |
| 당기순이익(손실)           | 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 감소(증가)   | 1,271  | 240    | -237  | -121   | -184  |
| 재고자산감소(증가)          | 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   |
| <b>투자활동현금흐름</b>     | 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    |
| <b>재무활동현금흐름</b>     | -3,002 | 92     | -360  | -353   | -161  |
| 단기금융부채증가(감소)        | -1,858 | -1,270 | 293   | -200   | -19   |
| 장기금융부채증가(감소)        | 0      | 0      | -508  | -27    | -22   |
| 자본의증가(감소)           | 244    | 1,554  | 0     | 0      | 0     |
| 배당금의 지급             | 0      | 0      | 0     | 0      | 0     |
| 기타                  | -1,388 | -192   | -145  | -126   | -120  |
| <b>현금의 증가(감소)</b>   | -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  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>매출액</b>      | 15,469 | 13,120 | 14,880 | 15,969 | 17,624 |
| <b>매출원가</b>     | 14,435 | 12,763 | 13,993 | 14,809 | 16,276 |
| <b>매출총이익</b>    | 1,034  | 357    | 887    | 1,160  | 1,348  |
| 매출총이익률 (%)      | 6.7    | 2.7    | 6.0    | 7.3    | 7.7    |
| <b>판매비와관리비</b>  | 1,019  | 879    | 716    | 892    | 984    |
| <b>영업이익</b>     | 15     | -523   | 171    | 268    | 364    |
| 영업이익률 (%)       | 0.1    | -4.0   | 1.2    | 1.7    | 2.1    |
| <b>비영업손익</b>    | -42    | -332   | -25    | -49    | -69    |
| 순금융비용           | 33     | 58     | 32     | 28     | 48     |
| 외환관련손익          | -166   | 24     | 36     | 36     | 36     |
| 관계기업투자등 관련손익    | 57     | 41     | 6      | 6      | 6      |
| <b>세전계속사업이익</b> | -27    | -854   | 147    | 220    | 295    |
| 세전계속사업이익률 (%)   | -0.2   | -6.5   | 1.0    | 1.4    | 1.7    |
| <b>계속사업법인세</b>  | 66     | -209   | -128   | 67     | 90     |
| <b>계속사업이익</b>   | -93    | -645   | 275    | 152    | 205    |
| <b>중단사업이익</b>   | 2,787  | 191    | 0      | 0      | 0      |
| <b>*법인세효과</b>   | -2     | -31    | 0      | 0      | 0      |
| <b>당기순이익</b>    | 2,693  | -454   | 275    | 152    | 205    |
| 순이익률 (%)        | 17.4   | -3.5   | 1.9    | 1.0    | 1.2    |
| <b>지배주주</b>     | 2,458  | -489   | 225    | 152    | 205    |
| 지배주주귀속 순이익률(%)  | 15.89  | -3.73  | 1.51   | 0.95   | 1.16   |
| <b>비지배주주</b>    | 235    | 35     | 50     | 0      | 0      |
| <b>총포괄이익</b>    | 2,607  | -552   | 265    | 182    | 235    |
| <b>지배주주</b>     | 2,377  | -582   | 210    | 177    | 230    |
| <b>비지배주주</b>    | 230    | 30     | 55     | 5      | 5      |
| <b>EBITDA</b>   | 597    | -128   | 560    | 632    | 719    |

## 주요투자지표

| 12월 결산(십억원)            | 2017    | 2018    | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>성장성 (%)</b>         |         |         |         |         |         |
| 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    |
| <b>수익성 (%)</b>         |         |         |         |         |         |
| 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     |
| <b>안정성 (%)</b>         |         |         |         |         |         |
| 유동비율                   | 113.1   | 130.9   | 140.3   | 141.3   | 140.7   |
| 부채비율                   | 145.8   | 88.6    | 97.0    | 87.9    | 88.9    |
| 순차입금/자기자본              | 13.4    | -2.5    | -5.0    | 3.4     | 5.0     |
| EBITDA/이자비용(배)         | 6.6     | -0.9    | 4.7     | 5.0     | 6.0     |
| <b>주당지표 (원)</b>        |         |         |         |         |         |
| 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       |
| <b>Valuation지표 (배)</b> |         |         |         |         |         |
| 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    | -56.2   | 14.0    | 17.6    | 15.8    |

# SK COMPANY Analysis



Analyst

유승우

yswbest@sk.co.kr

02-3773-9180

## Company Data

|       |           |
|-------|-----------|
| 자본금   | 3,151 십억원 |
| 발행주식수 | 63,011 만주 |
| 자사주   | 2,596 만주  |
| 액면가   | 5,000 원   |
| 시가총액  | 4,706 십억원 |
| 주요주주  |           |

|          |        |
|----------|--------|
| 삼성전자(외9) | 22.01% |
| 국민연금공단   | 9.11%  |
| 외국인지분률   | 19.10% |
| 배당수익률    | 0.00%  |

## Stock Data

|              |            |
|--------------|------------|
| 주가(20/01/14) | 7,410 원    |
| KOSPI        | 2238.88 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] 2020 년에도 지속되는 비용 부담

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

## 4Q19 매출액 2 조 287 억원, 영업손실 645 억원 전망

동사의 4Q19 매출액은 2 조 287 억원, 영업손실은 645 억원이 전망됨. 4Q19 에는 인도량 증가로 매출액이 상승하는 효과가 발생함. 그러나 동사는 2Q19 에는 Ensco 와의 소송 건으로 1.8 억불의 충당금 설정이 불가피해서 당기순손실이 대폭 증가한 바 있고 3Q19 에는 Ocean Rig 가 발주한 드릴십에 대해 계약을 포기하며 추가적인 충당금을 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.

## 2020 년에도 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 2020 년에도 동사의 해양 물량들의 업황은 그다지 우호적이라고 볼 수 없음.

## 투자의견 중립, 목표주가 8,600 원 유지

조선 3 사 중 2019 년 수주 목표를 가장 많이 달성한 조선사지만, 2020 년 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    |
| 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 |

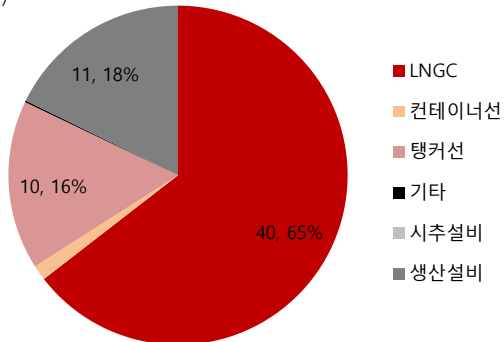
삼성중공업 실적 추이 및 전망

| (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     | 적지     | 적지     | 적지     | 적지     | 적지     | 적지     | 적지     | 적지      | 적지     |
|          | QoQ | 적지     | 적지     | 적지     | 적지     | 적지     | 적지     | 적지     | 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

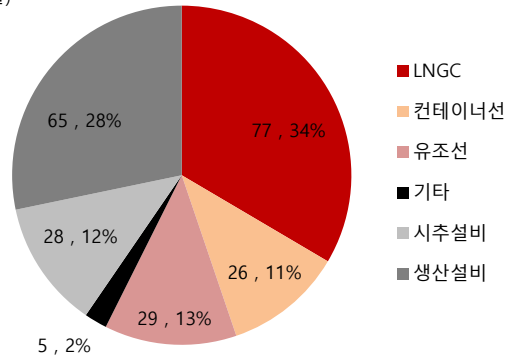
(억불)



자료: 삼성중공업 SK 증권

2019년 12월 말 기준 수주잔고

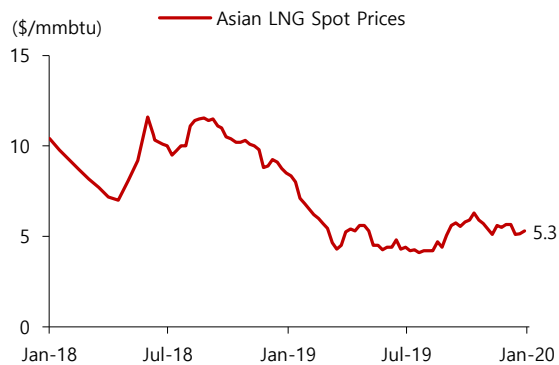
(억불)



자료: 삼성중공업 SK 증권

아시아 LNG 스팟 가격 추이

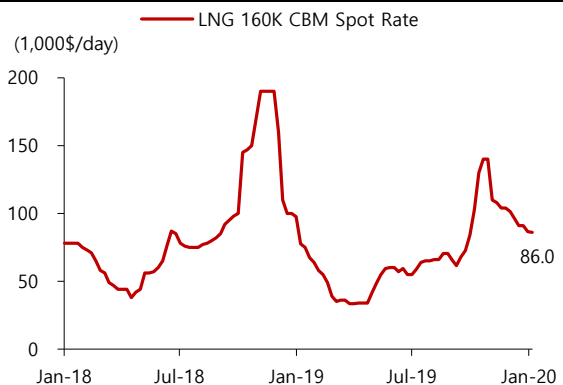
(\$/mmbtu)



자료: Reuters, SK 증권

160K CBM LNG 캐리어 스팟 운임

(1,000\$/day)



자료: Clarksons Research, SK 증권

## 시추설비 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)  |         |                                 |
|            | OCR #10      | 7.1  | 1.8(25)  |         | 69억불                            |
| 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

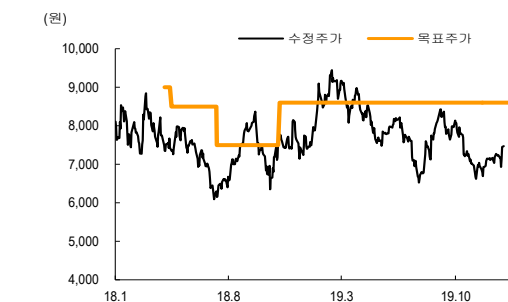
주: 진행률은 2019년 9월 말 기준임

## 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

| 일시         | 투자의견 | 목표주가   | 목표가격<br>대상시점 | 과리율     |                |
|------------|------|--------|--------------|---------|----------------|
|            |      |        |              | 평균주가대비  | 최고(최저)<br>주가대비 |
| 2020.01.15 | 중립   | 8,600원 | 6개월          |         |                |
| 2019.10.08 | 중립   | 8,600원 | 6개월          | -9.10%  | 9.88%          |
| 2019.07.29 | 매수   | 8,600원 | 6개월          | -7.14%  | 9.88%          |
| 2019.07.08 | 중립   | 8,600원 | 6개월          | -5.63%  | 9.88%          |
| 2019.04.29 | 중립   | 8,600원 | 6개월          | -5.02%  | 9.88%          |
| 2019.04.03 | 중립   | 8,600원 | 6개월          | -3.93%  | 9.88%          |
| 2019.01.28 | 중립   | 8,600원 | 6개월          | -4.65%  | 9.88%          |
| 2019.01.09 | 중립   | 8,600원 | 6개월          | -11.47% | -5.23%         |
| 2018.11.19 | 중립   | 8,600원 | 6개월          | -11.65% | -5.23%         |
| 2018.07.26 | 중립   | 7,500원 | 6개월          | -4.71%  | 11.60%         |
| 2018.07.24 | 중립   | 7,500원 | 6개월          | -17.93% | -17.87%        |
| 2018.04.30 | 중립   | 8,500원 | 6개월          | -14.75% | -6.00%         |
| 2018.04.17 | 중립   | 9,000원 | 6개월          | -16.88% | -14.78%        |



### 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 (2020 년 1 월 14 일 기준)

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



## 재무상태표

| 12월 결산(십억원)    | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>유동자산</b>    | 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  |
| <b>비유동자산</b>   | 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     |
| <b>자산총계</b>    | 13,818 | 14,283 | 15,140 | 15,043 | 15,247 |
| <b>유동부채</b>    | 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    |
| <b>비유동부채</b>   | 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    |
| <b>부채총계</b>    | 8,021  | 7,537  | 9,321  | 9,377  | 9,697  |
| <b>지배주주지분</b>  | 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      |
| <b>자본총계</b>    | 5,797  | 6,746  | 5,819  | 5,666  | 5,549  |
| <b>부채외자본총계</b> | 13,818 | 14,283 | 15,140 | 15,043 | 15,247 |

## 현금흐름표

| 12월 결산(십억원)         | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E | 2021E |
|---------------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| <b>영업활동현금흐름</b>     | 665    | 251    | 117    | 92    | 47    |
| 당기순이익(손실)           | -464   | -498   | -999   | -153  | -116  |
| 비현금성항목등             | 231    | 501    | 1,128  | 422   | 431   |
| 유형자산감가상각비           | 280    | 256    | 239    | 349   | 327   |
| 무형자산감가상각비           | 35     | 39     | 20     | 16    | 10    |
| 기타                  | -321   | 116    | 772    | -50   | -10   |
| 운전자본감소(증가)          | 932    | 281    | 170    | -16   | -105  |
| 매출채권및기타채권의 감소(증가)   | 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  |
| <b>투자활동현금흐름</b>     | -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    |
| <b>재무활동현금흐름</b>     | -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  |
| <b>현금의 증가(감소)</b>   | -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 : 삼성중공업 SK증권 추정

## 포괄손익계산서

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

## 주요투자지표

| 12월 결산(십억원)            | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E | 2021E |
|------------------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| <b>성장성 (%)</b>         |        |        |        |       |       |
| 매출액                    | -24.1  | -33.4  | 37.2   | 4.2   | 10.5  |
| 영업이익                   | 적지     | 적지     | 적지     | 적지    | 적지    |
| 세전계속사업이익               | 적지     | 적지     | 적지     | 적지    | 적지    |
| EBITDA                 | 적전     | 적지     | 적지     | 흑전    | 17.0  |
| EPS(계속사업)              | 적지     | 적지     | 적지     | 적지    | 적지    |
| <b>수익성 (%)</b>         |        |        |        |       |       |
| ROE                    | -5.6   | -6.2   | -16.2  | -2.7  | -2.1  |
| ROA                    | -2.2   | -2.8   | -6.9   | -1.0  | -0.8  |
| EBITDA마진               | -2.7   | -2.2   | -2.9   | 3.6   | 3.8   |
| <b>안정성 (%)</b>         |        |        |        |       |       |
| 유동비율                   | 94.9   | 118.2  | 115.7  | 115.2 | 115.7 |
| 부채비율                   | 138.4  | 111.7  | 160.2  | 165.5 | 174.7 |
| 순차입금/자기자본              | 52.9   | 24.6   | 38.5   | 39.7  | 41.5  |
| EBITDA/이자비용(배)         | -4.1   | -0.9   | -2.1   | 1.6   | 1.9   |
| <b>주당지표 (원)</b>        |        |        |        |       |       |
| 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     |
| <b>Valuation지표 (배)</b> |        |        |        |       |       |
| PER(최고)                | N/A    | N/A    | N/A    | N/A   | N/A   |
| PER(최저)                | N/A    | N/A    | N/A    | N/A   | N/A   |
| PBR(최고)                | 0.9    | 0.8    | 1.0    | 0.8   | 0.9   |
| PBR(최저)                | 0.5    | 0.6    | 0.7    | 0.8   | 0.8   |
| PCR                    | -112.8 | -45.3  | -6.1   | 22.2  | 21.3  |
| EV/EBITDA(최고)          | -40.2  | -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@sk.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% |
| 외국인지분률     | 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 투자 의견 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. 2019 년 수주 가이던스를 76.5% 충족시키는데 그쳤지만, 연말 수주로 2020 년, 2021 년 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 2018 년 대비로는 2019 년에 모두 사상 최대치를 경신함. 뿐만 아니라 북미 ECC 에서 생산 가능한 에틸렌 유도품인 PE, PVC, EG, VC, MTBE, Ethylene, EDC 도 대부분 2018 년 대비 2019 년 11 월까지의 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 PE 의 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  |

