

# SK COMPANY Analysis



Analyst

유승우

yswbest@sk.com

02-3773-9180

## Company Data

자본금	2,833 억원
발행주식수	5,667 만주
자사주	1,016 만주
액면가	5,000 원
시가총액	81,032 억원
주요주주	
현대로보틱스(외14)	39.00%
현대중공업 자사주	17.92%
외국인지분률	17.40%
배당수익률	0.00%

## Stock Data

주가(17/09/01)	143,000 원
KOSPI	2357.69 pt
52주 Beta	0.93
52주 최고가	186,500 원
52주 최저가	117,242 원
60일 평균 거래대금	447 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-21.6%	-19.5%
6개월	-1.8%	-12.8%
12개월	18.0%	1.7%

현대중공업 (009540/KS | 중립(신규편입) | T.P 172,000 원(신규편입))

## 고부가가치 선박 수주 난항 예상

동사는 CMA CGM 이 발주한 22,000TEU 급 대형 컨테이너선 수주 경쟁에서 중국의 후동중화조선, 상하이외고조선에게 밀리는 모습을 보임. 이는 고부가가치 선박 시장으로의 중국 조선소들의 진입이라는 측면에서 동사와 같은 컨테이너선 강자에게는 위협 요인으로 작용함. 아울러 연초 이후 LNG 탱커 발주도 녹록치 않아 향후 고(高)선가 선박 시장에서의 수주에 난항을 겪을 것으로 보임.

## CMA CGM 의 대형 컨테이너선 수주 실패의 의미

역사적으로 한국 조선소가 인도한 컨테이너선은 총 1,145 만 TEU 로 중국 341 만 TEU, 일본 416 만 TEU 대비 압도적 우위를 보였음. 또한 연도별 인도 물량 중 가장 큰 컨테이너선의 규모는 대한민국이 평균 49% 상회함. 그러나 동사는 CMA CGM 이 발주한 9 척의 대형 컨테이너선(옵선 3 척 포함) 수주에 실패함. 경쟁 업체였던 중국 조선소가 낮은 선가를 제시해 수주에 성공한 것으로 알려짐. 이번 발주 물량은 22,000TEU 급의 초대형 컨테이너선으로 LNG 탱커 다음으로 고(高)선가의 선박임. 중국 조선소가 상대적으로 부가가치가 낮은 벌크선을 넘어서 컨테이너선 시장까지 넘보는 상황임.

## LNG 탱커 시장의 발주 여건도 녹록치 않으며 내년까지 매출액 급감할 것

SK 증권 리서치센터는 지난 7 월 3 일 “남쪽 나라 LNG 의 위기, 그리고 조선 이야기: Global New Energy Roadmap Episode II”에서 LNG 탱커 시장은 공급 과잉 심화와 낮은 용선료로 추가적 발주가 어렵다는 의견 제시함. 동사 수주 현황을 보더라도 최근 FSRU 1 척을 수주한 것 외에 연초 이후 LNG 탱커 수주량은 기대에 못 미침. LNG 탱커와 함께 대형 컨테이너선 수주 여부도 불투명해짐에 따라 고부가가치 선박 수주 난항이 예상됨. 그리고 수주 부족으로 2Q18 까지는 매출액이 지속적으로 감소할 전망.

