

SK COMPANY Analysis



Analyst

이지훈

sa75you@sk.com

02-3773-8880

Company Data

자본금	1,348 억원
발행주식수	2,119 만주
자사주	701 만주
액면가	5,000 원
시가총액	28,392 억원
주요주주	
박용곤(외35)	46.91%
두산 자사주	29.66%
외국인지분률	7.40%
배당수익률	3.60%

Stock Data

주가(17/09/15)	139,000 원
KOSPI	2418.21 pt
52주 Beta	1.06
52주 최고가	140,500 원
52주 최저가	93,400 원
60일 평균 거래대금	60 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	7.7%	5.3%
6개월	50.4%	34.5%
12개월	28.3%	7.5%

두산 (000150/KS | 매수(유지) | T.P 180,000 원(상향))

3 각 편대(전자, 산업차량, 연료전지)를 중심으로 비상

투자 의견 매수를 유지하고 목표주가는 180,000 원으로 상향한다. 자체사업부문의 실적추정치 상향, 자회사 및 투자가치의 재산정, 기준실적 연도변경을 반영하였다. 자체사업은 기존 주력부문의 안정적인 실적에 연료전지가 성장동력으로 추가되면서 외형 및 실적증가가 뚜렷하다. 할인요소로 작용하였던 자회사 재무 리스크도 상당부분 경감된 것으로 판단된다. 배당금 확대, 자사주 소각 등 주주가치제고 노력도 이어질 것이다.

투자 의견 매수 유지, 목표주가는 180,000 원으로 상향

투자 의견 매수를 유지하고 목표주가는 180,000 원으로 상향한다. 자체사업부문의 실적추정치 상향, 자회사 및 투자가치의 재산정, 기준실적 연도변경을 반영하였다. 전자, 산업차량 등 주력사업부문의 실적호조와 새로운 성장동력인 연료전지사업부의 신규수주 증가 및 실적개선, 안정적인 배당금과 자사주소각 가능성에 힘입어 주가의 상승추세는 지속될 전망이다. 할인요소로 작용하였던 자회사 재무 리스크도 상당부분 경감된 것으로 판단된다.

성장의 핵심인 수소연료전지사업

성장의 핵심에는 연료전지부문이 자리잡고 있다. 지난해 8%에 불과했던 매출비중이 2018년에는 19%까지 증가하고 영업이익 기여도도 18%에 달할 전망이다. 정부의 신재생에너지 발전비중 확대와 원전, 석탄화력의 비중축소를 중심으로 한 정책의지도 매우 확고하다. 기존 예상보다 연료전지 시장의 개화기가 앞당겨지고 있는 상황이다. 부지확보의 용이성과 친환경성을 감안할 때 연료전지 시장의 성장 가능성은 매우 높다. 지난해 4,435 억원에 그쳤던 신규수주가 금년에는 1 조원을 상회할 전망이다. 지난 4월 우선협상자로 선정된 송도 연료전지 발전프로젝트, 최근 발표된 대산수소연료전지사업, SK E&S의 강동 연료전지발전소 등이 주요 프로젝트이다. 기존의 주력사업부도 실적전망은 밝다. 전자부문은 주요 고객사의 프리미엄 신제품 본격 양산으로 고수익성 기조가 유지되고 있다. 산업차량은 신규 딜러 확보와 시장 성장세에 힘입어 연간 매출액과 영업이익이 각각 12%, 34% 증가할 전망이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	203,124	169,024	164,107	183,402	198,114	209,214
yoy	%	-6.0	-16.8	-2.9	11.8	8.0	5.6
영업이익	억원	9,979	706	9,172	12,368	13,201	14,238
yoy	%	-12.1	-92.9	1,199.0	34.8	6.7	7.9
EBITDA	억원	16,640	7,593	15,578	18,962	19,769	21,022
세전이익	억원	-1,374	-16,278	-1	4,992	7,279	7,104
순이익(지배주주)	억원	653	-3,912	1,966	867	2,205	1,871
영업이익률%	%	4.9	0.4	5.6	6.7	6.7	6.8
EBITDA%	%	8.2	4.5	9.5	10.3	10.0	10.1
순이익률	%	0.2	-10.1	0.3	1.3	2.4	2.2
EPS	원	-387	-18,829	-1,709	3,412	8,636	7,333
PER	배	N/A	N/A	N/A	41.2	16.3	19.2
PBR	배	1.0	0.9	1.1	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	배	12.1	26.8	12.0	10.1	9.7	9.0
ROE	%	2.2	-14.3	7.9	3.6	8.9	7.1
순차입금	억원	104,671	113,336	95,855	94,273	90,567	86,606
부채비율	%	252.4	276.0	262.8	270.8	263.3	260.2