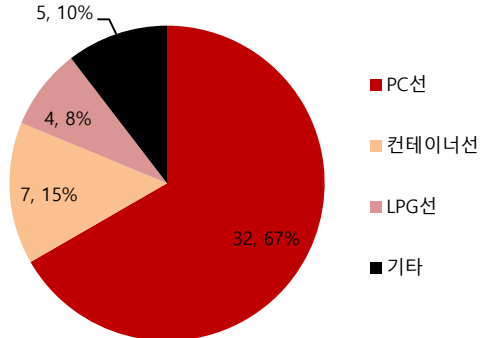
## 현대미포조선 실적 추이 및 전망

| (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

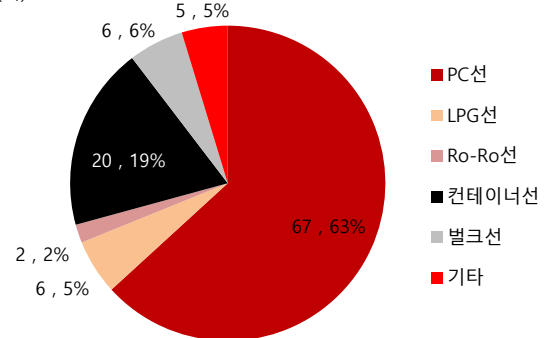
(척)



자료: 현대미포조선 SK 증권

## 2019년 11월 말 기준 수주잔고

(척)

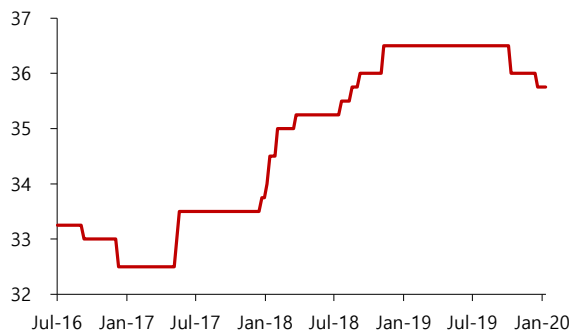


자료: 현대미포조선 SK 증권

## PC 선의 신조선가 추이

47-51K DWT Products Tanker Newbuilding Prices

(백만불)

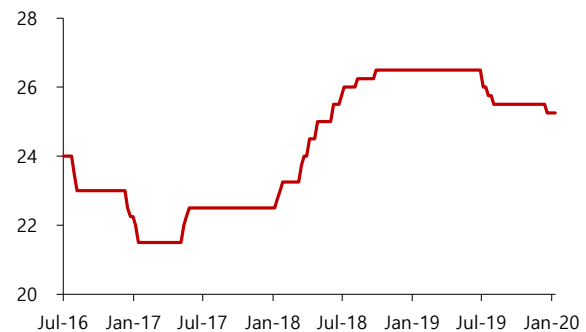


자료: Clarksons Research, SK 증권

## Feeder급 컨테이너선의 신조선가 추이

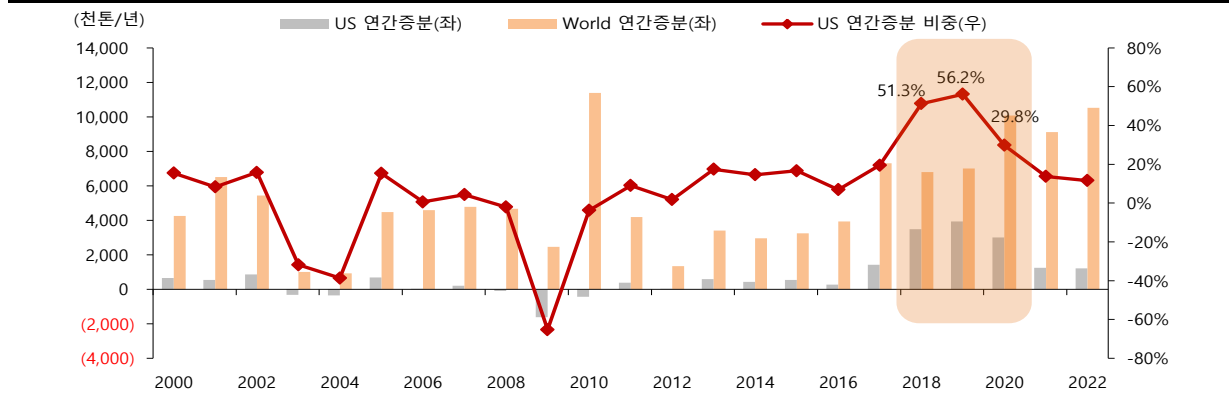
1850-2100 teu Containership Newbuilding Prices

(백만불)



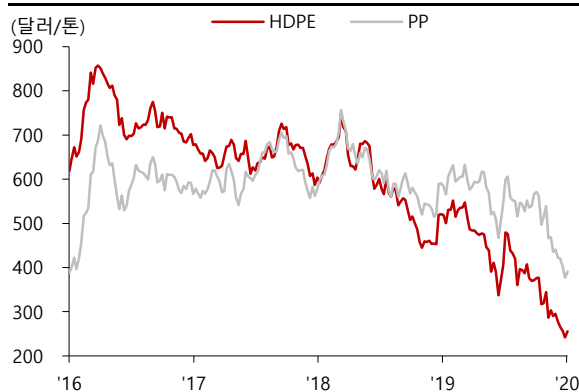
자료: Clarksons Research, SK 증권

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



자료: Industry data, SK 증권

최근 PE 와 PP 스프레드는 사상 최악 수준에 다다르고 있음



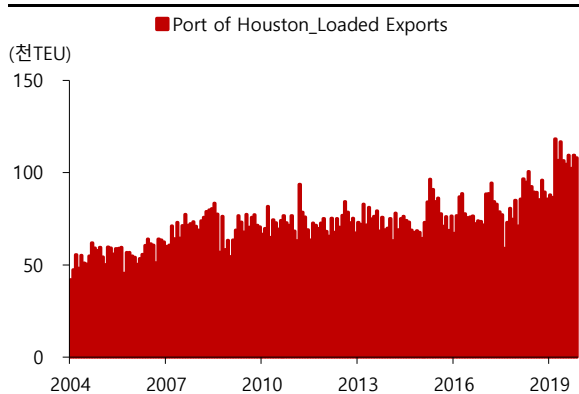
자료: Ciscem, SK 증권

PE 는 포장해서 컨테이너로 운반함



자료: NIER Systems, SK 증권

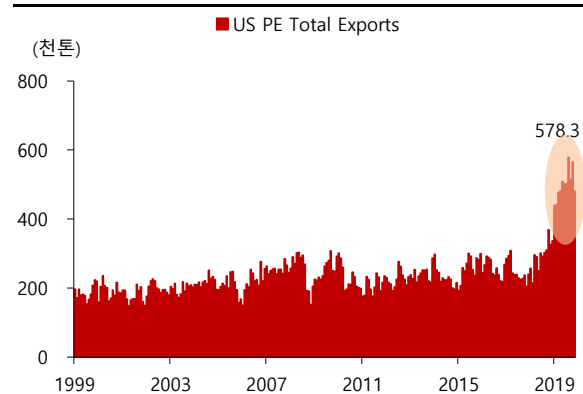
휴스턴항의 컨테이너 수출량 추이



자료: Port of Houston Authority, SK 증권

주: 2019 년 11 월까지임

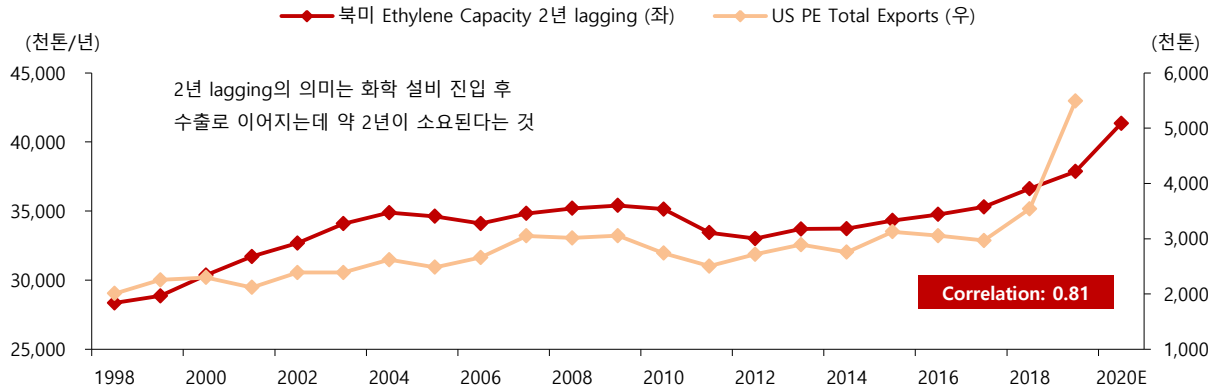
미국 PE 수출량



자료: USITC, SK 증권

주: 2019 년 11 월까지임

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



자료: Industry data, USITC, SK 증권

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

주 2: 2019 년은 11 월까지임

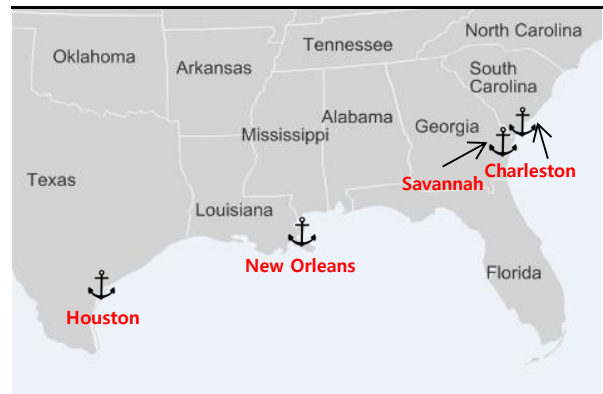
#### Houston 항구는 여타 석유화학제품 수출항구들 대비 대규모임

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

자료: World Port Source, SK 증권

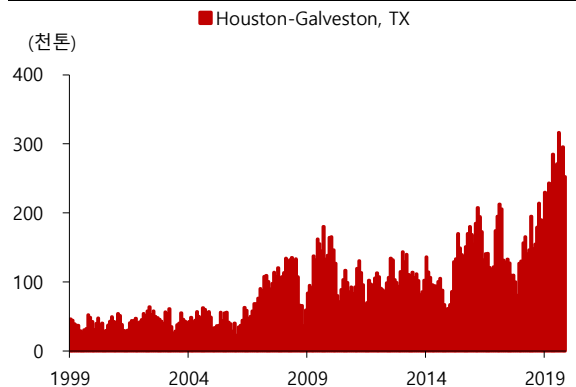
주: Draft depth 는 배가 물 속에 잠기는 깊이를 나타내는 선박용어