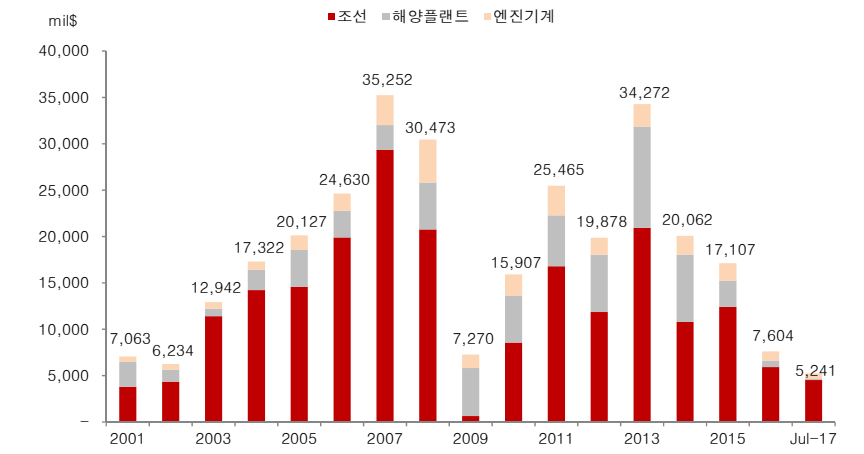
## 목표주가 172,000 원, 투자의견 중립으로 커버리지 시작

밸류에이션은 2011 년도 컨테이너선 수주로 주가가 오르기 전인 2010 년도에 신규 수주 없이 받았던 12M Fwd PBR 인 1.18 배를 30% 할인한 0.83 배를 적용, 목표주가를 172,000 제시함. 2017 년 추정 순이익은 반기 보고서의 중단사업이익을 반영한 것임.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	525,824	462,317	393,173	187,217	161,155	167,327
yoy	%	-3.0	-12.1	-15.0	-52.4	-13.9	3.8
영업이익	억원	-32,495	-15,401	16,419	5,199	3,625	5,106
yoy	%	적전	적지	흑전	-68.3	-30.3	40.8
EBITDA	억원	-22,313	-4,719	25,337	14,743	9,136	10,836
세전이익	억원	-31,050	-18,414	10,859	2,874	2,839	3,244
순이익(지배주주)	억원	-17,692	-13,499	5,451	29,777	460	767
영업이익률%	%	-6.2	-3.3	4.2	2.8	2.3	3.1
EBITDA%	%	-4.2	-1.0	6.4	7.9	5.7	6.5
순이익률	%	-4.2	-3.0	1.7	16.8	1.3	1.5
EPS	원	-23,279	-17,762	7,173	1,710	746	1,244
PER	배	N/A	N/A	18.0	83.6	191.8	115.0
PBR	배	0.5	0.4	0.6	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	-9.9	-42.5	9.0	8.2	12.1	10.1
ROE	%	-10.9	-9.3	3.7	21.4	0.4	0.7
순차입금	억원	113,093	110,562	94,484	41,396	51,577	60,075
부채비율	%	220.9	220.9	175.3	168.8	158.3	154.7

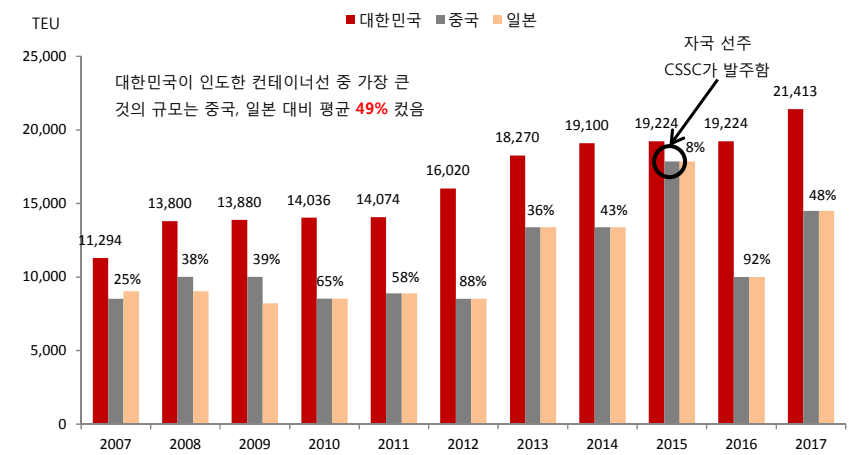
## 현대중공업의 연도별 신규수주 추이



자료 : 현대중공업 SK 증권

7월은 유럽의 주요 선주들의 휴가 시즌으로 발주가 잦아드는 모습이였다. 게다가 대형 컨테이너선 수주 실패는 향후 발주 물량에 대한 수주 가능성에 의구심이 생기는 대목이다. 연도별 인도 물량 기준으로 항상 가장 큰 컨테이너선은 대한민국이 수주해 왔으며 규모적으로도 중국과 일본 대비 평균 49% 큰 선박들을 인도해 왔다.

