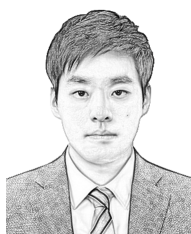


# SK COMPANY Analysis



Analyst  
유승우

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

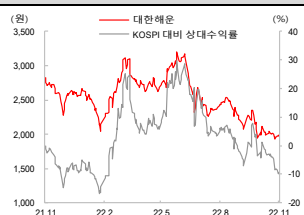
## Company Data

자본금	160 십억원
발행주식수	31,918 만주
자사주	839 만주
액면가	500 원
시가총액	634 십억원
주요주주	
에스엠하이플러스외	49.35%
4) 국민연금공단	5.01%
외국인지분률	6.80%
배당수익률	0.00%

## Stock Data

주가(22/11/02)	1,985 원
KOSPI	2336.87 pt
52주 Beta	1.16
52주 최고가	3,205 원
52주 최저가	1,930 원
60일 평균 거래대금	2 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	2.1%	-5.9%
6개월	-27.3%	-16.4%
12개월	-29.7%	-9.4%

## 대한해운 (005880/KS | 매수(유지) | T.P 2,500 원(하향))

### BDI 약세의 대안

동사는 장기 화물 운송 계약 물량이 많아 BDI가 약세일 때 수익성이 돋보이는 측면이 있음. 최근 벌크선 시황은 중국 수요 침체, 선박 공급 증대로 BDI 약세 구간이 불가피한 상황이므로 동사 투자 의견 매수 유지함. 그러나 금리 인상 기조로 이자 부담이 커지며 동사의 지속 가능한 ROE 수준이 내려갈 것으로 판단되며 자기자본비용이 상승해 Target PBR도 하향됨. 이에 목표주가는 기존 3,500 원에서 2,500 원으로 하향 조정함

### BDI 약세일 때 방어적 매력 부각됨

BDI가 약세 구간일 때 동사는 안정적인 장기 계약 매출을 기반으로 수익성이 방어되는 경향이 있음. 최근 BDI는 9월 한 때 1,000pts 아래로 내려간 이후 기계적 반등에 성공했지만 1,600pts ~ 1,700pts 구간을 벗어나지 못하고 있음. 중국의 경기 침체로 인한 수요 부진으로 벌크 화물 물동량이 주춤하고 있기 때문임. 아울러 선박 공급 측면에서도 평년 대비 널널한 상황임. 10월 평균 중국 연안 벌크선 혼잡도(Port Congestion Index)는 545만 DWT으로 2021년 10월의 799만 DWT, 2020년 10월의 711만 DWT, 2019년 10월의 631만 DWT에 비해 낮게 형성되어 있음. 10월 말 기준으로는 497만 DWT으로 YoY -39.5% 수준의 혼잡도를 기록 중임. 그만큼 선박 수급이 용이하다는 의미이며 BDI의 기초적인 상승세를 기대하기 어려운 상황이기 때문에 동사에게 유리함

### 투자의견 매수 유지, 목표주가 3,500 원 → 2,500 원으로 하향

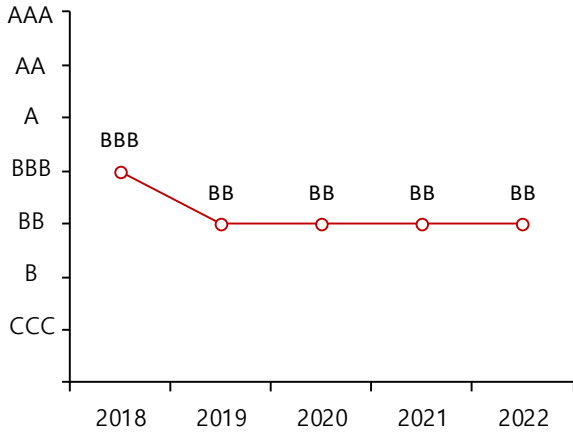
이에 투자의견은 매수를 유지함. 그러나 목표주가는 기존 3,500 원에서 2,500 원으로 28.6% 하향 조정함. 각 국 중앙은행들의 연이은 금리 인상 기조로 기업과 가계의 이자 부담이 커지고 있음. 동사도 예외 없으며 이자비용은 2022년 말 기준 776 억원, 2023년 말 기준 1,465 억원으로 기존 추정치 대비 2배 수준으로 높아질 것으로 전망됨. 이에 따른 순이익 감소로 지속 가능한 ROE 수준이 기존 6.6%에서 5.4%로 낮아질 것으로 추정되며 금리 인상으로 자기자본비용도 기존 9.1%에서 10.1%로 상향됨. 이에 적정 PBR이 기존 0.69 배에서 0.48 배로 하향되었고 12M Fwd BPS 5,773 원을 적용한 목표 주가는 2,500 원임