#### Houston 의 대체항들은 소형 항구이기에 Feeder 급 컨테이너선 필요



자료: SK 증권

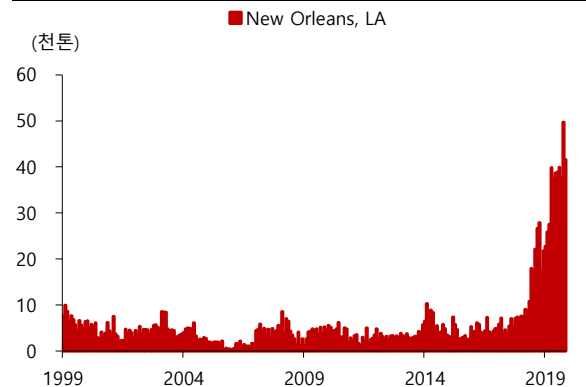
#### Houston 항의 PE 수출량 추이



자료: USITC, SK 증권

주: 2019 년 11 월까지임

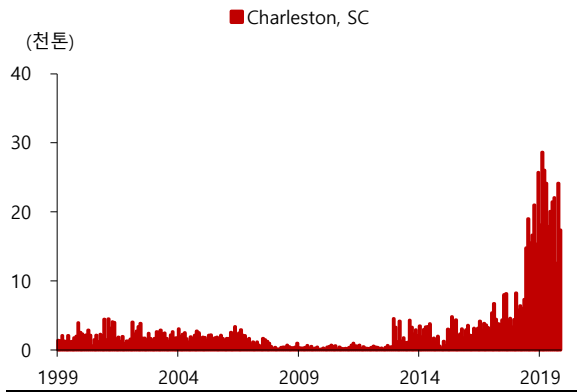
#### New Orleans 항 PE 수출량 추이



자료: USITC, SK 증권

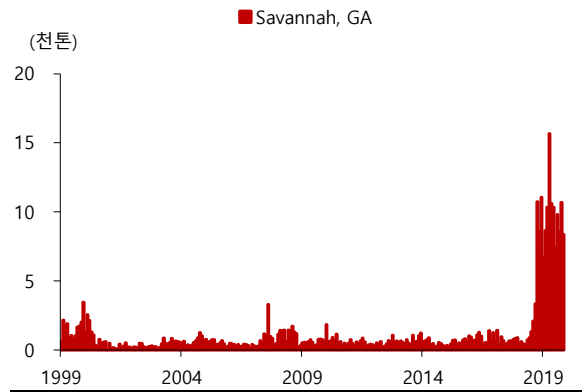
주: 2019 년 11 월까지임

### Charleston 항의 PE 수출량 추이



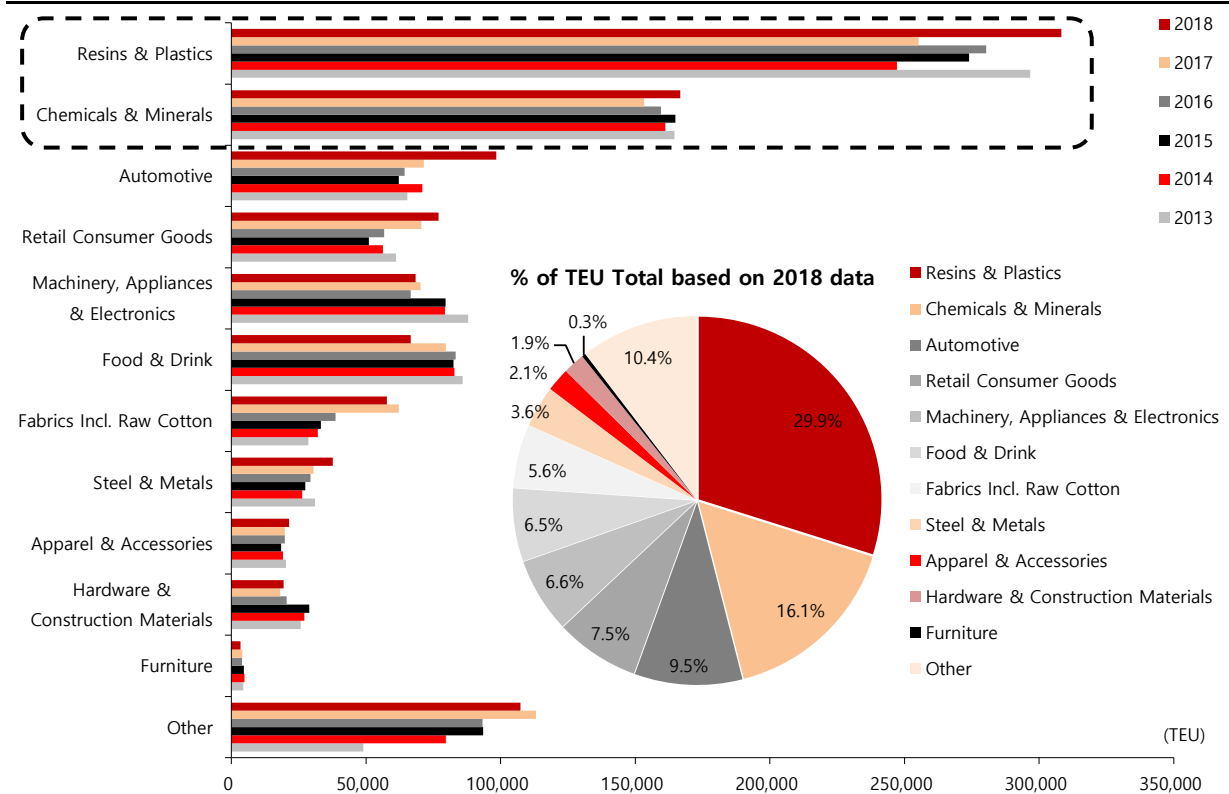
자료: USITC, SK 증권  
주: 2019년 11월까지임

### Savannah 항의 PE 수출량 추이



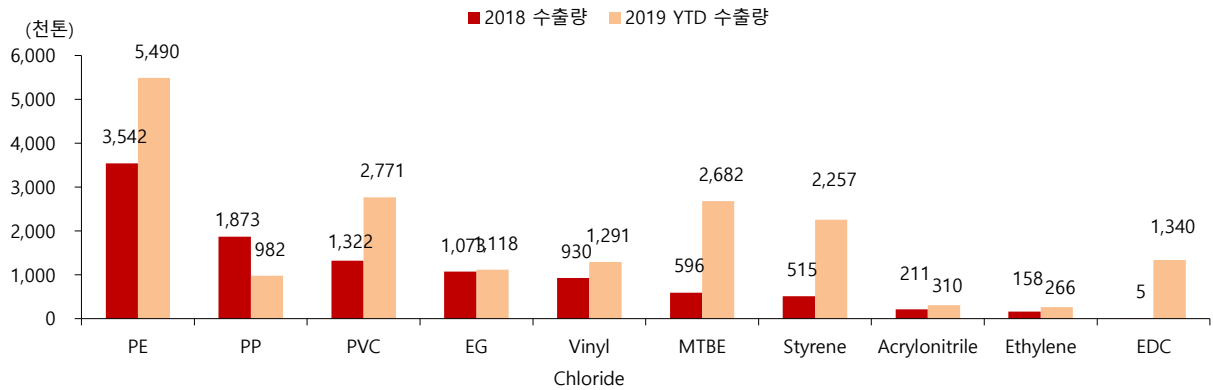
자료: USITC, SK 증권  
주: 2019년 11월까지임

### Houston 항의 컨테이너 수출 품목 중 화학제품은 46%에 달함



자료: Journal of Commerce PIERS data, SK 증권

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



자료: USITC, SK 증권

주: 2019 YTD는 1~11월 합산임

공교롭게도 이 제품들 대부분이 현대미포조선이 주력으로 수주하는 컨테이너선과 MR 탱커로 운반함

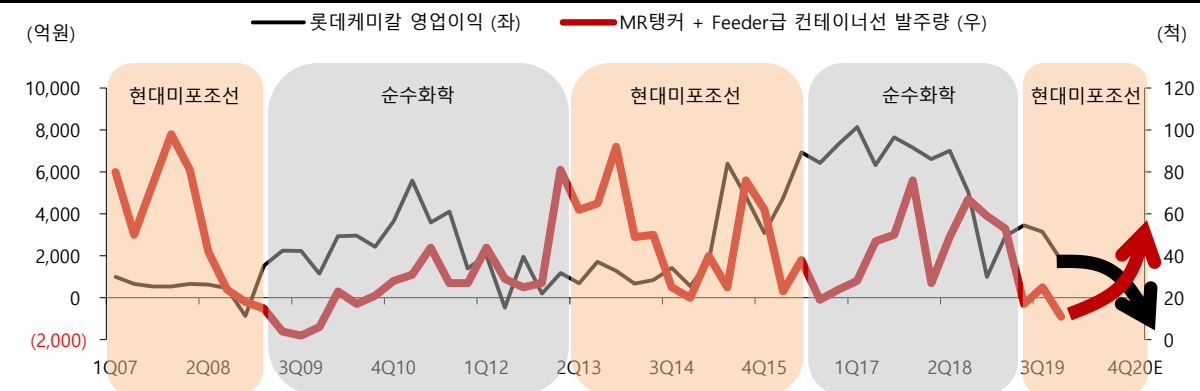
| 제품   | PE   | PP   | PVC  | EG    | VC  | MTBE  | Styrene | AN    | Ethylene | EDC   |
|------|------|------|------|-------|-----|-------|---------|-------|----------|-------|
| 계열   | 올레핀  | 올레핀  | 올레핀  | 올레핀   | 올레핀 | 올레핀   | 방향족     | 올레핀   | 올레핀      | 올레핀   |
| 업스트림 | 에틸렌  | 프로필렌 | 에틸렌  | 에틸렌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

자료: USITC, SK 증권

주 1: 형태는 상온 기준임

주 2: Ethylene 같은 경우는 LEG 선이라는 가스선으로 운반함

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



자료: Clarksons Research, DataGuide, SK 증권

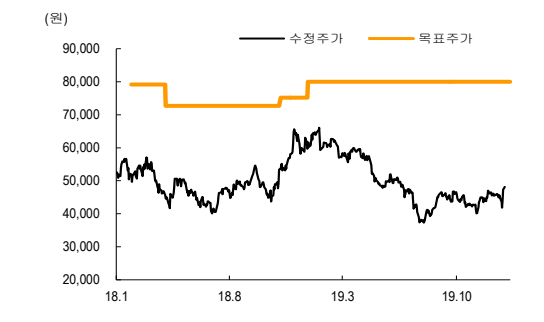


## 현대미포조선 목표 주가 산출

|               | 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

| 일시         | 투자의견 | 목표주가    | 목표가격<br>대상시점 | 과리율     |                |
|------------|------|---------|--------------|---------|----------------|
|            |      |         |              | 평균주가대비  | 최고(최저)<br>주가대비 |
| 2020.01.15 | 매수   | 80,000원 | 6개월          |         |                |
| 2019.10.08 | 매수   | 80,000원 | 6개월          | -37.58% | -17.38%        |
| 2019.07.26 | 매수   | 80,000원 | 6개월          | -35.07% | -17.38%        |
| 2019.07.08 | 매수   | 80,000원 | 6개월          | -30.70% | -17.38%        |
| 2019.05.03 | 매수   | 80,000원 | 6개월          | -29.39% | -17.38%        |
| 2019.04.03 | 매수   | 80,000원 | 6개월          | -24.92% | -17.38%        |
| 2019.01.09 | 매수   | 80,000원 | 6개월          | -24.09% | -17.38%        |
| 2018.11.19 | 매수   | 75,200원 | 6개월          | -22.00% | -12.77%        |
| 2018.07.26 | 매수   | 72,693원 | 6개월          | -35.63% | -24.83%        |
| 2018.07.24 | 매수   | 72,693원 | 6개월          | -37.93% | -30.34%        |
| 2018.05.04 | 매수   | 72,693원 | 6개월          | -37.90% | -30.34%        |
| 2018.04.17 | 매수   | 72,693원 | 6개월          | -38.42% | -33.86%        |
| 2018.02.12 | 매수   | 79,211원 | 6개월          | -34.95% | -27.85%        |



## Compliance Notice

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

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2020 년 1 월 14 일 기준)

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

## 재무상태표

| 12월 결산(십억원)    | 2017  | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>유동자산</b>    | 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   |
| <b>비유동자산</b>   | 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     |
| <b>자산총계</b>    | 8,319 | 3,464 | 3,710 | 3,867 | 4,158 |
| <b>유동부채</b>    | 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   |
| <b>비유동부채</b>   | 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    |
| <b>부채총계</b>    | 5,980 | 1,147 | 1,323 | 1,359 | 1,487 |
| <b>지배주주지분</b>  | 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    |
| <b>자본총계</b>    | 2,339 | 2,317 | 2,387 | 2,508 | 2,671 |
| <b>부채외자본총계</b> | 8,319 | 3,464 | 3,710 | 3,867 | 4,158 |

## 현금흐름표

| 12월 결산(십억원)         | 2017  | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------------|-------|------|-------|-------|-------|
| <b>영업활동현금흐름</b>     | -318  | -178 | 145   | 160   | 138   |
| 당기순이익(손실)           | 445   | 121  | 91    | 114   | 157   |
| 비현금성항목등             | -263  | 22   | 93    | 91    | 105   |
| 유형자산감가상각비           | 50    | 46   | 66    | 64    | 67    |
| 무형자산감가상각비           | 1     | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 기타                  | -320  | -82  | -18   | 0     | 0     |
| 운전자본감소(증가)          | -476  | -290 | -54   | -10   | -77   |
| 매출채권및기타채권의 감소(증가)   | -35   | 158  | -15   | -3    | -12   |
| 재고자산감소(증가)          | 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   |
| <b>투자활동현금흐름</b>     | 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    |
| <b>재무활동현금흐름</b>     | -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   |
| <b>현금의 증가(감소)</b>   | -242  | -282 | 239   | 110   | 40    |
| 기초현금                | 804   | 562  | 280   | 519   | 629   |
| 기말현금                | 562   | 280  | 519   | 629   | 668   |
| FCF                 | -81   | -587 | 13    | 111   | 40    |

자료 : 현대미포조선, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

| 12월 결산(십억원)     | 2017  | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>매출액</b>      | 2,453 | 2,403 | 3,022 | 3,128 | 3,574 |
| <b>매출원가</b>     | 2,245 | 2,232 | 2,816 | 2,871 | 3,245 |
| <b>매출총이익</b>    | 209   | 172   | 206   | 257   | 329   |
| 매출총이익률 (%)      | 8.5   | 7.1   | 6.8   | 8.2   | 9.2   |
| <b>판매비와관리비</b>  | 101   | 101   | 94    | 117   | 134   |
| <b>영업이익</b>     | 108   | 71    | 112   | 141   | 195   |
| 영업이익률 (%)       | 4.4   | 3.0   | 3.7   | 4.5   | 5.5   |
| <b>비영업손익</b>    | 625   | 47    | 6     | 8     | 9     |
| 순금융비용           | 22    | 6     | 2     | 0     | -2    |
| 외환관련손익          | -25   | 5     | 8     | 8     | 8     |
| 관계기업투자등 관련손익    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>세전계속사업이익</b> | 733   | 118   | 118   | 148   | 204   |
| 세전계속사업이익률 (%)   | 29.9  | 4.9   | 3.9   | 4.7   | 5.7   |
| <b>계속사업법인세</b>  | 172   | 30    | 27    | 34    | 47    |
| <b>계속사업이익</b>   | 562   | 88    | 91    | 114   | 157   |
| <b>중단사업이익</b>   | -116  | 33    | 0     | 0     | 0     |
| <b>*법인세효과</b>   | -167  | 29    | 0     | 0     | 0     |
| <b>당기순이익</b>    | 445   | 121   | 91    | 114   | 157   |
| 순이익률 (%)        | 18.1  | 5.0   | 3.0   | 3.6   | 4.4   |
| <b>지배주주</b>     | 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     |
| <b>EBITDA</b>   | 159   | 118   | 178   | 204   | 262   |

## 주요투자지표

| 12월 결산(십억원)            | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>성장성 (%)</b>         |        |        |        |        |        |
| 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   |
| <b>수익성 (%)</b>         |        |        |        |        |        |
| 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    |
| <b>안정성 (%)</b>         |        |        |        |        |        |
| 유동비율                   | 114.8  | 167.4  | 170.5  | 178.6  | 178.4  |
| 부채비율                   | 255.7  | 49.5   | 55.5   | 54.2   | 55.7   |
| 순차입금/자기자본              | -5.3   | -14.8  | -16.1  | -19.7  | -19.9  |
| EBITDA/이자비용(배)         | 5.6    | 7.0    | 13.7   | 18.2   | 23.3   |
| <b>주당지표 (원)</b>        |        |        |        |        |        |
| 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      |
| <b>Valuation지표 (배)</b> |        |        |        |        |        |
| 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@sk.com.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<br>Institutional Trust<br>Company, NA.(외12) | 5.57%  |
| 외국인지분률  | 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] 2020 년 감익 속도가 너무 빠르다

동사의 4Q19 매출액은 1 조 5,480 억원, 영업이익은 810 억원으로 전망됨. 과거 수주 한 고선가 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 상황에 투자 의견 중립과 목표주가 30,000 원을 유지함

## 4Q19 매출액 1 조 5,480 억원, 영업이익 810 억원 전망

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

## 2020 년 감익 속도는 더 빠름

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

## 투자의견 중립, 목표주가 30,000 원 유지

이렇게 동사는 잔고 하락과 감익 기조가 확실함. 아울러 한국조선해양으로의 피인수 작업도 진행중인데 EU 를 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 |

