

# SK COMPANY Analysis



Analyst

유승우

yswbest@sk.com  
02-3773-9180

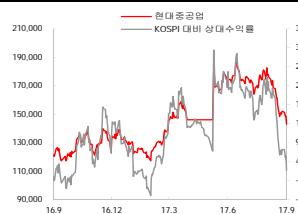
## Company Data

|             |           |
|-------------|-----------|
| 자본금         | 2,833 억원  |
| 발행주식수       | 5,667 만주  |
| 자사주         | 1,016 만주  |
| 액면가         | 5,000 원   |
| 시가총액        | 81,032 억원 |
| 주요주주        |           |
| 현대로보티스(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, 상하이외고교조선에게 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 TEU로 중국 341 만TEU, 일본 416만TEU 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(옵션 3 척 포함) 수주에 실패함. 경쟁 업체였던 중국 조선소가 낮은 선기를 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 별크선을 넘어서 컨테이너선 시장까지 넘보는 상황임.

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

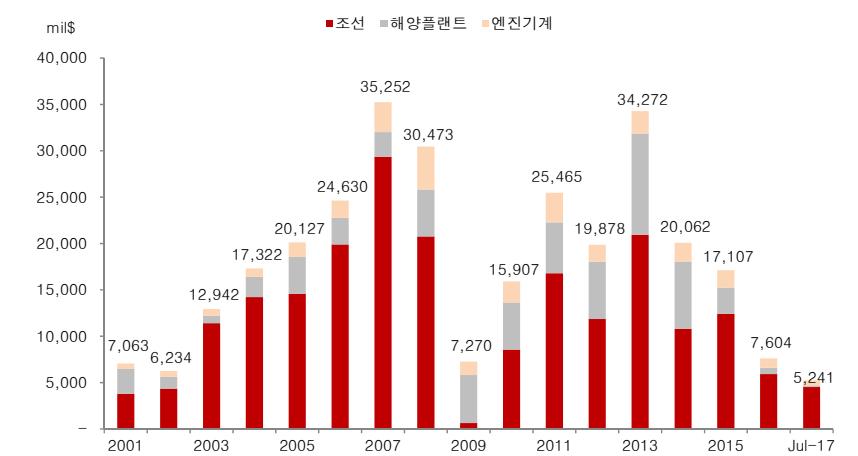
SK 증권 리서치센터는 지난 7 월 3 일 “남쪽 나라 LNG 의 위기, 그리고 조선 이야기: Global New Energy Roadmap Episode II”에서 LNG 탱커 시장은 공급 과잉 심화와 낮은 용선료로 추가적 발주가 어렵다는 의견 제시함. 동사 수주 현황을 보더라도 최근 FSRU 1 척을 수주한 것 외에 연초 이후 LNG 탱커 수주량은 기대에 못 미침. LNG 탱커와 함께 대형 컨테이너선 수주 여부도 불투명해짐에 따라 고부가가치 선박 수주 난항이 예상됨. 그리고 수주 부족으로 2Q18 까지는 매출액이 지속적으로 감소할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

### 목표주가 172,000 원, 투자의견 중립으로 커버리지 시작

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

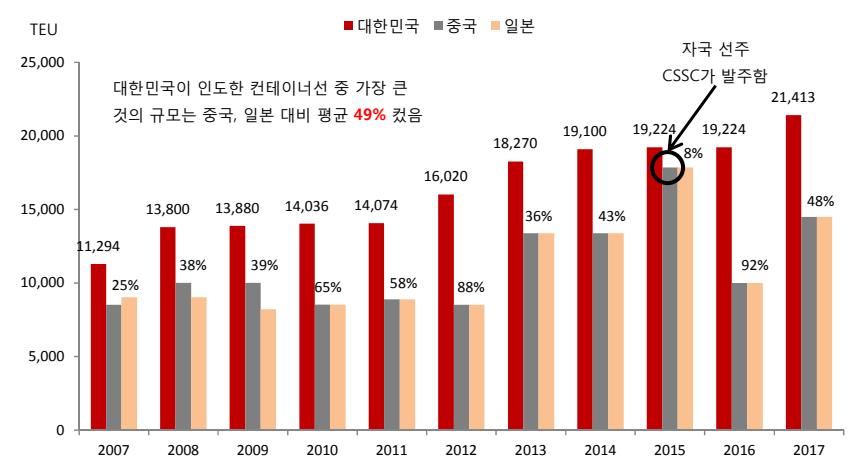
### 영업실적 및 투자지표

| 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     |
| 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