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	십억원	1,006	884	1,154	1,484	1,502	1,517
yoy	%	-21.7	-12.1	30.5	28.6	1.2	1.0
영업이익	십억원	129	146	204	268	278	296
yoy	%	-4.6	13.3	39.7	31.4	3.7	6.7
EBITDA	십억원	252	277	324	423	451	468
세전이익	십억원	89	27	324	259	206	224
순이익(지배주주)	십억원	91	9	246	200	130	144
영업이익률%	%	12.8	16.5	17.7	18.1	18.5	19.5
EBITDA%	%	25.1	31.4	28.1	28.5	30.0	30.9
순이익률	%	10.1	3.1	26.6	15.2	10.4	11.2
EPS(계속사업)	원	343	33	838	627	409	451
PER	배	6.3	85.1	3.2	3.2	4.9	4.4
PBR	배	0.7	1.0	0.7	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	배	10.3	9.7	8.7	6.4	6.1	5.7
ROE	%	11.5	1.1	23.9	13.9	7.6	7.3
순차입금	십억원	1,970	1,870	1,696	1,747	1,772	1,637
부채비율	%	273.2	292.1	154.3	138.0	124.0	109.9

## ESG 하이라이트

### 대한해운의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

### Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
<b>대한해운 종합 등급</b>	<b>BB</b>	<b>NA</b>	<b>34.4</b>
환경(Environment)	118	NA	14.0
사회(Social)	408	NA	14.3
지배구조(Governance)	525	NA	74.7
<b>&lt;비교업체 종합 등급&gt;</b>			
팬오션	BBB	C-	43.7

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

### SK 증권 리서치의 대한해운 ESG 평가

ESG 에 대해 대체로 긍정적인 평가를 내릴 수 있다. 대한해운은 온실가스 배출량을 전년 대비 7.1% 감축하는 내용의 친환경 목표를 제시하고 IMO 에서 요구하는 선박별 EEXI(현존선에너지 효율지수)를 충족시키려고 250 만달러를 예산에 책정했다. 또 국내 최초 LNG 병커링선 < SM 제주 LNG2 >호와 영국 에너지기업인 셸과 체결한 장기 대선 계약에 배선한 < K로터스 >호를 운항하며 세계 LNG 연료공급 시장에서 미래 먹거리를 확보했다. 아울러 최근 3 개년 운항률 데이터를 산출, 향후 시행 예정인 CII(탄소대응집약도지수) 가상 시뮬레이션을 진행했다.

자료: SK 증권

### 대한해운의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
NA			

자료: KRX, SK 증권

### 대한해운의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2022.9.6	환경 (Environment)	대한해운, '전담조직 신설-온실가스 7% 감축' ESG 경영 원년 선언
2021.9.8	지배구조 (Governance)	대한해운, ESG 경영-안전 관리 조직 신설
2021.4.1	지배구조 (Governance)	대한해운, 유증 결정에 8%대 급락..."주주가치 희석"
2017.1.3	지배구조 (Governance)	SM 그룹 대한해운, 한진해운 자산 인수 주주반대로 실패
2016.11.23	사회 (Social)	한진해운 절반의 생존...천 명 실직 위기
2016.1.7	지배구조 (Governance)	대법, 대한해운 주주 증권사 손배소 파기환송