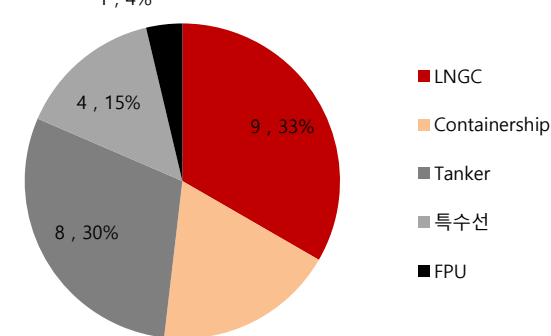
## 대우조선해양 실적 추이 및 전망

| (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

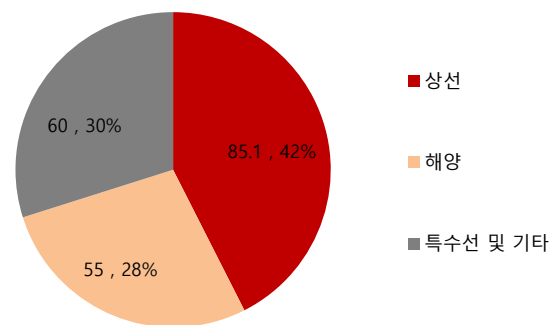
(척)



자료: 대우조선해양, SK 증권

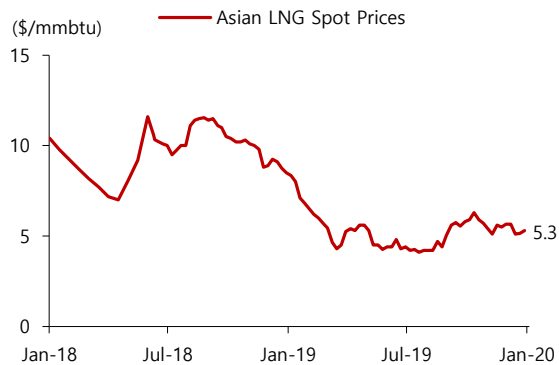
## 2019년 11월 말 기준 수주잔고

(억불)



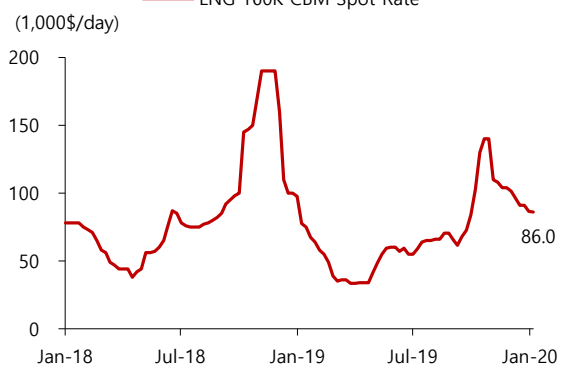
자료: 대우조선해양, SK 증권

## 아시아 LNG 스팟 가격 추이



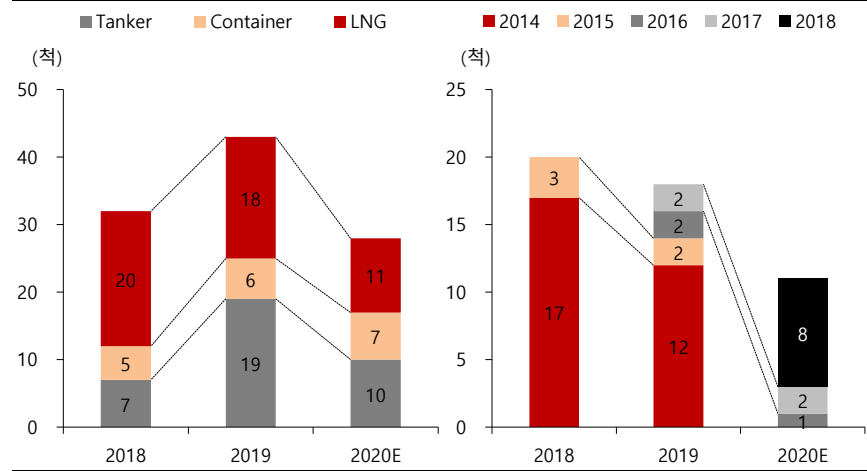
자료: Reuters, SK 증권

## 160K CBM LNG 캐리어 스팟 운임



자료: Clarksons Research, SK 증권

대우조선해양의 인도 선종 믹스 변화



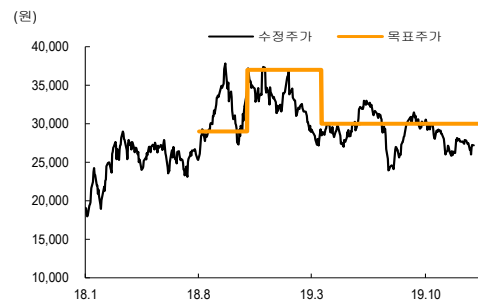
자료: Clarksons Research, SK 증권

대우조선해양 목표 주가 산출

|               | 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

| 일시         | 투자의견 | 목표주가    | 목표가격<br>대상시점 | 과리율     |                |
|------------|------|---------|--------------|---------|----------------|
|            |      |         |              | 평균주가대비  | 최고(최저)<br>주가대비 |
| 2020.01.15 | 중립   | 30,000원 | 6개월          |         |                |
| 2019.10.08 | 중립   | 30,000원 | 6개월          | -3.72%  | 10.00%         |
| 2019.07.08 | 중립   | 30,000원 | 6개월          | -2.28%  | 10.00%         |
| 2019.04.03 | 중립   | 30,000원 | 6개월          | -0.32%  | 10.00%         |
| 2019.01.09 | 중립   | 37,000원 | 6개월          | -11.65% | 1.08%          |
| 2018.11.19 | 중립   | 37,000원 | 6개월          | -6.51%  | 1.08%          |
| 2018.11.15 | 중립   | 37,000원 | 6개월          | -1.08%  | 0.54%          |
| 2018.08.16 | 중립   | 29,000원 | 6개월          | 7.32%   | 30.52%         |



### Compliance Notice

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

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

재무상태표

| 12월 결산(십억원)    | 2017   | 2018   | 2019E | 2020E  | 2021E  |
|----------------|--------|--------|-------|--------|--------|
| <b>유동자산</b>    | 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    |
| <b>비유동자산</b>   | 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     |
| <b>자산총계</b>    | 11,447 | 11,919 | 9,990 | 10,033 | 10,820 |
| <b>유동부채</b>    | 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    |
| <b>비유동부채</b>   | 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    |
| <b>부채총계</b>    | 8,456  | 8,078  | 6,154 | 6,223  | 7,005  |
| <b>지배주주지분</b>  | 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     |
| <b>자본총계</b>    | 2,991  | 3,840  | 3,836 | 3,811  | 3,815  |
| <b>부채외자본총계</b> | 11,447 | 11,919 | 9,990 | 10,033 | 10,820 |

현금흐름표

| 12월 결산(십억원)         | 2017   | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------------|--------|------|-------|-------|-------|
| <b>영업활동현금흐름</b>     | -882   | 817  | 1,700 | 341   | -127  |
| 당기순이익(손실)           | 646    | 320  | 33    | 13    | 42    |
| 비현금성항목등             | 1,454  | 606  | 479   | 228   | 223   |
| 유형자산감가상각비           | 149    | 134  | 160   | 162   | 157   |
| 무형자산감가상각비           | 3      | 1    | 1     | 1     | 2     |
| 기타                  | 489    | -230 | 152   | 0     | 0     |
| 운전자본감소(증가)          | -2,988 | -113 | 1,172 | 104   | -379  |
| 매출채권및기타채권의 감소(증가)   | -261   | -94  | 351   | 10    | -64   |
| 재고자산감소(증가)          | 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   |
| <b>투자활동현금흐름</b>     | 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    |
| <b>재무활동현금흐름</b>     | 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  |
| <b>현금의 증가(감소)</b>   | -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 |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| <b>매출액</b>      | 11,102 | 9,644 | 7,718 | 7,523 | 8,822 |
| <b>매출원가</b>     | 9,558  | 8,893 | 7,338 | 7,222 | 8,469 |
| <b>매출총이익</b>    | 1,544  | 752   | 380   | 301   | 353   |
| 매출총이익률 (%)      | 13.9   | 7.8   | 4.9   | 4.0   | 4.0   |
| <b>판매비와관리비</b>  | 811    | 273   | 160   | 224   | 247   |
| <b>영업이익</b>     | 733    | 1,025 | 219   | 77    | 106   |
| 영업이익률 (%)       | 6.6    | 10.6  | 2.8   | 1.0   | 1.2   |
| <b>비영업손익</b>    | 456    | -657  | -190  | -60   | -51   |
| 순금융비용           | 29     | 121   | 88    | 107   | 99    |
| 외환관련손익          | -66    | 14    | 48    | 48    | 48    |
| 관계기업투자등 관련손익    | -167   | -498  | -1    | 0     | 0     |
| <b>세전계속사업이익</b> | 1,189  | 368   | 30    | 17    | 55    |
| 세전계속사업이익률 (%)   | 10.7   | 3.8   | 0.4   | 0.2   | 0.6   |
| <b>계속사업법인세</b>  | 543    | 48    | -4    | 4     | 13    |
| <b>계속사업이익</b>   | 646    | 320   | 33    | 13    | 42    |
| <b>중단사업이익</b>   | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>*법인세효과</b>   | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>당기순이익</b>    | 646    | 320   | 33    | 13    | 42    |
| 순이익률 (%)        | 5.8    | 3.3   | 0.4   | 0.2   | 0.5   |
| <b>지배주주</b>     | 621    | 345   | 34    | 13    | 42    |
| 지배주주귀속 순이익률(%)  | 5.6    | 3.57  | 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     |
| <b>EBITDA</b>   | 885    | 1,160 | 381   | 241   | 265   |

주요투자지표

| 12월 결산(십억원)            | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>성장성 (%)</b>         |        |        |        |        |        |
| 매출액                    | -13.4  | -13.1  | -20.0  | -2.5   | 17.3   |
| 영업이익                   | 흑전     | 39.8   | -78.6  | -65.1  | 38.7   |
| 세전계속사업이익               | 흑전     | -69.1  | -91.9  | -43.2  | 225.0  |
| EBITDA                 | 흑전     | 31.1   | -67.2  | -36.8  | 10.1   |
| EPS(계속사업)              | 흑전     | -56.8  | -90.2  | -61.1  | 220.9  |
| <b>수익성 (%)</b>         |        |        |        |        |        |
| 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    |
| <b>안정성 (%)</b>         |        |        |        |        |        |
| 유동비율                   | 108.3  | 137.2  | 150.2  | 157.4  | 153.6  |
| 부채비율                   | 282.8  | 210.4  | 160.5  | 163.3  | 183.6  |
| 순차입금/자기자본              | 115.0  | 73.2   | 44.6   | 40.2   | 48.8   |
| EBITDA/이자비용(배)         | 19.0   | 6.4    | 2.1    | 1.3    | 1.4    |
| <b>주당지표 (원)</b>        |        |        |        |        |        |
| EPS(계속사업)              | 7,457  | 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      |
| <b>Valuation지표 (배)</b> |        |        |        |        |        |
| 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@sk.com

02-3773-9180

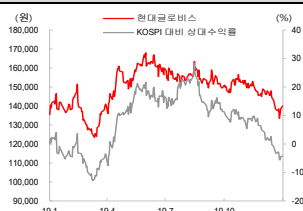
## Company Data

|         |           |
|---------|-----------|
| 자본금     | 19 십억원    |
| 발행주식수   | 3,750 만주  |
| 자사주     | 0 만주      |
| 액면가     | 500 원     |
| 시가총액    | 5,250 십억원 |
| 주요주주    |           |
| 정의선(와5) | 51.38%    |
| 국민연금공단  | 10.54%    |
| 외국인지분율  | 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 전망 됨. 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 전망 됨. 이번 분기에도 안정적인 영업이익을 기록하며 실적 안정성이 확보된 중목임을 가감 없이 보여줄 것임. 현지차 출하량이 전분기 대비 증가했고 비계열 PCC 매출액도 호조 세를 유지할 것으로 보임. 4Q19 중 휴가 시즌으로 차량 생산이 소폭 줄어든 탓에 CKD 부문은 3Q19 대비 분기 매출액이 둔화될 것임. 아울러 4Q19 에 앨리배마 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 벌크선 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.

## 투자 의견 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 2020 년 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 판단 함. 이에 투자의견 매수와 목표주가 200,000 원, 업종 내 Top Pick 의견을 유지함.

## 영업실적 및 투자지표

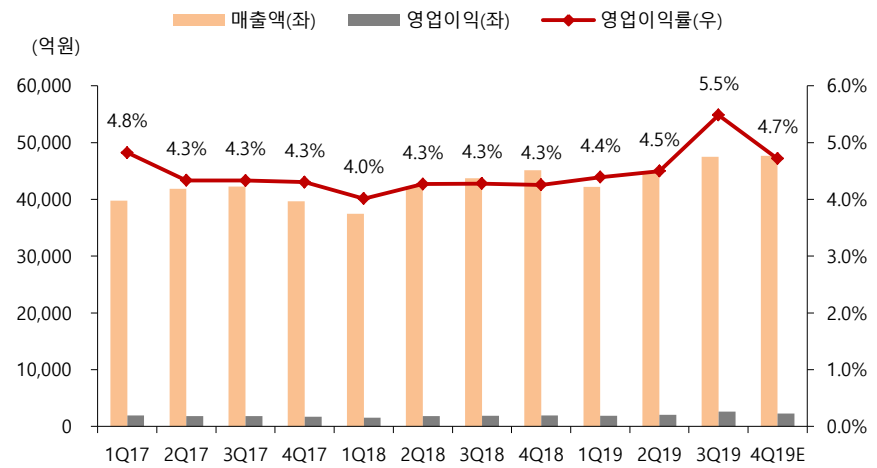
| 구분        | 단위  | 2016   | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|-----------|-----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액       | 십억원 | 15,341 | 16,358 | 16,866 | 18,235 | 19,200 | 19,727 |
| yoy       | %   | 4.6    | 6.6    | 3.1    | 8.1    | 5.3    | 2.7    |
| 영업이익      | 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     |
|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 현대차 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%      |
| 중고차     | 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%      |