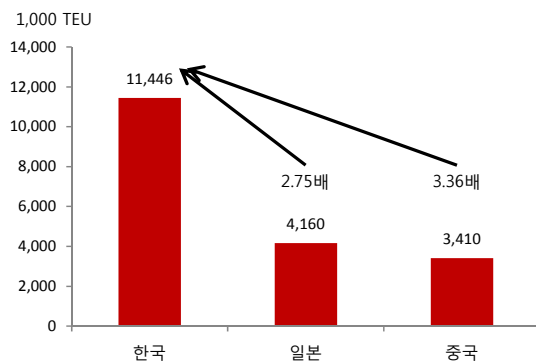
## 연도별 인도 물량 중 가장 큰 컨테이너선의 규모는 대한민국이 평균 49% 상회함



자료 : Clarksons Research, SK 증권

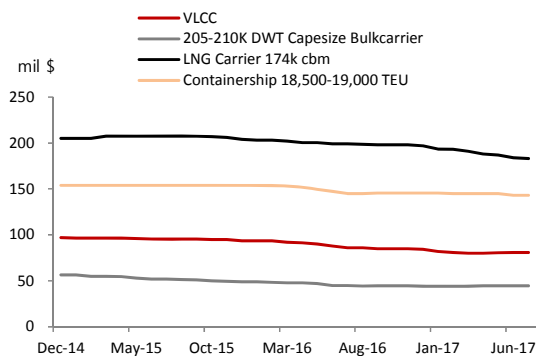
역사적으로 한국 조선소가 인도한 컨테이너선은 총 1,145 만 TEU 로 중국 341 만 TEU, 일본 416 만 TEU 대비 압도적 우위를 보였음. 그리고 대형 컨테이너선은 LNG 탱커와 함께 고부가가치 선박이기 때문에 금번 CMA CGM 수주 실패는 향후 고부가가치 선박 시장에서의 경쟁 격화 국면으로의 진입을 의미한다. 따라서 앞으로 나올 발주 물량을 중국 조선소가 얼마나 수주해 가는지가 관건이 될 것이다. 게다가 후판 가격이 오를 것으로 전망되는 가운데 중국 조선소와의 경쟁이 격화되면 선가를 올리기 힘들어 마진 스쿼드도 불가피할 것이다.

#### 대한민국의 컨테이너선 인도량은 일본의 2.75 배, 중국의 3.36 배



자료 : Clarksons Research, SK 증권

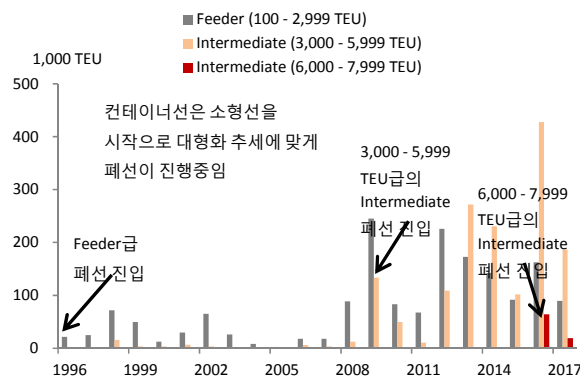
#### LNG 탱커와 대형 컨테이너선은 고부가가치 선박임



자료 : Clarksons Research, SK 증권

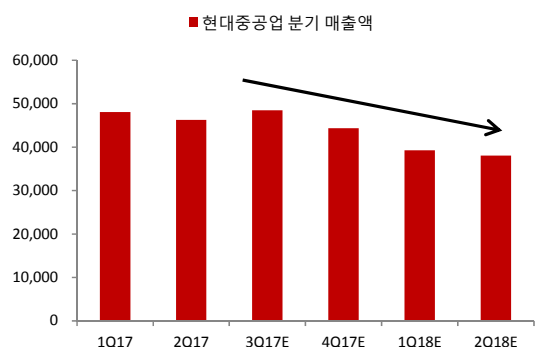
중국 조선소에게 점유율을 빼앗긴다는 것은 매우 아쉬운 소식이다. 대형화 추세에 맞게 소형선들이 폐선에 들어가고 있다는 점에서 대형선의 발주가 나올 가능성이 있으나 저선가 전략을 취하지 않으면 많은 수주 물량을 받아가기 힘들 것으로 판단되기 때문이다.