목표주가 산정		(단위: 억원 원)		
사업가치		2018E		
전자부문 EBITDA				1,386
Multiple(x)				9.0
전자부문 사업가치				12,472
산업차량부문 EBITDA				876
Multiple(x)				8.0
산업차량부문 사업가치				7,010
모트콜부문 EBITDA				276
Multiple(x)				7.0
모트콜부문 사업가치				1,932
연료전자부문 EBITDA				653
Multiple(x)				9.0
연료전자부문 사업가치				5,879
정보통신부문 EBITDA				441
Multiple(x)				7.0
정보통신부문 사업가치				3,088
전체영업가치(A)				30,381
	회사명	지분율	장부가	시가
상장법인	두산중공업	36.8%	12,329	6,758
	오리콤	63.4%	231	360
비상장법인	DIP홀딩스	100.0%	1,641	3,200
	두산타워	100.0%	2,315	3,300
	기타		2,742	2,742
비영업자산가치합계(B)			19,258	16,360
				2018E
순차입금 [◎]				9,780
기업가치(E=A+B-C)				34,825
주당기업가치(E)				180,779

자료: SK 증권 추정

주: DIP 홀딩스가 보유한 지분 및 순자산가치 재산정. 상장법인은 30%할인 적용. 주식수는 보통주와 우선주의 합에서 자사주를 차감

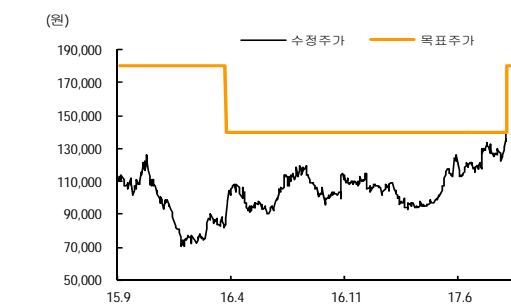
부분별 실적추이

(단위: 억원)

		2014	2015	2016	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2017E	2018E	2019E
전자	매출액	6,736	7,525	7,996	2,166	2,246	2,265	2,302	8,979	9,652	10,580
	영업이익률	5.6%	8.1%	10.0%	13.1%	15.1%	12.1%	12.5%	13.2%	12.5%	12.5%
산업차량	매출액	6,574	7,063	6,836	1,724	2,157	1,805	1,970	7,656	8,020	8,350
	영업이익률	6.6%	7.7%	7.6%	9.0%	9.4%	9.8%	8.3%	9.1%	9.5%	9.6%
모트롤	매출액	3,348	2,718	2,839	920	1,013	870	910	3,713	3,860	4,120
	영업이익률	-0.1%	0.4%	4.0%	5.7%	9.2%	4.0%	3.0%	5.6%	6.2%	6.4%
정보통신	매출액	2,347	2,474	2,549	608	598	660	682	2,548	2,753	2,830
	영업이익률	11.7%	14.3%	14.7%	15.1%	16.6%	14.1%	16.1%	15.5%	14.6%	15.2%
연료전지	매출액	222	1,684	1,872	131	660	420	1,860	3,071	5,640	5,800
	영업이익률	-74.8%	3.2%	-6.5%	-71.0%	4.7%	0.5%	9.4%	3.7%	10.1%	10.4%
합산	매출액	19,227	21,464	22,092	5,549	6,674	6,020	7,724	25,967	29,925	31,680
	영업이익	917	1,569	1,713	490	765	581	763	2,599	3,176	3,417
	영업이익률	4.8%	7.3%	7.8%	8.8%	11.5%	9.7%	9.9%	10.0%	10.6%	10.8%