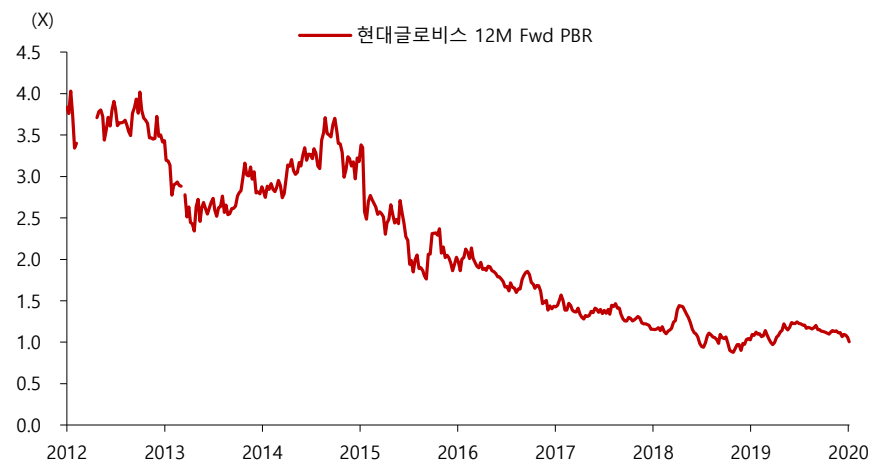
자료: 현대글로비스, SK 증권

## 현대글로비스 매출액, 영업이익, 영업이익률 추이 및 전망



자료 : 현대글로비스, SK 증권

## 현대글로비스 12M Fwd PBR 추이



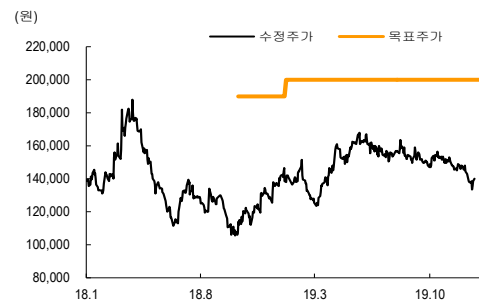
자료 : DataGuide, SK 증권

## 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%      |       |       |
| 자기자본비용          | 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

| 일시         | 투자의견 | 목표주가     | 목표가격<br>대상시점 | 과리율     |                |
|------------|------|----------|--------------|---------|----------------|
|            |      |          |              | 평균주가대비  | 최고(최저)<br>주가대비 |
| 2020.01.20 | 매수   | 200,000원 | 6개월          |         |                |
| 2019.10.08 | 매수   | 200,000원 | 6개월          | -25.25% | -16.00%        |
| 2019.07.24 | 매수   | 200,000원 | 6개월          | -25.00% | -16.00%        |
| 2019.07.08 | 매수   | 200,000원 | 6개월          | -26.05% | -16.00%        |
| 2019.04.29 | 매수   | 200,000원 | 6개월          | -26.58% | -16.00%        |
| 2019.04.03 | 매수   | 200,000원 | 6개월          | -31.43% | -24.25%        |
| 2019.01.28 | 매수   | 200,000원 | 6개월          | -32.33% | -24.25%        |
| 2019.01.09 | 매수   | 190,000원 | 6개월          | -33.18% | -22.89%        |
| 2018.10.31 | 매수   | 190,000원 | 6개월          | -35.11% | -27.37%        |



## Compliance Notice

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

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

## 재무상태표

| 12월 결산(십억원)    | 2017  | 2018  | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|----------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| <b>유동자산</b>    | 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  |
| <b>비유동자산</b>   | 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    |
| <b>자산총계</b>    | 8,186 | 8,688 | 10,485 | 11,243 | 11,972 |
| <b>유동부채</b>    | 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     |
| <b>비유동부채</b>   | 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    |
| <b>부채총계</b>    | 4,196 | 4,428 | 5,776  | 5,880  | 5,937  |
| <b>지배주주지분</b>  | 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  |
| 비지배주주지분        | 0     | 0     | 0      | 0      | 0      |
| <b>자본총계</b>    | 3,990 | 4,260 | 4,709  | 5,363  | 6,034  |
| <b>부채외자본총계</b> | 8,186 | 8,688 | 10,485 | 11,243 | 11,972 |

## 현금흐름표

| 12월 결산(십억원)         | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>영업활동현금흐름</b>     | 627  | 529  | 695   | 874   | 924   |
| 당기순이익(손실)           | 680  | 437  | 512   | 593   | 611   |
| 비현금성항목등             | 231  | 449  | 565   | 554   | 553   |
| 유형자산감가상각비           | 159  | 172  | 186   | 246   | 249   |
| 무형자산감가상각비           | 8    | 10   | 17    | 24    | 23    |
| 기타                  | 21   | 7    | 26    | 25    | 25    |
| 운전자본감소(증가)          | -129 | -165 | -119  | -83   | -45   |
| 매출채권및기타채권의 감소(증가)   | -78  | -164 | -74   | -119  | -65   |
| 재고자산감소(증가)          | 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  |
| <b>투자활동현금흐름</b>     | -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    |
| <b>재무활동현금흐름</b>     | -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  |
| <b>현금의 증가(감소)</b>   | -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  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>매출액</b>      | 16,358 | 16,866 | 18,235 | 19,200 | 19,727 |
| <b>매출원가</b>     | 15,226 | 15,715 | 16,887 | 17,815 | 18,304 |
| <b>매출총이익</b>    | 1,132  | 1,151  | 1,348  | 1,385  | 1,423  |
| 매출총이익률 (%)      | 6.9    | 6.8    | 7.4    | 7.2    | 7.2    |
| <b>판매비와관리비</b>  | 405    | 441    | 475    | 509    | 531    |
| <b>영업이익</b>     | 727    | 710    | 873    | 876    | 892    |
| 영업이익률 (%)       | 4.4    | 4.2    | 4.8    | 4.6    | 4.5    |
| <b>비영업손익</b>    | 162    | -84    | -95    | -94    | -86    |
| 순금융비용           | 44     | 56     | 59     | 107    | 100    |
| 외환관련손익          | 166    | -60    | -2     | -2     | -2     |
| 관계기업투자등 관련손익    | 45     | 40     | 41     | 41     | 41     |
| <b>세전계속사업이익</b> | 889    | 626    | 778    | 782    | 806    |
| 세전계속사업이익률 (%)   | 5.4    | 3.7    | 4.3    | 4.1    | 4.1    |
| <b>계속사업법인세</b>  | 209    | 189    | 266    | 189    | 195    |
| <b>계속사업이익</b>   | 680    | 437    | 512    | 593    | 611    |
| <b>중단사업이익</b>   | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| <b>*법인세효과</b>   | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| <b>당기순이익</b>    | 680    | 437    | 512    | 593    | 611    |
| 순이익률 (%)        | 4.2    | 2.6    | 2.8    | 3.1    | 3.1    |
| <b>지배주주</b>     | 681    | 437    | 512    | 593    | 611    |
| 지배주주귀속 순이익률(%)  | 4.16   | 2.59   | 2.81   | 3.09   | 3.1    |
| <b>비지배주주</b>    | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| <b>총포괄이익</b>    | 625    | 389    | 573    | 654    | 671    |
| <b>지배주주</b>     | 625    | 389    | 573    | 654    | 671    |
| <b>비지배주주</b>    | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| <b>EBITDA</b>   | 894    | 892    | 1,076  | 1,146  | 1,164  |

## 주요투자지표

| 12월 결산(십억원)            | 2017    | 2018    | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>성장성 (%)</b>         |         |         |         |         |         |
| 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     |
| <b>수익성 (%)</b>         |         |         |         |         |         |
| 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     |
| <b>안정성 (%)</b>         |         |         |         |         |         |
| 유동비율                   | 152.5   | 154.5   | 139.6   | 153.2   | 167.4   |
| 부채비율                   | 105.2   | 103.9   | 122.7   | 109.7   | 98.4    |
| 순차입금/자기자본              | 15.0    | 12.6    | 31.6    | 19.3    | 8.7     |
| EBITDA/이자비용(배)         | 14.1    | 11.8    | 13.3    | 8.6     | 8.7     |
| <b>주당지표 (원)</b>        |         |         |         |         |         |
| 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       |
| <b>Valuation지표 (배)</b> |         |         |         |         |         |
| 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@sk.co.kr  
02-3773-9180

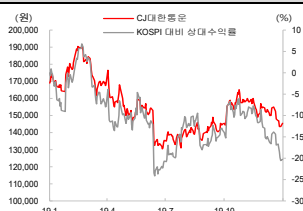
## Company Data

|            |           |
|------------|-----------|
| 자본금        | 114 십억원   |
| 발행주식수      | 2,281 만주  |
| 자사주        | 466 만주    |
| 액면가        | 5,000 원   |
| 시가총액       | 3,319 십억원 |
| 주요주주       |           |
| CI제일제당(외2) | 40.17%    |
| 자사주        | 20.41%    |
| 외국인지분률     | 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% |

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

## [4Q19 Preview] 자꾸만 거슬리는 쿠팡

동사의 4Q19 매출액은 2 조 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 2 조 8,342 억원, 영업이익 957 억원 전망

동사의 4Q19 매출액은 2 조 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 10 월에는 성장률이 다소 저조했지만 11 월에 다시 두 자릿수를 회복하며 우려가 없음. 전체적으로 양호한 매출액, 이익 수준으로 전망됨.

## 자꾸만 거슬리는 쿠팡

최근 가집게된 쿠팡의 월간 결제금액은 2019 년 1~11 월 누적 15 조원이 넘는 것으로 보임. 11 월에만 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 2021 년 상장까지 검토하고 있는 것으로 판단되는데, WeWork 의 상장 실패로 적자 유니콘 기업에 대한 보수적 밸류에이션 갭대가 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 9 월 시작했고 최근까지도 이커머스 화주 확보를 위한 노력을 기울이고 있기에 투자의견 매수, 목표주가 210,000 원을 유지함

## 영업실적 및 투자지표

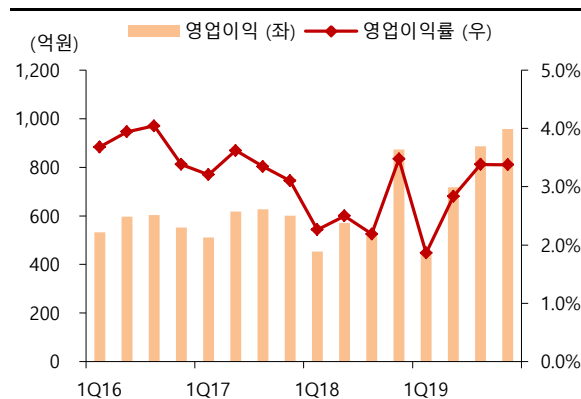
| 구분        | 단위  | 2016  | 2017  | 2018  | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|-----------|-----|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 매출액       | 십억원 | 6,082 | 7,110 | 9,220 | 10,424 | 11,546 | 12,411 |
| yoy       | %   | 20.3  | 16.9  | 29.7  | 13.1   | 10.8   | 7.5    |
| 영업이익      | 십억원 | 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%    |

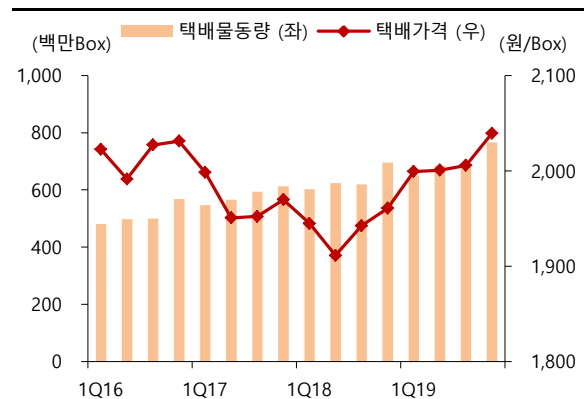
자료: CJ 대한통운, SK 증권

## CJ 대한통운 영업이익과 영업이익률 추이 및 전망



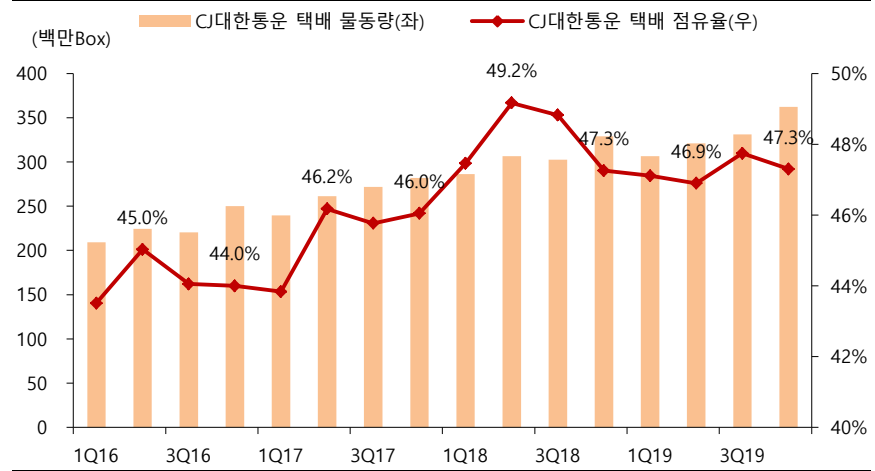
자료: Dart, SK 증권

## 택배 물동량과 택배 가격 추이 및 전망



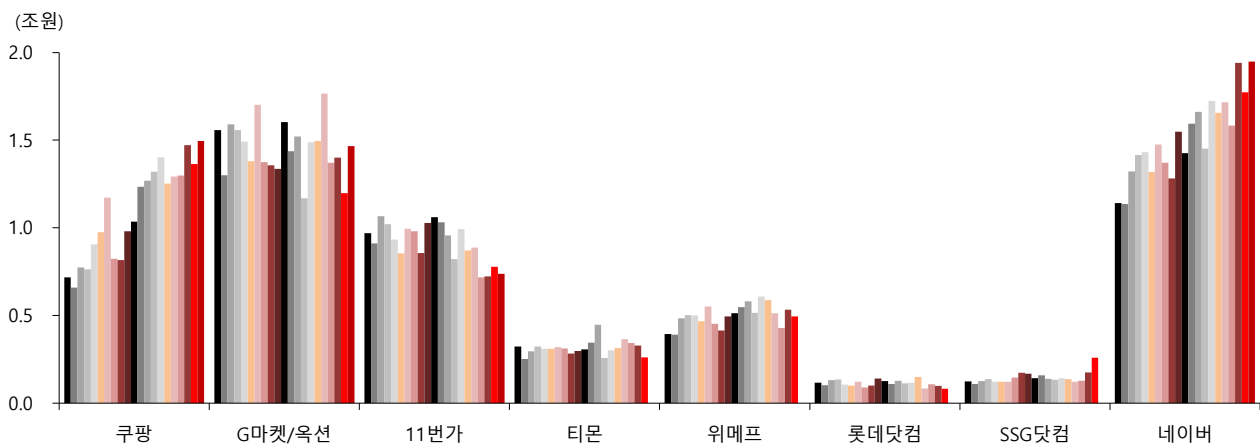
자료: CJ 대한통운, SK 증권

## CJ 대한통운 택배 물동량과 택배 점유율 추이 및 전망



자료: CJ 대한통운, SK 증권

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



자료: 산업자료, SK 증권

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

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

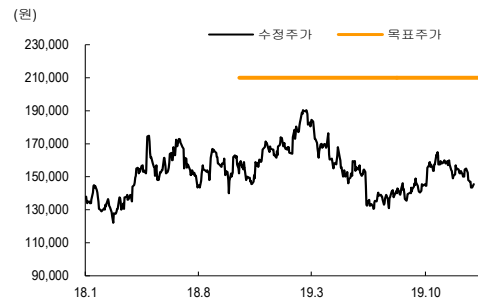
## CJ 대한통운 목표 주가 산출

|               | 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



| 일시         | 투자의견 | 목표주가     | 목표가격<br>대상시점 | 과리율     |                |
|------------|------|----------|--------------|---------|----------------|
|            |      |          |              | 평균주가대비  | 최고(최저)<br>주가대비 |
| 2020.01.15 | 매수   | 210,000원 | 6개월          |         |                |
| 2019.10.08 | 매수   | 210,000원 | 6개월          | -25.84% | -9.29%         |
| 2019.08.09 | 매수   | 210,000원 | 6개월          | -25.58% | -9.29%         |
| 2019.07.08 | 매수   | 210,000원 | 6개월          | -24.18% | -9.29%         |
| 2019.05.03 | 매수   | 210,000원 | 6개월          | -22.60% | -9.29%         |
| 2019.04.03 | 매수   | 210,000원 | 6개월          | -20.47% | -9.29%         |
| 2019.02.11 | 매수   | 210,000원 | 6개월          | -20.20% | -9.29%         |
| 2019.01.09 | 매수   | 210,000원 | 6개월          | -23.19% | -17.14%        |
| 2018.11.09 | 매수   | 210,000원 | 6개월          | -24.66% | -18.33%        |
| 2018.10.31 | 매수   | 210,000원 | 6개월          | -25.10% | -24.05%        |