#### 컨테이너선대는 대형화 추세에 맞게 소형선이 폐선중임



자료 : Clarksons Research, SK 증권

#### 2018 년 2 분기까지 매출액 감소는 불가피함



자료 : Dart, SK 증권

이는 밸류에이션의 할인 요인으로 작용한다. 기존에 2011년에 컨테이너선 수주로 주가가 오르기 전인 2010년에 신규 수주 없이 받았던 Fwd PBR 1.18 배를 Target PBR로 부여했으나 이에 30% 할인을 주었다.

Valuation Table

	2017E	2018E	2019E
ROE 추정치	21.4%	0.4%	0.7%
BPS 추정치	210,484	208,648	210,707
업종 ROE	3.3% 대우조선해양 제외한 3사 합산 ROE		
적용 BPS	210,161 연도별 추정 BPS를 가중평균함		
Target Multiple	0.83 2010년도 부여받았던 Fwd PBR에서 30% 할인		
목표주가	<b>172,000</b>		
현재주가	143,500		
Upside Potential	<b>21%</b>		

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2017.09.04	중립	172,000원	6개월		
	담당자변경				
2017.08.02	매수	235,000원	6개월		
2017.07.02	매수	235,000원	6개월		
2015.10.26	중립	101,758원	6개월	-217%	348%



### 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 (2017년 9월 4일 기준)

매수	91.72%	중립	8.28%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	271,760	260,366	190,887	172,899	172,214
현금및현금성자산	31,053	43,269	37,724	26,628	22,095
매출채권및기타채권	113,571	99,330	57,893	57,891	60,108
재고자산	44,922	39,073	37,443	32,231	33,465
<b>비유동자산</b>	225,568	232,125	132,504	134,364	132,967
장기금융자산	16,827	7,397	7,548	7,548	7,548
유형자산	163,200	190,113	118,542	121,250	123,763
무형자산	21,402	19,630	1,697	1,886	2,051
<b>자산총계</b>	497,328	492,492	323,392	307,263	305,181
<b>유동부채</b>	230,606	232,372	182,273	168,167	166,205
단기금융부채	100,835	124,995	108,842	88,842	83,842
매입채무 및 기타채무	108,098	87,331	63,887	71,109	73,832
단기충당부채	41	53	25	22	23
<b>비유동부채</b>	111,732	81,223	20,824	20,150	19,172
장기금융부채	95,184	65,348	15,270	34,355	43,319
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	7,158	9,323	4,209	4,106	3,837
<b>부채총계</b>	342,339	313,594	203,097	188,317	185,376
<b>지배주주지분</b>	137,361	159,365	119,272	118,231	119,398
자본금	3,800	3,800	2,833	2,833	2,833
자본잉여금	11,249	11,249	-396	-11,896	-19,496
기타자본구성요소	-13,416	-13,679	-83,831	-83,831	-83,831
자기주식	-9,669	-9,669	-816	-816	-816
이익잉여금	128,188	134,334	167,390	167,849	168,616
비지배주주지분	17,628	19,533	1,022	715	407
<b>자본총계</b>	154,990	178,898	120,294	118,946	119,805
<b>부채와자본총계</b>	497,328	492,492	323,392	307,263	305,181

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동현금흐름</b>	-6,272	22,505	11,550	7,584	5,443
당기순이익(손실)	-13,632	6,567	31,469	2,152	2,459
비현금성항목등	17,357	24,012	-10,461	6,984	8,377
유형자산감가상각비	9,616	7,852	9,107	5,292	5,487
무형자산감각비	1,067	1,067	436	219	243
기타	6,116	11,493	-20,870	0	1,000
운전자본감소(증가)	-10,333	-6,935	-18,032	-7,304	-11,047
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-6,279	12,016	16,194	1	-2,217
재고자산감소(증가)	12,659	5,155	-24,559	5,212	-1,234
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-24,801	-22,178	5,785	7,222	2,723
기타	8,088	-1,928	-15,452	-19,740	-10,319
법인세납부	337	-1,140	8,574	5,752	5,654
<b>투자활동현금흐름</b>	3,020	-2,483	1,218	-4,762	-4,849
금융자산감소(증가)	10,173	3,545	6,495	0	0
유형자산감소(증가)	-12,350	-9,381	-9,368	-8,000	-8,000
무형자산감소(증가)	-283	-408	-408	-408	-408
기타	5,479	3,762	4,499	3,646	3,560
<b>재무활동현금흐름</b>	-267	-7,898	-18,251	-13,918	-5,127
단기금융부채증가(감소)	1,362	-3,494	1,932	-20,000	-5,000
장기금융부채증가(감소)	0	0	4,010	19,085	8,964
자본의증가(감소)	1,275	0	-9,604	-11,500	-7,600
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-2,905	-4,403	-14,588	-1,503	-1,492
<b>현금의 증가(감소)</b>	-1,240	12,216	-5,545	-11,096	-4,533
기초현금	32,293	31,053	43,269	37,724	26,628
기말현금	31,053	43,269	37,724	26,628	22,095
FCF	-8,333	15,911	21,611	12,546	272