자료: 주요 언론사, SK 증권

대한해운 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E
<b>매출액</b>	<b>2,255</b>	<b>2,684</b>	<b>3,097</b>	<b>3,502</b>	<b>3,498</b>	<b>4,291</b>	<b>3,517</b>	<b>3,535</b>	<b>8,851</b>	<b>11,538</b>	<b>14,841</b>
YoY	-2.2%	27.3%	40.5%	56.9%	55.1%	59.9%	13.6%	0.9%	-12.0%	30.4%	28.6%
<b>벌크</b>	<b>1,023</b>	<b>1,324</b>	<b>1,784</b>	<b>2,037</b>	<b>1,886</b>	<b>2,343</b>	<b>1,846</b>	<b>1,895</b>	<b>4,010</b>	<b>6,169</b>	<b>7,970</b>
YoY	-8.0%	48.3%	87.2%	93.7%	84.4%	76.9%	3.5%	-7.0%	-17.4%	53.8%	29.2%
<b>LNG선</b>	<b>399</b>	<b>352</b>	<b>428</b>	<b>581</b>	<b>643</b>	<b>707</b>	<b>758</b>	<b>743</b>	<b>1,571</b>	<b>1,760</b>	<b>2,851</b>
YoY	10.6%	-11.0%	-4.8%	59.2%	61.1%	100.9%	77.0%	28.0%	-18.3%	12.1%	62.0%
<b>탱커선</b>	<b>232</b>	<b>264</b>	<b>255</b>	<b>275</b>	<b>316</b>	<b>345</b>	<b>301</b>	<b>278</b>	<b>929</b>	<b>1,027</b>	<b>1,240</b>
YoY	-6.6%	6.9%	13.0%	32.5%	35.8%	30.8%	18.0%	1.0%	208.3%	10.5%	20.8%
<b>컨테이너선</b>	<b>25</b>	<b>24</b>	<b>15</b>	<b>-0</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>201</b>	<b>64</b>	<b>0</b>
YoY	-58.8%	-57.3%	-72.5%	-100.0%	-100.0%	-100.0%	0.0%	0.0%	-60.7%	-68.4%	-100.0%
<b>무역업</b>	<b>217</b>	<b>277</b>	<b>203</b>	<b>226</b>	<b>330</b>	<b>416</b>	<b>206</b>	<b>228</b>	<b>517</b>	<b>923</b>	<b>1,180</b>
YoY	32.1%	158.8%	104.5%	54.6%	51.9%	50.4%	1.5%	1.0%	-40.6%	78.6%	27.9%
<b>기타</b>	<b>359</b>	<b>443</b>	<b>412</b>	<b>383</b>	<b>324</b>	<b>479</b>	<b>406</b>	<b>390</b>	<b>1,624</b>	<b>1,597</b>	<b>1,600</b>
YoY	-0.3%	7.9%	-2.3%	-11.2%	-9.7%	8.1%	-1.5%	2.0%	1.7%	-1.6%	0.2%
<b>영업이익</b>	<b>407</b>	<b>457</b>	<b>553</b>	<b>622</b>	<b>736</b>	<b>687</b>	<b>628</b>	<b>629</b>	<b>1,469</b>	<b>2,039</b>	<b>2,679</b>
YoY	20.6%	29.1%	36.6%	66.8%	80.6%	50.4%	13.6%	1.0%	14.1%	38.8%	31.4%
OPM	18.1%	17.0%	17.8%	17.8%	21.0%	16.0%	17.9%	17.8%	16.6%	17.7%	18.1%
<b>벌크선</b>	<b>197</b>	<b>264</b>	<b>326</b>	<b>460</b>	<b>519</b>	<b>581</b>	<b>392</b>	<b>410</b>	<b>696</b>	<b>1,247</b>	<b>1,901</b>
OPM	19.3%	19.9%	18.3%	22.6%	27.5%	24.8%	21.2%	21.6%	17.4%	20.2%	23.9%
<b>LNG선</b>	<b>96</b>	<b>31</b>	<b>102</b>	<b>77</b>	<b>130</b>	<b>-55</b>	<b>115</b>	<b>112</b>	<b>274</b>	<b>306</b>	<b>303</b>
OPM	24.1%	8.9%	23.8%	13.2%	20.2%	-7.8%	15.2%	15.1%	17.4%	17.4%	10.6%
<b>탱커선</b>	<b>72</b>	<b>80</b>	<b>74</b>	<b>76</b>	<b>86</b>	<b>77</b>	<b>89</b>	<b>78</b>	<b>316</b>	<b>303</b>	<b>330</b>
OPM	30.9%	30.4%	29.1%	27.7%	27.2%	22.3%	29.7%	28.0%	34.0%	29.5%	26.6%
<b>컨테이너</b>	<b>15</b>	<b>17</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>74</b>	<b>26</b>	<b>0</b>
OPM	61.1%	70.3%	-18.2%	79159.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	37.0%	41.1%	0.0%
<b>무역업</b>	<b>11</b>	<b>8</b>	<b>4</b>	<b>-5</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>-2</b>	<b>18</b>	<b>25</b>
OPM	4.9%	3.1%	1.8%	-2.1%	2.4%	2.3%	1.6%	1.8%	-0.3%	2.0%	2.1%
<b>기타</b>	<b>16</b>	<b>56</b>	<b>49</b>	<b>18</b>	<b>-7</b>	<b>75</b>	<b>28</b>	<b>24</b>	<b>111</b>	<b>139</b>	<b>120</b>
OPM	4.6%	12.7%	11.9%	4.6%	-2.1%	15.6%	8.2%	7.9%	6.9%	8.7%	7.5%