### Compliance Notice

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

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2020년 1월 14일 기준)

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

## 재무상태표

| 12월 결산(십억원)    | 2017  | 2018  | 2019E | 2020E  | 2021E  |
|----------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| <b>유동자산</b>    | 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     |
| <b>비유동자산</b>   | 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  |
| <b>자산총계</b>    | 6,286 | 7,869 | 9,061 | 10,007 | 10,925 |
| <b>유동부채</b>    | 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      |
| <b>비유동부채</b>   | 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     |
| <b>부채총계</b>    | 3,526 | 4,738 | 5,486 | 6,285  | 7,047  |
| <b>지배주주지분</b>  | 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    |
| <b>자본총계</b>    | 2,760 | 3,131 | 3,576 | 3,722  | 3,878  |
| <b>부채외자본총계</b> | 6,286 | 7,869 | 9,061 | 10,007 | 10,925 |

## 현금흐름표

| 12월 결산(십억원)         | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>영업활동현금흐름</b>     | 291  | 135  | 1,898 | 815   | 785   |
| 당기순이익(손실)           | 54   | 67   | 55    | 97    | 107   |
| 비현금성항목등             | 320  | 368  | 906   | 825   | 770   |
| 유형자산감가상각비           | 121  | 156  | 318   | 460   | 432   |
| 무형자산감가상각비           | 41   | 58   | 38    | 148   | 139   |
| 기타                  | 60   | 26   | 541   | 210   | 210   |
| 운전자본감소(증가)          | -53  | -254 | 966   | -76   | -58   |
| 매출채권및기타채권의 감소(증가)   | -223 | -59  | -378  | -209  | -161  |
| 재고자산감소(증가)          | 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   |
| <b>투자활동현금흐름</b>     | -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    |
| <b>재무활동현금흐름</b>     | 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     |
| <b>현금의 증가(감소)</b>   | 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  |
|-----------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| <b>매출액</b>      | 7,110 | 9,220 | 10,424 | 11,546 | 12,411 |
| <b>매출원가</b>     | 6,354 | 8,392 | 9,457  | 10,528 | 11,297 |
| <b>매출총이익</b>    | 756   | 828   | 967    | 1,018  | 1,113  |
| 매출총이익률 (%)      | 10.6  | 9.0   | 9.3    | 8.8    | 9.0    |
| <b>판매비와관리비</b>  | 521   | 585   | 665    | 704    | 807    |
| <b>영업이익</b>     | 236   | 243   | 302    | 314    | 306    |
| 영업이익률 (%)       | 3.3   | 2.6   | 2.9    | 2.7    | 2.5    |
| <b>비영업손익</b>    | -147  | -143  | -208   | -186   | -165   |
| 순금융비용           | 51    | 81    | -4     | -26    | -47    |
| 외환관련손익          | -13   | -2    | -2     | -2     | -2     |
| 관계기업투자등 관련손익    | -6    | -14   | 0      | 0      | 0      |
| <b>세전계속사업이익</b> | 88    | 100   | 94     | 128    | 141    |
| 세전계속사업이익률 (%)   | 1.2   | 1.1   | 0.9    | 1.1    | 1.1    |
| <b>계속사업법인세</b>  | 34    | 33    | 39     | 31     | 34     |
| <b>계속사업이익</b>   | 54    | 67    | 55     | 97     | 107    |
| <b>중단사업이익</b>   | 0     | 0     | 0      | 0      | 0      |
| <b>*법인세효과</b>   | 0     | 0     | 0      | 0      | 0      |
| <b>당기순이익</b>    | 54    | 67    | 55     | 97     | 107    |
| 순이익률 (%)        | 0.8   | 0.7   | 0.5    | 0.8    | 0.9    |
| <b>지배주주</b>     | 47    | 53    | 41     | 83     | 94     |
| 지배주주귀속 순이익률(%)  | 0.66  | 0.57  | 0.4    | 0.72   | 0.75   |
| <b>비지배주주</b>    | 7     | 14    | 14     | 14     | 14     |
| <b>총포괄이익</b>    | 4     | 70    | 104    | 146    | 156    |
| <b>지배주주</b>     | 41    | 47    | 64     | 106    | 116    |
| <b>비지배주주</b>    | -37   | 23    | 40     | 40     | 40     |
| <b>EBITDA</b>   | 397   | 456   | 658    | 922    | 877    |

## 주요투자지표

| 12월 결산(십억원)            | 2017    | 2018    | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>성장성 (%)</b>         |         |         |         |         |         |
| 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    |
| <b>수익성 (%)</b>         |         |         |         |         |         |
| ROE                    | 2.0     | 2.1     | 1.5     | 2.7     | 2.9     |
| ROA                    | 0.9     | 0.9     | 0.7     | 1.0     | 1.0     |
| EBITDA마진               | 5.6     | 5.0     | 6.3     | 8.0     | 7.1     |
| <b>안정성 (%)</b>         |         |         |         |         |         |
| 유동비율                   | 95.4    | 83.4    | 131.9   | 177.9   | 224.3   |
| 부채비율                   | 127.8   | 151.3   | 153.4   | 168.9   | 181.7   |
| 순차입금/자기자본              | 74.2    | 86.5    | 58.9    | 41.7    | 26.0    |
| EBITDA/이자비용(배)         | 7.2     | 5.3     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| <b>주당지표 (원)</b>        |         |         |         |         |         |
| 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       |
| <b>Valuation지표 (배)</b> |         |         |         |         |         |
| 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@sk.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(와17) | 33.36%    |
| 국민연금공단   | 10.02%    |
| 외국인지분률   | 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 화물은 수요, 가격 모두 약세 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. 2019 년 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 기준 Yield 가 6% 가량 하락한 것으로 추정됨. 화물은 수요와 가격이 모두 하락한 것으로 추정됨. 이렇다 할 일회성 비용은 없는 것으로 추정되지만 본업만으로 분기 영업손실을 기록하는 것임. 2019 년 연초 긍정적 분위기가 무색할 정도로 업황이 부진한 상황임.

## 경영권 분쟁은 투자 판단을 흐리게 함

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

## 투자의견 매수, 목표주가 31,000 원 유지

2020 년에도 여전히 미중 무역분쟁, 한일 관계 악화, 홍콩 사태 등 대외 변수가 해소될 뚜렷한 가닥은 잡히지 않는 가운데 이란 사태로 국제유가가 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

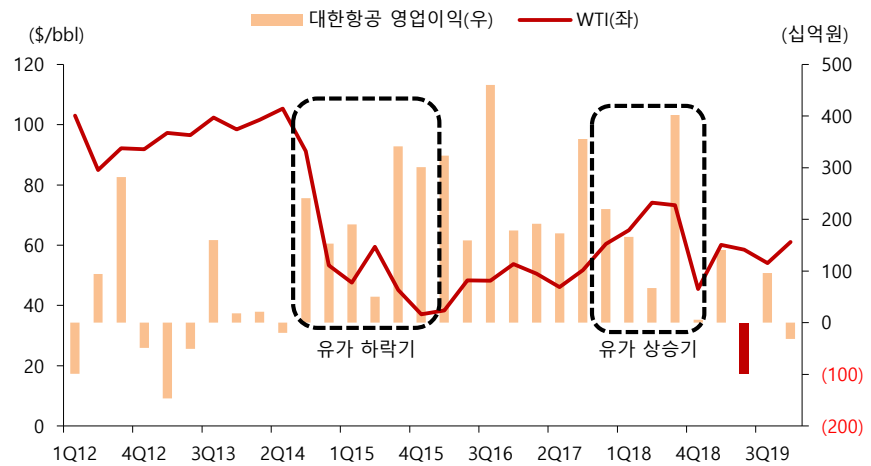
| 구분        | 단위  | 2016    | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|-----------|-----|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액       | 십억원 | 11,732  | 12,092 | 13,020 | 12,743 | 12,791 | 13,080 |
| yoy       | %   | 1.6     | 3.1    | 7.7    | -2.1   | 0.4    | 2.3    |
| 영업이익      | 십억원 | 1,121   | 940    | 640    | 107    | 687    | 702    |
| yoy       | %   | 26.9    | -16.2  | -31.9  | -83.3  | 543.3  | 2.3    |
| 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    | 5.4    |
| 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          |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>매출액(억원)</b>    | <b>31,389</b> | <b>31,210</b> | <b>33,829</b> | <b>31,003</b> | <b>31,475</b> | <b>31,119</b> | <b>33,937</b> | <b>31,378</b> | <b>130,242</b> | <b>127,431</b> | <b>127,909</b> |
| YoY(%)            | 1.2%          | 0.5%          | -3.8%         | -6.0%         | 0.3%          | -0.3%         | 0.3%          | 1.2%          | 6.8%           | -2.2%          | 0.4%           |
| <b>여객 매출액(억원)</b> | <b>19,057</b> | <b>19,455</b> | <b>21,146</b> | <b>18,452</b> | <b>19,131</b> | <b>19,470</b> | <b>21,209</b> | <b>18,845</b> | <b>77,375</b>  | <b>78,109</b>  | <b>78,654</b>  |
| 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%          |
| <b>화물 매출액(억원)</b> | <b>6,446</b>  | <b>6,300</b>  | <b>6,401</b>  | <b>7,102</b>  | <b>6,373</b>  | <b>6,145</b>  | <b>6,354</b>  | <b>7,029</b>  | <b>30,122</b>  | <b>26,248</b>  | <b>25,901</b>  |
| 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%           |
| <b>영업비용(억원)</b>   | <b>29,983</b> | <b>32,196</b> | <b>32,865</b> | <b>31,319</b> | <b>30,011</b> | <b>29,958</b> | <b>32,257</b> | <b>30,598</b> | <b>123,800</b> | <b>126,363</b> | <b>122,824</b> |
| 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%          |
| <b>영업이익(억원)</b>   | <b>1,406</b>  | <b>-986</b>   | <b>964</b>    | <b>-316</b>   | <b>1,464</b>  | <b>1,161</b>  | <b>1,680</b>  | <b>780</b>    | <b>6,403</b>   | <b>1,068</b>   | <b>5,085</b>   |
| 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%           |

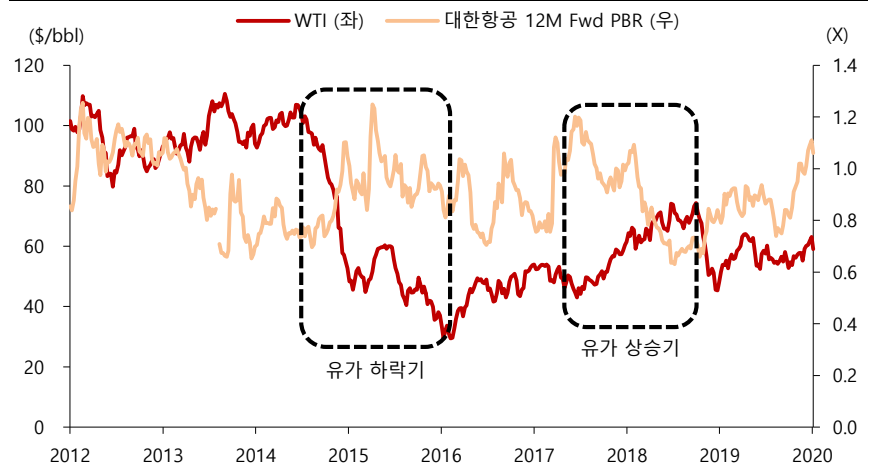
자료: 대한항공 SK 증권

## 국제유가와 대한항공 영업이익 추이 및 추정치



자료 : DataGuide, SK 증권

## 국제유가와 대한항공 12M Fwd PBR 추이



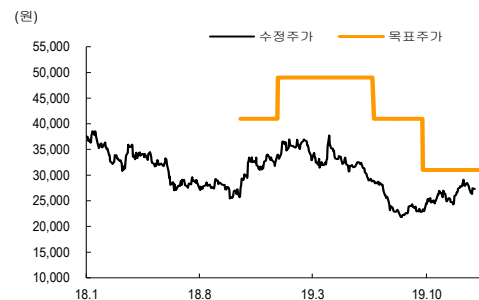
자료 : DataGuide, SK 증권

## 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)      | <b>31,000</b> |        |        |        |        |
| 현재 주가(원)      | 27,150        |        |        |        |        |
| 상승 여력         | <b>15%</b>    |        |        |        |        |

자료 SK 증권

| 일시         | 투자의견 | 목표주가    | 목표가격<br>대상시점 | 과리율     |                |
|------------|------|---------|--------------|---------|----------------|
|            |      |         |              | 평균주가대비  | 최고(최저)<br>주가대비 |
| 2020.01.15 | 매수   | 31,000원 | 6개월          |         |                |
| 2019.10.08 | 매수   | 31,000원 | 6개월          | -16.11% | -6.13%         |
| 2019.08.16 | 매수   | 41,000원 | 6개월          | -40.09% | -29.63%        |
| 2019.07.08 | 매수   | 41,000원 | 6개월          | -35.35% | -29.63%        |
| 2019.04.03 | 매수   | 49,000원 | 6개월          | -31.74% | -22.96%        |
| 2019.01.30 | 매수   | 49,000원 | 6개월          | -28.92% | -24.59%        |
| 2019.01.09 | 매수   | 49,000원 | 6개월          | -28.22% | -25.41%        |
| 2018.11.14 | 매수   | 41,000원 | 6개월          | -22.23% | -17.07%        |
| 2018.10.31 | 매수   | 41,000원 | 6개월          | -28.65% | -26.34%        |