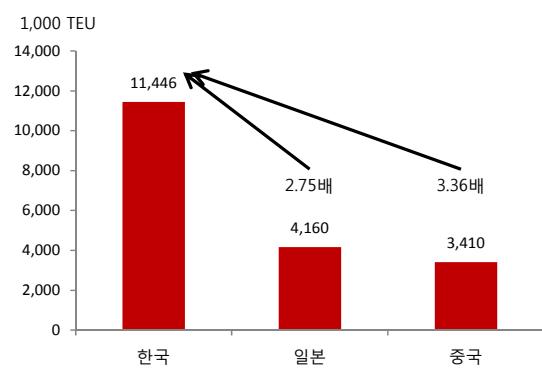
7월은 유럽의 주요 선주들의 휴가 시즌으로 발주가 잦아드는 모습이었다. 게다가 대형 컨테이너선 수주 실패는 향후 발주 물량에 대한 수주 가능성에 의구심이 생기는 대목이다. 연도별 인도 물량 기준으로 항상 가장 큰 컨테이너선은 대한민국이 수주해 왔으며 규모적으로도 중국과 일본 대비 평균 49% 큰 선박들을 인도해 왔다.

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

자료 : Clarksons Research, SK 증권

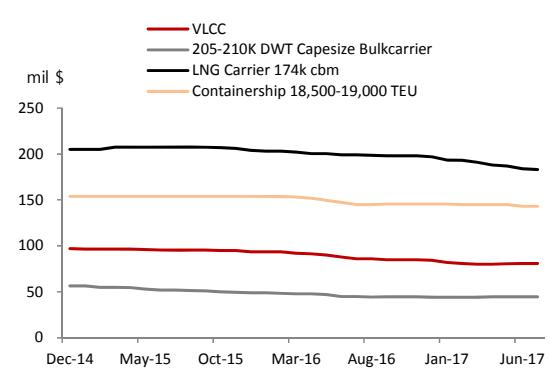
역사적으로 한국 조선소가 인도한 컨테이너선은 총 1,145 만 TEU로 중국 341 만 TEU, 일본 416 만 TEU 대비 압도적 우위를 보였음. 그리고 대형 컨테이너선은 LNG 탱커와 함께 고부가가치 선박이기 때문에 금번 CMA CGM 수주 실패는 향후 고부가가치 선박 시장에서의 경쟁 격화 국면으로의 진입을 의미한다. 따라서 앞으로 나올 발주 물량을 중국 조선소가 얼마나 수주해 가는지가 관건이 될 것이다. 게다가 후판 가격이 오를 것으로 전망되는 가운데 중국 조선소와의 경쟁이 격화되면 선가를 올리기 힘들어 마진 스퀴즈도 불가피할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