자료: 두산 SK 증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2017.09.18	매수	180,000원	6개월		
2017.06.28	매수	140,000원	6개월	-23.04%	0.36%
2017.05.29	매수	140,000원	6개월	-25.37%	-10.00%
2016.11.28	매수	140,000원	6개월	-26.06%	-14.64%
2016.04.08	매수	140,000원	6개월	-25.81%	-14.64%
2015.12.09	매수	180,000원	6개월	-47.97%	-30.00%
2015.09.23	매수	180,000원	6개월	-38.89%	-30.00%



Compliance Notice

- 작성자(이지훈)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 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 9월 18일 기준)

매수	90.51%	중립	9.49%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	123,238	107,688	117,026	124,638	133,961
현금및현금성자산	23,326	20,163	19,886	20,393	24,354
매출채권및기타채권	52,630	48,352	54,287	58,642	61,927
재고자산	27,523	21,458	23,842	25,755	27,198
비유동자산	192,326	178,961	179,852	180,759	182,778
장기금융자산	18,292	14,072	14,657	14,657	14,657
유형자산	87,961	80,770	79,644	79,559	80,701
무형자산	70,253	69,542	69,356	69,818	70,238
자산총계	315,563	286,648	296,878	305,397	316,739
유동부채	142,797	134,403	141,146	144,221	148,428
단기금융부채	77,774	71,910	71,389	68,889	68,889
매입채무 및 기타채무	37,183	37,014	41,632	44,972	47,492
단기충당부채	1,389	1,240	1,284	1,387	1,465
비유동부채	88,831	73,236	75,671	77,116	80,367
장기금융부채	66,891	51,228	49,875	49,175	49,175
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	2,512	2,453	3,110	3,355	3,540
부채총계	231,628	207,639	216,817	221,337	228,795
지배주주지분	25,770	23,915	24,091	25,659	26,893
자본금	1,348	1,348	1,348	1,348	1,348
자본잉여금	8,389	8,278	8,553	8,553	8,553
기타자본구성요소	-5,224	-4,937	-4,969	-4,969	-4,969
자기주식	-3,592	-3,235	-3,235	-3,235	-3,235
이익잉여금	13,570	14,107	14,023	15,520	16,684
비지배주주지분	58,165	55,094	55,971	58,401	61,050
자본총계	83,935	79,009	80,062	84,060	87,944
부채외자본총계	315,563	286,648	296,878	305,397	316,739

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	5,686	14,252	15,054	16,311	17,848
당기순이익(손실)	-17,008	504	2,317	4,725	4,611
비현금성항목등	30,518	16,459	17,125	15,037	16,405
유형자산감가상각비	4,581	4,190	4,392	4,284	4,459
무형자산감가상각비	2,305	2,216	2,202	2,284	2,326
기타	12,505	355	3,297	1,200	2,520
운전자본감소(증가)	-6,167	33	-1,855	-903	-682
매출채권및기타채권의 감소(증가)	1,977	-1,580	-8,484	-4,355	-3,286
재고자산감소(증가)	991	137	-3,634	-1,913	-1,443
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-5,871	3,705	-7,228	3,340	2,520
기타	-3,264	-2,229	17,491	2,024	1,527
법인세납부	-1,657	-2,744	-2,532	-2,548	-2,486
투자활동현금흐름	-3,960	11,181	-6,870	-6,618	-8,039
금융자산감소(증가)	476	3,741	-544	0	0
유형자산감소(증가)	-3,882	-4,572	-3,796	-4,200	-5,600
무형자산감소(증가)	-2,629	-2,746	-2,746	-2,746	-2,746
기타	2,074	14,757	216	328	306
재무활동현금흐름	4,876	-28,264	-7,966	-9,187	-5,847
단기금융부채증가(감소)	26,874	873	3,392	-2,500	0
장기금융부채증가(감소)	-9,931	-14,152	-2,847	-700	0
자본의증가(감소)	-592	-278	0	0	0
배당금의 지급	-2,268	-2,319	-1,004	-707	-707
기타	-9,206	-12,388	-6,717	-5,279	-5,140
현금의 증가(감소)	6,416	-3,163	-277	506	3,961
기초현금	16,910	23,326	20,163	19,886	20,393
기말현금	23,326	20,163	19,886	20,393	24,354
FCF	226	11,949,95	4,922	7,299	7,012