### Compliance Notice

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

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

## 재무상태표

| 12월 결산(십억원)    | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>유동자산</b>    | 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    |
| <b>비유동자산</b>   | 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    |
| <b>자산총계</b>    | 24,649 | 25,580 | 27,194 | 27,196 | 27,412 |
| <b>유동부채</b>    | 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     |
| <b>비유동부채</b>   | 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    |
| <b>부채총계</b>    | 20,898 | 22,548 | 24,338 | 24,304 | 24,438 |
| <b>지배주주지분</b>  | 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    |
| <b>자본총계</b>    | 3,751  | 3,032  | 2,856  | 2,892  | 2,973  |
| <b>부채외자본총계</b> | 24,649 | 25,580 | 27,194 | 27,196 | 27,412 |

## 현금흐름표

| 12월 결산(십억원)         | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E | 2021E |
|---------------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| <b>영업활동현금흐름</b>     | 2,773  | 2,746  | 1,914  | 2,917 | 2,858 |
| 당기순이익(손실)           | 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 |
| 무형자산감가상각비           | 45     | 29     | 28     | 25    | 22    |
| 기타                  | 578    | 243    | 133    | -89   | -89   |
| 운전자본감소(증가)          | -41    | 141    | -284   | -37   | 83    |
| 매출채권및기타채권의 감소(증가)   | -19    | -112   | 54     | -3    | -17   |
| 재고자산감소(증가)          | -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   |
| <b>투자활동현금흐름</b>     | -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    |
| <b>재무활동현금흐름</b>     | -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  |
| <b>현금의 증가(감소)</b>   | -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  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>매출액</b>      | 12,092 | 13,020 | 12,743 | 12,791 | 13,080 |
| <b>매출원가</b>     | 9,991  | 11,004 | 11,199 | 10,661 | 10,902 |
| <b>매출총이익</b>    | 2,101  | 2,017  | 1,544  | 2,130  | 2,178  |
| 매출총이익률 (%)      | 17.4   | 15.5   | 12.1   | 16.7   | 16.7   |
| <b>판매비와관리비</b>  | 1,161  | 1,376  | 1,437  | 1,443  | 1,475  |
| <b>영업이익</b>     | 940    | 640    | 107    | 687    | 702    |
| 영업이익률 (%)       | 7.8    | 4.9    | 0.8    | 5.4    | 5.4    |
| <b>비영업손익</b>    | 182    | -849   | -772   | -683   | -638   |
| 순금융비용           | 427    | 505    | 586    | 673    | 628    |
| 외환관련손익          | 995    | -363   | -100   | -100   | -100   |
| 관계기업투자등 관련손익    | -15    | 1      | 1      | 1      | 1      |
| <b>세전계속사업이익</b> | 1,122  | -209   | -665   | 4      | 64     |
| 세전계속사업이익률 (%)   | 9.3    | -1.6   | -5.2   | 0.0    | 0.5    |
| <b>계속사업법인세</b>  | 320    | -23    | -142   | 1      | 16     |
| <b>계속사업이익</b>   | 802    | -186   | -523   | 3      | 49     |
| <b>중단사업이익</b>   | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| <b>*법인세효과</b>   | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| <b>당기순이익</b>    | 802    | -186   | -523   | 3      | 49     |
| 순이익률 (%)        | 6.6    | -1.4   | -4.1   | 0.0    | 0.4    |
| <b>지배주주</b>     | 792    | -193   | -531   | -4     | 41     |
| 지배주주귀속 순이익률(%)  | 6.55   | -1.48  | -4.17  | -0.03  | 0.31   |
| <b>비지배주주</b>    | 10     | 7      | 8      | 8      | 8      |
| <b>총포괄이익</b>    | 1,106  | -418   | -491   | 36     | 81     |
| <b>지배주주</b>     | 1,089  | -420   | -494   | 33     | 78     |
| <b>비지배주주</b>    | 17     | 2      | 3      | 3      | 3      |
| <b>EBITDA</b>   | 2,633  | 2,382  | 2,142  | 2,955  | 2,790  |

## 주요투자지표

| 12월 결산(십억원)            | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E   |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| <b>성장성 (%)</b>         |        |        |        |        |         |
| 매출액                    | 3.1    | 7.7    | -2.1   | 0.4    | 2.3     |
| 영업이익                   | -16.2  | -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      |
| <b>수익성 (%)</b>         |        |        |        |        |         |
| 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    |
| <b>안정성 (%)</b>         |        |        |        |        |         |
| 유동비율                   | 54.0   | 51.5   | 47.2   | 66.3   | 85.1    |
| 부채비율                   | 557.1  | 743.7  | 852.2  | 840.4  | 821.9   |
| 순차입금/자기자본              | 328.4  | 422.8  | 520.0  | 463.7  | 402.9   |
| EBITDA/이자비용(배)         | 5.8    | 4.4    | 3.3    | 4.1    | 3.9     |
| <b>주당지표 (원)</b>        |        |        |        |        |         |
| 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       |
| <b>Valuation지표 (배)</b> |        |        |        |        |         |
| 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@sk.com.kr  
02-3773-9180

## Company Data

|       |          |
|-------|----------|
| 자본금   | 132 십억원  |
| 발행주식수 | 2,636 만주 |
| 자사주   | 0 만주     |
| 액면가   | 5,000 원  |
| 시가총액  | 681 십억원  |
| 주요주주  |          |

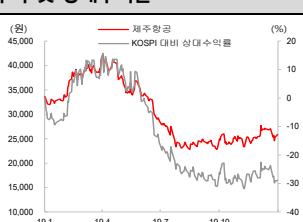
|           |        |
|-----------|--------|
| AK홀딩스(외3) | 58.86% |
| 제주특별자치도   | 7.75%  |

|        |       |
|--------|-------|
| 외국인지분률 | 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 급락세가 이어지며 바닥 수준의 업황을 보여주고 있음. 이 와중에 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 2020 년 수익성도 담보할 수 없음. 현재와 같은 상황이라면 연간 484 억원의 영업손실을 전망하는 바임.

## LCC 구조조정의 선봉장으로 대두되고 있음

이 와중에 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 발벗고 나서며 업계 구조조정 및 초대형 LCC 로 거듭나려는 동사의 의지를 확인할 수 있었음. 한편, 당초 2019 년 말 주식매매계약을 체결할 것으로 계획되었으나 실사기간 연장 등의 사유로 1 월(혹은 2 월까지) 중으로 계약이 연기되었다는 점은 구조조정이 빠르게 진행되는 데 난관이 많음을 시사하기도 하지만, 새롭게 LCC 3 개가 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   | 2.3    | 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         |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>매출액(억원)</b>  | <b>3,929</b> | <b>3,130</b> | <b>3,688</b> | <b>3,011</b> | <b>3,491</b> | <b>3,488</b> | <b>4,182</b> | <b>3,815</b> | <b>12,594</b> | <b>13,756</b> | <b>14,976</b> |
| YoY(%)          | 27.3%        | 10.5%        | 5.3%         | -5.2%        | -11.1%       | 11.5%        | 13.4%        | 26.7%        | 27.1%         | 9.2%          | 8.9%          |
| <b>국내여객(억원)</b> | <b>488</b>   | <b>609</b>   | <b>618</b>   | <b>554</b>   | <b>515</b>   | <b>643</b>   | <b>652</b>   | <b>585</b>   | <b>2,247</b>  | <b>2,269</b>  | <b>2,395</b>  |
| 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·인km)     | 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·인km)     | 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%          |
| <b>국제여객(억원)</b> | <b>3,150</b> | <b>2,214</b> | <b>2,711</b> | <b>2,106</b> | <b>2,622</b> | <b>2,433</b> | <b>3,099</b> | <b>2,805</b> | <b>9,435</b>  | <b>10,181</b> | <b>10,960</b> |
| 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·인km)     | 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·인km)     | 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%         |
| <b>기타(억원)</b>   | <b>291</b>   | <b>307</b>   | <b>359</b>   | <b>351</b>   | <b>353</b>   | <b>412</b>   | <b>430</b>   | <b>426</b>   | <b>912</b>    | <b>1,307</b>  | <b>1,622</b>  |
| YoY(%)          | 66.0%        | 73.7%        | 34.4%        | 19.6%        | 29.6%        | 45.0%        | 19.9%        | 21.3%        | 49.7%         | 43.3%         | 24.1%         |
| <b>영업비용(억원)</b> | <b>3,359</b> | <b>3,404</b> | <b>3,861</b> | <b>3,388</b> | <b>3,761</b> | <b>3,684</b> | <b>4,237</b> | <b>3,778</b> | <b>11,582</b> | <b>14,012</b> | <b>15,461</b> |
| 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%         |
| <b>영업이익(억원)</b> | <b>570</b>   | <b>-274</b>  | <b>-174</b>  | <b>-377</b>  | <b>-271</b>  | <b>-196</b>  | <b>-55</b>   | <b>38</b>    | <b>1,012</b>  | <b>-256</b>   | <b>-484</b>   |
| 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

| 일시         | 투자의견 | 목표주가    | 목표가격<br>대상시점 | 과리율     |                |
|------------|------|---------|--------------|---------|----------------|
|            |      |         |              | 평균주가대비  | 최고(최저)<br>주가대비 |
| 2020.01.15 | 매수   | 30,000원 | 6개월          |         |                |
| 2019.11.13 | 매수   | 30,000원 | 6개월          | -15.13% | -7.67%         |



### Compliance Notice

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

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

## 재무상태표

| 12월 결산(십억원)    | 2017 | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|------|-------|-------|-------|-------|
| <b>유동자산</b>    | 450  | 478   | 770   | 939   | 985   |
| 현금및현금성자산       | 104  | 223   | 365   | 497   | 536   |
| 매출채권및기타채권      | 45   | 59    | 56    | 70    | 73    |
| 재고자산           | 9    | 12    | 11    | 14    | 14    |
| <b>비유동자산</b>   | 350  | 553   | 555   | 617   | 648   |
| 장기금융자산         | 9    | 6     | 18    | 18    | 18    |
| 유형자산           | 171  | 331   | 305   | 277   | 246   |
| 무형자산           | 19   | 24    | 28    | 26    | 25    |
| <b>자산총계</b>    | 800  | 1,032 | 1,325 | 1,556 | 1,633 |
| <b>유동부채</b>    | 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     |
| <b>비유동부채</b>   | 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   |
| <b>부채총계</b>    | 469  | 649   | 1,011 | 1,284 | 1,384 |
| <b>지배주주지분</b>  | 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     |
| <b>자본총계</b>    | 331  | 382   | 314   | 273   | 249   |
| <b>부채외자본총계</b> | 800  | 1,032 | 1,325 | 1,556 | 1,633 |

## 현금흐름표

| 12월 결산(십억원)         | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>영업활동현금흐름</b>     | 143  | 120  | 558   | 137   | 75    |
| 당기순이익(손실)           | 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 감소(증가)   | -16  | -12  | 3     | -15   | -3    |
| 재고자산감소(증가)          | -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   |
| <b>투자활동현금흐름</b>     | -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     |
| <b>재무활동현금흐름</b>     | 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   |
| <b>현금의 증가(감소)</b>   | -65  | 119  | 142   | 133   | 39    |
| 기초현금                | 168  | 104  | 223   | 365   | 497   |
| 기말현금                | 104  | 223  | 365   | 497   | 536   |
| FCF                 | -1   | -10  | 26    | 44    | 22    |

자료 : 제주항공, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

| 12월 결산(십억원)     | 2017 | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|-------|
| <b>매출액</b>      | 996  | 1,259 | 1,376 | 1,498 | 1,644 |
| <b>매출원가</b>     | 775  | 1,016 | 1,240 | 1,370 | 1,477 |
| <b>매출총이익</b>    | 222  | 244   | 135   | 128   | 166   |
| 매출총이익률 (%)      | 22.2 | 19.4  | 9.8   | 8.5   | 10.1  |
| <b>판매비와관리비</b>  | 120  | 143   | 161   | 176   | 193   |
| <b>영업이익</b>     | 101  | 101   | -26   | -48   | -27   |
| 영업이익률 (%)       | 10.2 | 8.0   | -1.9  | -3.2  | -1.6  |
| <b>비영업손익</b>    | 0    | -8    | -35   | 2     | 2     |
| 순금융비용           | -3   | -3    | 25    | 33    | 37    |
| 외환관련손익          | -1   | -1    | -2    | -2    | -2    |
| 관계기업투자등 관련손익    | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>세전계속사업이익</b> | 101  | 93    | -60   | -46   | -24   |
| 세전계속사업이익률 (%)   | 10.2 | 7.4   | -4.4  | -3.1  | -1.5  |
| <b>계속사업법인세</b>  | 23   | 22    | -15   | -11   | -6    |
| <b>계속사업이익</b>   | 78   | 71    | -46   | -35   | -18   |
| <b>중단사업이익</b>   | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>*법인세효과</b>   | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>당기순이익</b>    | 78   | 71    | -46   | -35   | -18   |
| 순이익률 (%)        | 7.8  | 5.6   | -3.3  | -2.4  | -1.1  |
| <b>지배주주</b>     | 78   | 71    | -46   | -35   | -18   |
| 지배주주귀속 순이익률(%)  | 7.8  | 5.6   | -3.3  | -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     |
| <b>EBITDA</b>   | 127  | 137   | 102   | 98    | 82    |

## 주요투자지표

| 12월 결산(십억원)            | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|-------|
| <b>성장성 (%)</b>         |        |        |        |        |       |
| 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    |
| <b>수익성 (%)</b>         |        |        |        |        |       |
| 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   |
| <b>안정성 (%)</b>         |        |        |        |        |       |
| 유동비율                   | 122.2  | 118.6  | 162.6  | 166.4  | 176.4 |
| 부채비율                   | 141.5  | 169.8  | 322.3  | 470.5  | 556.6 |
| 순차입금/자기자본              | -88.1  | -54.6  | -37.2  | -38.2  | -26.0 |
| EBITDA/이자비용(배)         | 279.2  | 92.1   | 3.6    | 2.6    | 2.0   |
| <b>주당지표 (원)</b>        |        |        |        |        |       |
| 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     |
| <b>Valuation지표 (배)</b> |        |        |        |        |       |
| 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@sk.co.kr  
02-3773-9180

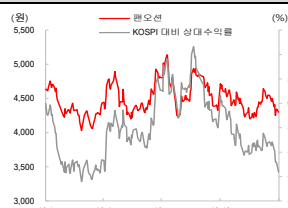
## Company Data

|           |           |
|-----------|-----------|
| 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%     |
| 외국인지분률    | 11.30%    |
| 배당수익률     | 0.00%     |