자료 : 현대중공업 SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	462,317	393,173	187,217	161,155	167,327
<b>매출원가</b>	446,820	347,526	169,187	148,453	152,796
<b>매출총이익</b>	15,497	45,647	18,030	12,702	14,530
매출총이익률 (%)	3.4	11.6	9.6	7.9	8.7
<b>판매비와관리비</b>	30,899	29,228	12,830	9,077	9,424
영업이익	-15,401	16,419	5,199	3,625	5,106
영업이익률 (%)	-3.3	4.2	2.8	2.3	3.1
<b>비영업손익</b>	-3,013	-5,559	-2,326	-786	-1,862
<b>순금융비용</b>	1,473	1,631	1,556	857	932
외환관련손익	-997	-841	0	0	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-554	739	-151	70	70
세전계속사업이익	-18,414	10,859	2,874	2,839	3,244
세전계속사업이익률 (%)	-4.0	2.8	1.5	1.8	1.9
계속사업법인세	-4,782	4,292	127	687	785
<b>계속사업이익</b>	-13,632	6,567	2,747	2,152	2,459
중단사업이익	0	0	28,723	0	0
*법인세효과	0	0	1,359	0	0
당기순이익	-13,632	6,567	31,469	2,152	2,459
<b>순이익률 (%)</b>	-3.0	1.7	16.8	1.3	1.5
<b>지배주주</b>	-13,499	5,451	29,777	460	767
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	-2.92	1.39	15.9	0.29	0.46
<b>비지배주주</b>	-133	1,115	1,692	1,692	1,692
<b>총포괄이익</b>	-19,001	24,907	34,469	10,152	8,459
<b>지배주주</b>	-18,539	22,477	42,777	10,460	8,767
<b>비지배주주</b>	-461	2,430	-8,308	-308	-308
EBITDA	-4,719	25,337	14,743	9,136	10,836

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-12.1	-15.0	-52.4	-13.9	3.8
영업이익	적지	흑전	-68.3	-30.3	40.8
세전계속사업이익	적지	흑전	-73.5	-1.2	14.3
EBITDA	적지	흑전	-41.8	-38.0	18.6
EPS(계속사업)	적지	흑전	-76.2	-56.4	66.8
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	-9.3	3.7	21.4	0.4	0.7
ROA	-2.6	1.3	7.7	0.7	0.8
EBITDA마진	-1.0	6.4	7.9	5.7	6.5
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	117.9	112.1	104.7	102.8	103.6
부채비율	220.9	175.3	168.8	158.3	154.7
순차입금/자기자본	71.3	52.8	34.4	43.4	50.1
EBITDA/이자비용(배)	-2.1	10.8	6.4	6.1	7.3
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	-17,762	7,173	1,710	746	1,244
BPS	180,738	209,690	210,484	208,648	210,707
CFPS	-3,706	18,908	63,786	9,686	10,538
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	N/A	19.5	109.1	250.1	150.0
PER(최저)	N/A	10.0	68.6	157.3	94.3
PBR(최고)	0.8	0.7	0.9	0.9	0.9
PBR(최저)	0.4	0.3	0.6	0.6	0.6
PCR	-21.0	6.8	2.2	14.8	13.6
EV/EBITDA(최고)	-53.0	9.3	12.0	18.2	15.2
EV/EBITDA(최저)	-41.4	7.0	8.2	12.1	10.1