자료: 대한해운, SK 증권

## 대한해운 목표주가 산출

(단위: 억원)	3Q23E	3Q24E	3Q25E
순이익(지배주주지분)	1,122	1,421	1,481
자본총계(지배주주지분)	21,797	24,764	27,792
ROE(지배주주지분)	5.1%	5.7%	5.3%
가중치	0.33	0.33	0.33
적정 ROE(지배주주지분)	5.4%		
영구성장률	1%		
자기자본비용	10.1%		
무위험수익률	4.1%		
리스크프리미엄	6.0%		
베타	1.01		
Target PBR	0.48		
12M Fwd BPS (원)	5,773		
<b>목표 주가 (원)</b>	<b>2,500</b>		
<b>현재 주가 (원)</b>	<b>1,985</b>		
<b>상승 여력</b>	<b>26%</b>		

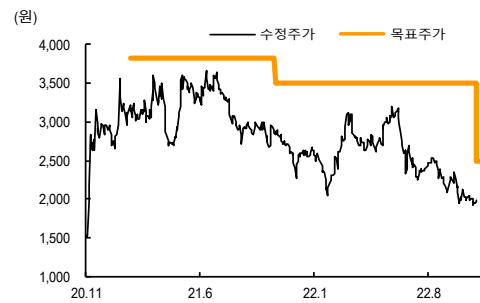
자료: DataGuide, SK 증권

## 대한해운 추정치 변경

	추정치 변경 전		추정치 변경 후		변동 폭	
	3Q22E	2022E	3Q22E	2022E	3Q22E	2022E
매출액(억원)	3,340	13,665	3,517	14,841	5.3%	8.6%
영업이익(억원)	604	2,569	628	2,679	3.9%	4.3%
목표주가(원)	3,500		2,500		-28.6%	

자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.11.03	매수	2,500원	6개월		
2022.05.18	매수	3,500원	6개월	-27.26%	-8.43%
2021.10.22	매수	3,500원	6개월	-24.20%	-11.00%
2021.01.25	매수	3,820원	6개월	-17.49%	-3.93%



### 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 (2022년 11월 3일 기준)

매수	95.76%	중립	4.24%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>유동자산</b>	431	502	679	743	901
현금및현금성자산	95	101	184	245	399
매출채권및기타채권	64	111	143	145	146
재고자산	56	105	135	137	138
<b>비유동자산</b>	2,914	3,357	3,779	4,091	4,256
장기금융자산	669	690	766	766	766
유형자산	1,923	2,355	2,664	2,791	2,769
무형자산	10	10	10	10	10
<b>자산총계</b>	3,346	3,860	4,458	4,834	5,157
<b>유동부채</b>	597	390	554	576	602
단기금융부채	473	231	349	369	393
매입채무 및 기타채무	59	102	131	133	134
단기충당부채	15	1	1	1	1
<b>비유동부채</b>	1,896	1,951	2,031	2,099	2,098
장기금융부채	1,673	1,709	1,744	1,809	1,805
장기매입채무 및 기타채무	4	36	36	36	36
장기충당부채	47	19	23	23	23
<b>부채총계</b>	2,492	2,342	2,585	2,676	2,700
<b>지배주주지분</b>	772	1,287	1,599	1,841	2,097
자본금	122	160	160	160	160
자본잉여금	43	188	188	188	188
기타자본구성요소	-8	-8	-8	-8	-8
자기주식	-15	-15	-15	-15	-15
이익잉여금	402	653	853	983	1,127
비지배주주지분	81	232	274	317	360
<b>자본총계</b>	853	1,518	1,873	2,158	2,457
<b>부채외자본총계</b>	3,346	3,860	4,458	4,834	5,157