## Stock Data

|              |            |
|--------------|------------|
| 주가(20/01/14) | 4,345 원    |
| KOSPI        | 2238.88 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 6,625억원, 영업이익은 562억원이 전망됨. 3Q19 대비 BDI가 급락해 벌크 매출액이 감소할 것으로 추정됨. 앞으로도 BDI는 비우호적일 것으로 전망되는데, 이는 IMO의 환경규제가 허상일 가능성이 있기 때문임. 이미 규제가 시행 중이지만 BDI는 연일 급락중임. 그러나 동사는 CVC 선대 증가로 분기 250억원 수준의 안정적 이익 창출이 기대됨. 이에 투자의견 매수와 목표주가 6,000원을 유지함

## 4Q19 매출액 6,625억원, 영업이익 562억원 전망

동사의 4Q19 매출액은 6,625억원, 영업이익은 562억원이 전망됨. 4Q19 평균 BDI는 1,562pts로 3Q19 평균인 2,030pts 대비 468pts 하락함(QoQ -23.1%). 이에 동사의 벌크 매출액은 4,837억원 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 562억원(QoQ -11.4%)이 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 6,000원 유지

그러나 2020년부터는 동사는 CVC 선대 증가로 분기당 영업이익 250억원 수준은 안정적으로 확보할 것으로 전망됨. 이에 투자의견 매수와 목표주가 6,000원을 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. 기 타      | 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)

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

자료: 팬오션, SK 증권

## 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 &<br>2020.12 |                          |
| 벌크   | 208,000 DWT | 2척  | 2020.9 & 2020.10              | Vale CVC 5년              |
| 컨테이너 | 1,800 TEU   | 2척  | 2019.11 & 2020.1              | 용선 선박 대체                 |
| 합계   |             | 17척 |                               |                          |

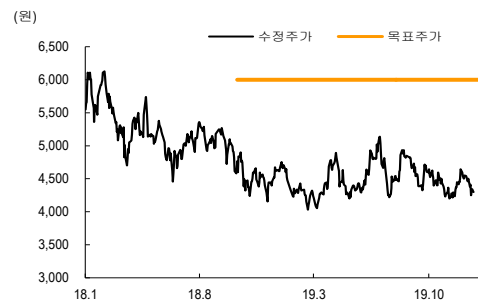
자료: 팬오션, SK 증권

## 팬오션 목표 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: SK 증권

| 일시         | 투자의견 | 목표주가   | 목표가격<br>대상시점 | 과리율     |                |
|------------|------|--------|--------------|---------|----------------|
|            |      |        |              | 평균주가대비  | 최고(최저)<br>주가대비 |
| 2020.01.20 | 매수   | 6,000원 | 6개월          |         |                |
| 2019.10.08 | 매수   | 6,000원 | 6개월          | -25.12% | -14.33%        |
| 2019.08.14 | 매수   | 6,000원 | 6개월          | -24.83% | -14.33%        |
| 2019.07.08 | 매수   | 6,000원 | 6개월          | -25.27% | -14.33%        |
| 2019.04.03 | 매수   | 6,000원 | 6개월          | -25.90% | -17.83%        |
| 2019.02.27 | 매수   | 6,000원 | 6개월          | -26.08% | -18.33%        |
| 2019.01.09 | 매수   | 6,000원 | 6개월          | -24.92% | -18.33%        |
| 2018.11.14 | 매수   | 6,000원 | 6개월          | -24.83% | -18.33%        |
| 2018.10.31 | 매수   | 6,000원 | 6개월          | -21.50% | -18.33%        |



### Compliance Notice

- 작성자(유승우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 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 (2020 년 1 월 20 일 기준)

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

## 재무상태표

| 12월 결산(십억원)    | 2017  | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>유동자산</b>    | 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    |
| <b>비유동자산</b>   | 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     |
| <b>자산총계</b>    | 3,894 | 4,120 | 4,582 | 4,925 | 5,290 |
| <b>유동부채</b>    | 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     |
| <b>비유동부채</b>   | 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    |
| <b>부채총계</b>    | 1,485 | 1,459 | 1,563 | 1,589 | 1,609 |
| <b>지배주주지분</b>  | 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     |
| <b>자본총계</b>    | 2,410 | 2,660 | 3,018 | 3,335 | 3,681 |
| <b>부채외자본총계</b> | 3,894 | 4,120 | 4,582 | 4,925 | 5,290 |

## 현금흐름표

| 12월 결산(십억원)         | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>영업활동현금흐름</b>     | 313  | 327  | 551   | 349   | 367   |
| 당기순이익(손실)           | 141  | 149  | 145   | 105   | 133   |
| 비현금성항목등             | 218  | 233  | 435   | 292   | 286   |
| 유형자산감각상각비           | 167  | 167  | 182   | 194   | 183   |
| 무형자산감각상각비           | 1    | 1    | 1     | 1     | 1     |
| 기타                  | 1    | 12   | 189   | 6     | 6     |
| 운전자본감소(증가)          | -46  | -53  | -20   | -13   | -10   |
| 매출채권및기타채권의 감소(증가)   | -15  | -22  | 4     | -12   | -8    |
| 재고자산감소(증가)          | -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   |
| <b>투자활동현금흐름</b>     | -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    |
| <b>재무활동현금흐름</b>     | -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   |
| <b>현금의 증가(감소)</b>   | -37  | 1    | 176   | 207   | 313   |
| 기초현금                | 245  | 208  | 209   | 385   | 592   |
| 기말현금                | 208  | 209  | 385   | 592   | 905   |
| FCF                 | 183  | 130  | 165   | 249   | 352   |

자료 : 팬오션, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

| 12월 결산(십억원)     | 2017  | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>매출액</b>      | 2,336 | 2,668 | 2,512 | 2,710 | 2,853 |
| <b>매출원가</b>     | 2,072 | 2,390 | 2,225 | 2,431 | 2,536 |
| <b>매출총이익</b>    | 264   | 278   | 287   | 278   | 316   |
| 매출총이익률 (%)      | 11.3  | 10.4  | 11.4  | 10.3  | 11.1  |
| <b>판매비와관리비</b>  | 69    | 74    | 72    | 77    | 81    |
| <b>영업이익</b>     | 195   | 204   | 215   | 201   | 235   |
| 영업이익률 (%)       | 8.4   | 7.6   | 8.6   | 7.4   | 8.2   |
| <b>비영업손익</b>    | -52   | -55   | -61   | -63   | -60   |
| 순금융비용           | 50    | 51    | 55    | 57    | 54    |
| 외환관련손익          | 4     | -1    | 0     | 0     | 0     |
| 관계기업투자 등 관련손익   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>세전계속사업이익</b> | 143   | 149   | 154   | 138   | 175   |
| 세전계속사업이익률 (%)   | 6.1   | 5.6   | 6.1   | 5.1   | 6.2   |
| <b>계속사업법인세</b>  | 2     | 0     | 9     | 33    | 42    |
| <b>계속사업이익</b>   | 141   | 149   | 145   | 105   | 133   |
| <b>중단사업이익</b>   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>*법인세효과</b>   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>당기순이익</b>    | 141   | 149   | 145   | 105   | 133   |
| 순이익률 (%)        | 6.1   | 5.6   | 5.8   | 3.9   | 4.7   |
| <b>지배주주</b>     | 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    |
| <b>EBITDA</b>   | 363   | 372   | 398   | 396   | 419   |

## 주요투자지표

| 12월 결산(십억원)            | 2017  | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>성장성 (%)</b>         |       |       |       |       |       |
| 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  |
| <b>수익성 (%)</b>         |       |       |       |       |       |
| ROE                    | 5.8   | 6.1   | 5.3   | 3.5   | 3.9   |
| ROA                    | 3.4   | 3.7   | 3.3   | 2.2   | 2.6   |
| EBITDA마진               | 15.5  | 14.0  | 15.9  | 14.6  | 14.7  |
| <b>안정성 (%)</b>         |       |       |       |       |       |
| 유동비율                   | 112.4 | 103.2 | 116.7 | 144.3 | 184.1 |
| 부채비율                   | 61.6  | 54.8  | 51.8  | 47.7  | 43.7  |
| 순차입금/자기자본              | 40.1  | 33.6  | 27.1  | 18.3  | 8.1   |
| EBITDA/이자비용(배)         | 7.0   | 6.8   | 6.8   | 6.2   | 6.5   |
| <b>주당지표 (원)</b>        |       |       |       |       |       |
| 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     |
| <b>Valuation지표 (배)</b> |       |       |       |       |       |
| 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@sk.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% |
| 외국인지분률      | 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 허상일 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%). 1개 분기 만에 급락 전환한 데 이어 1월 10일 기준 BDI는 774pts까지 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 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 시장이 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 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   |

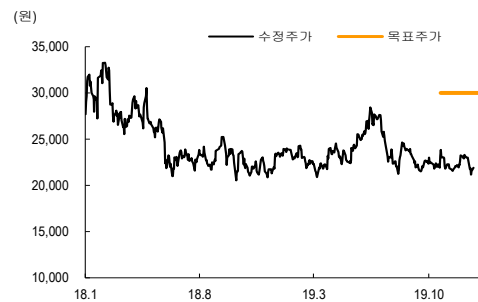
자료: 대한해운, SK 증권

## 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

| 일시         | 투자의견 | 목표주가    | 목표가격<br>대상시점 | 과리율     |                |
|------------|------|---------|--------------|---------|----------------|
|            |      |         |              | 평균주가대비  | 최고(최저)<br>주가대비 |
| 2020.01.20 | 매수   | 30,000원 | 6개월          |         |                |
| 2019.11.13 | 매수   | 30,000원 | 6개월          | -25.63% | -20.50%        |



## Compliance Notice

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

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2020년 1월 20일 기준)

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

재무상태표

| 12월 결산(십억원)    | 2017  | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>유동자산</b>    | 315   | 438   | 349   | 374   | 403   |
| 현금및현금성자산       | 48    | 77    | 34    | 38    | 57    |
| 매출채권및기타채권      | 146   | 149   | 127   | 138   | 143   |
| 재고자산           | 48    | 66    | 56    | 61    | 63    |
| <b>비유동자산</b>   | 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    |
| <b>자산총계</b>    | 2,587 | 2,956 | 3,383 | 3,760 | 4,206 |
| <b>유동부채</b>    | 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     |
| <b>비유동부채</b>   | 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    |
| <b>부채총계</b>    | 1,899 | 2,154 | 2,411 | 2,614 | 2,909 |
| <b>지배주주지분</b>  | 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   |
| <b>자본총계</b>    | 688   | 802   | 973   | 1,147 | 1,296 |
| <b>부채외자본총계</b> | 2,587 | 2,956 | 3,383 | 3,760 | 4,206 |

현금흐름표

| 12월 결산(십억원)         | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>영업활동현금흐름</b>     | 227  | 261  | 385   | 307   | 300   |
| 당기순이익(손실)           | 109  | 87   | 103   | 113   | 89    |
| 비현금성항목등             | 136  | 108  | 227   | 238   | 247   |
| 유형자산감각상각비           | 104  | 101  | 155   | 176   | 183   |
| 무형자산감각상각비           | 3    | 2    | 1     | 1     | 1     |
| 기타                  | 9    | 25   | 45    | -55   | -55   |
| 운전자본감소(증가)          | -12  | 71   | 72    | 0     | 0     |
| 매출채권및기타채권의 감소(증가)   | -74  | 14   | 28    | -11   | -5    |
| 재고자산감소(증가)          | -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   |
| <b>투자활동현금흐름</b>     | -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  |
| <b>재무활동현금흐름</b>     | 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  |
| <b>현금의 증가(감소)</b>   | -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 |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>매출액</b>      | 1,561 | 1,335 | 1,083 | 1,186 | 1,233 |
| <b>매출원가</b>     | 1,370 | 1,137 | 872   | 952   | 1,019 |
| <b>매출총이익</b>    | 191   | 197   | 211   | 234   | 214   |
| 매출총이익률 (%)      | 12.2  | 14.8  | 19.5  | 19.7  | 17.3  |
| <b>판매비와관리비</b>  | 90    | 54    | 50    | 59    | 62    |
| <b>영업이익</b>     | 101   | 144   | 161   | 175   | 152   |
| 영업이익률 (%)       | 6.5   | 10.8  | 14.9  | 14.7  | 12.3  |
| <b>비영업손익</b>    | 16    | -60   | -62   | -25   | -35   |
| 순금융비용           | 63    | 77    | 85    | 94    | 104   |
| 외환관련손익          | -25   | 15    | 13    | 13    | 13    |
| 관계기업투자등 관련손익    | 12    | 9     | -4    | 1     | 1     |
| <b>세전계속사업이익</b> | 116   | 84    | 99    | 150   | 117   |
| 세전계속사업이익률 (%)   | 7.5   | 6.3   | 9.2   | 12.6  | 9.5   |
| <b>계속사업법인세</b>  | 7     | -3    | -4    | 36    | 28    |
| <b>계속사업이익</b>   | 109   | 87    | 103   | 113   | 89    |
| <b>중단사업이익</b>   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>*법인세효과</b>   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>당기순이익</b>    | 109   | 87    | 103   | 113   | 89    |
| 순이익률 (%)        | 7.0   | 6.5   | 9.5   | 9.6   | 7.2   |
| <b>지배주주</b>     | 127   | 85    | 98    | 108   | 84    |
| 지배주주귀속 순이익률(%)  | 8.12  | 6.38  | 9.01  | 9.14  | 6.81  |
| <b>비지배주주</b>    | -18   | 2     | 5     | 5     | 5     |
| <b>총포괄이익</b>    | 31    | 117   | 163   | 174   | 150   |
| <b>지배주주</b>     | 53    | 113   | 107   | 118   | 94    |
| <b>비지배주주</b>    | -22   | 3     | 56    | 56    | 56    |
| <b>EBITDA</b>   | 208   | 247   | 318   | 351   | 336   |

주요투자지표

| 12월 결산(십억원)            | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>성장성 (%)</b>         |        |        |        |        |        |
| 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  |
| <b>수익성 (%)</b>         |        |        |        |        |        |
| 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   |
| <b>안정성 (%)</b>         |        |        |        |        |        |
| 유동비율                   | 54.4   | 56.0   | 43.0   | 40.2   | 38.1   |
| 부채비율                   | 276.1  | 268.6  | 247.9  | 227.9  | 224.5  |
| 순차입금/자기자본              | 236.3  | 212.9  | 210.9  | 194.5  | 192.7  |
| EBITDA/이자비용(배)         | 3.2    | 3.1    | 3.6    | 3.6    | 3.1    |
| <b>주당지표 (원)</b>        |        |        |        |        |        |
| 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      |
| <b>Valuation지표 (배)</b> |        |        |        |        |        |
| 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

---