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



자료 : Clarksons Research, SK 증권

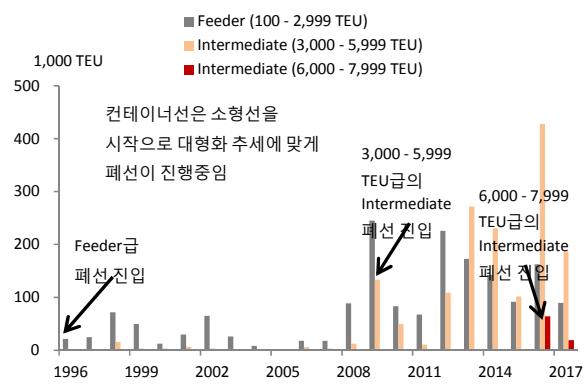
#### LNG 탱커와 대형 컨테이너선은 고부가가치 선박임



자료 : Clarksons Research, SK 증권

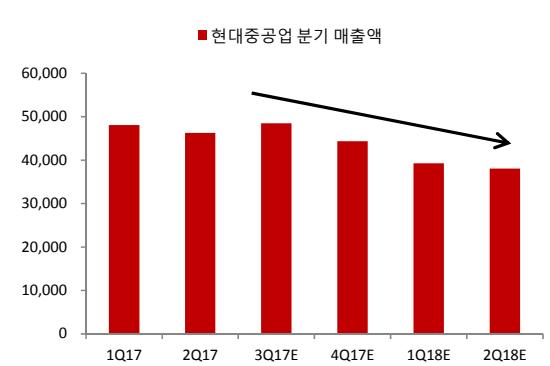
중국 조선소에게 점유율을 빼앗긴다는 것은 매우 아쉬운 소식이다. 대형화 추세에 맞게 소형선들이 폐선에 들어가고 있다는 점에서 대형선의 발주가 나올 가능성은 있으나 저 선가 전략을 취하지 않으면 많은 수주 물량을 받아가기 힘들 것으로 판단되기 때문이다.

#### 컨테이너선대는 대형화 추세에 맞게 소형선이 폐선중임



자료 : Clarksons Research, SK 증권

#### 2018년 2분기까지 매출액 감소는 불가피함

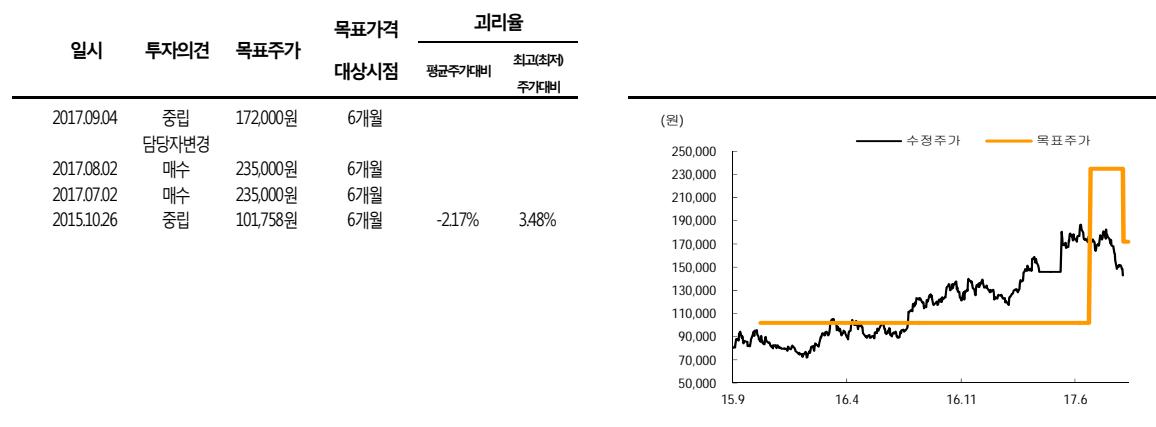


자료 : Dart, SK 증권

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 기중평균함             |         |
| Target Multiple  | 0.83           | 2010년도 부여받았던 Fwd PBR에서 30% 할인 |         |
| 목표주가             | <b>172,000</b> |                               |         |
| 현재주가             | 143,500        |                               |         |
| Upside Potential | <b>21%</b>     |                               |         |



## Compliance Notice

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

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 9월 4일 기준)

|    |        |    |       |    |    |
|----|--------|----|-------|----|----|
| 매수 | 91.72% | 증립 | 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 |
| 비자본주주지분        | 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(순실)           | -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   |
| 무형자산상각비             | 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 감소증가)    | -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  |
| <b>기초현금</b>         | 32,293  | 31,053  | 43,269  | 37,724  | 26,628  |
| <b>기말현금</b>         | 31,053  | 43,269  | 37,724  | 26,628  | 22,095  |
| <b>FCF</b>          | -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     |
| 비영업손익                 | -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>지배주주구속 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    |
| <b>EBITDA</b>         | -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                   | 적자      | 흑전      | -68.3   | -30.3   | 40.8    |
| 세전계속사업이익               | 적자      | 흑전      | -73.5   | -12     | 14.3    |
| EBITDA                 | 적자      | 흑전      | -41.8   | -38.0   | 18.6    |
| EPS(계속사업)              | 적자      | 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     |
| EBITDA/마진              | -10     | 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   | 1500    |
| 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    | 152     |
| EV/EBITDA(최저)          | -41.4   | 7.0     | 8.2     | 12.1    | 101     |