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>영업활동현금흐름</b>	259	309	443	403	415
당기순이익(손실)	28	307	226	156	170
비회계성항목등	242	25	195	295	298
유형자산감가상각비	131	120	155	173	172
무형자산감가상각비	1	0	0	0	0
기타	71	-78	-15	-43	-45
운전자본감소(증가)	-10	-20	48	1	1
매출채권및기타채권의 감소(증가)	21	10	-11	-2	-1
재고자산감소(증가)	2	-46	-21	-2	-1
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	26	19	11	2	1
기타	-58	-3	70	3	3
법인세납부	-2	-3	-26	-50	-54
<b>투자활동현금흐름</b>	-203	-123	-233	-281	-128
금융자산감소(증가)	-17	-90	-5	0	0
유형자산감소(증가)	-286	-24	-249	-300	-150
무형자산감소(증가)	0	0	0	0	0
기타	101	-8	22	19	22
<b>재무활동현금흐름</b>	-59	-222	-139	-62	-132
단기금융부채증가(감소)	-377	-400	-25	20	24
장기금융부채증가(감소)	57	-90	-38	65	-4
자본의증가(감소)	-5	184	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	265	84	-76	-147	-152
<b>현금의 증가(감소)</b>	-4	5	84	60	155
기초현금	100	95	101	184	245
기말현금	95	101	184	245	399
FCF	105	185	122	85	248

자료 : 대한해운, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출액</b>	884	1,154	1,484	1,502	1,517
<b>매출원가</b>	680	887	1,142	1,148	1,142
<b>매출총이익</b>	204	267	342	355	375
매출총이익률 (%)	23.0	23.1	23.1	23.6	24.7
<b>판매비와관리비</b>	58	63	74	77	78
<b>영업이익</b>	146	204	268	278	296
영업이익률 (%)	16.5	17.7	18.1	18.5	19.5
<b>비영업손익</b>	-119	120	-9	-72	-72
순금융비용	85	53	64	127	130
외환관련손익	-40	43	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	5	13	13	13
<b>세전계속사업이익</b>	27	324	259	206	224
세전계속사업이익률 (%)	3.0	28.1	17.4	13.7	14.8
<b>계속사업법인세</b>	-1	17	33	50	54
<b>계속사업이익</b>	28	307	226	156	170
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	28	307	226	156	170
순이익률 (%)	3.1	26.6	15.2	10.4	11.2
<b>지배주주</b>	9	246	200	130	144
지배주주귀속 순이익률(%)	0.99	21.33	13.49	8.68	9.49
<b>비지배주주</b>	19	60	26	26	26
<b>총포괄이익</b>	-37	396	355	285	299
<b>지배주주</b>	-52	328	312	242	256
<b>비지배주주</b>	15	68	43	43	43
<b>EBITDA</b>	277	324	423	451	468

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-12.1	30.5	28.6	1.2	1.0
영업이익	13.3	39.7	31.4	3.7	6.7
세전계속사업이익	-70.3	1,119.1	-20.2	-20.3	8.7
EBITDA	10.0	17.0	30.3	6.7	3.8
EPS(계속사업)	-90.3	2,417.3	-25.1	-34.9	10.4
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	1.1	23.9	13.9	7.6	7.3
ROA	0.8	8.5	5.4	3.4	3.4
EBITDA마진	31.4	28.1	28.5	30.0	30.9
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	72.3	128.7	122.7	129.0	149.7
부채비율	292.1	154.3	138.0	124.0	109.9
순차입금/자기자본	219.1	111.7	93.3	82.1	66.6
EBITDA/이자비용(배)	3.1	4.8	5.5	3.1	3.1
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	33	838	627	409	451
BPS	2,924	4,031	5,009	5,769	6,571
CFPS	531	1,248	1,113	952	990
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	94.7	4.4	5.1	7.8	7.1
PER(최저)	29.5	2.7	3.1	4.7	4.3
PBR(최고)	1.1	0.9	0.6	0.6	0.5
PBR(최저)	0.3	0.6	0.4	0.3	0.3
PCR	5.3	2.1	1.8	2.1	2.0
EV/EBITDA(최고)	10.0	9.7	7.3	7.0	6.5
EV/EBITDA(최저)	8.0	8.3	6.3	6.1	5.7