자료 : 두산, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	169,024	164,107	183,402	198,114	209,214
매출원가	143,520	135,338	150,281	162,453	171,346
매출총이익	25,504	28,769	33,121	35,661	37,868
매출총이익률 (%)	15.1	17.5	18.1	18.0	18.1
판매비와관리비	24,798	19,597	20,753	22,460	23,630
영업이익	706	9,172	12,368	13,201	14,238
영업이익률 (%)	0.4	5.6	6.7	6.7	6.8
비영업손익	-16,984	-9,174	-7,376	-5,922	-7,134
순금융비용	6,374	5,343	4,908	4,832	4,684
외환관련손익	-1,502	-893	50	110	70
관계기업투자등 관련손익	-480	-131	-47	0	0
세전계속사업이익	-16,278	-1	4,992	7,279	7,104
세전계속사업이익률 (%)	-9.6	0.0	2.7	3.7	3.4
계속사업법인세	1,839	1,915	2,668	2,548	2,486
계속사업이익	-18,117	-1,916	2,324	4,731	4,618
중단사업이익	1,109	2,421	-7	-7	-7
*법인세효과	430	-6	0	0	0
당기순이익	-17,008	504	2,317	4,725	4,611
순이익률 (%)	-10.1	0.3	1.3	2.4	2.2
지배주주	-3,912	1,966	867	2,205	1,871
지배주주귀속 순이익률(%)	-2.31	1.2	0.47	1.11	0.89
비지배주주	-13,096	-1,462	1,450	2,520	2,740
총포괄이익	-11,764	-2,191	2,297	4,705	4,591
지배주주	-745	-500	937	2,275	1,941
비지배주주	-11,019	-1,692	1,360	2,430	2,650
EBITDA	7,593	15,578	18,962	19,769	21,022

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	-16.8	-2.9	11.8	8.0	5.6
영업이익	-9.29	1,199.0	34.8	6.7	7.9
세전계속사업이익	적지	적지	흑전	45.8	-2.4
EBITDA	-5.44	105.2	21.7	4.3	6.3
EPS(계속사업)	적전	흑전	-299.7	153.1	-15.1
수익성 (%)					
ROE	-14.3	7.9	3.6	8.9	7.1
ROA	-5.4	0.2	0.8	1.6	1.5
EBITDA마진	4.5	9.5	10.3	10.0	10.1
안정성 (%)					
유동비율	86.3	80.1	82.9	86.4	90.3
부채비율	276.0	262.8	270.8	263.3	260.2
순차입금/자기자본	135.0	121.3	117.8	107.7	98.5
EBITDA/이자비용(배)	1.1	2.7	3.5	3.7	4.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-18,829	-1,709	3,412	8,636	7,333
BPS	96,634	93,405	94,090	100,213	105,033
CFPS	11,152	31,447	29,139	34,262	33,805
주당 현금배당금	4,550	5,100	5,100	5,100	5,100
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	N/A	41.2	16.3	19.2
PER(최저)	N/A	N/A	27.4	10.8	12.7
PBR(최고)	1.3	1.3	1.5	1.4	1.3
PBR(최저)	0.9	0.8	1.0	0.9	0.9
PCR	7.9	3.3	4.8	4.1	4.2
EV/EBITDA(최고)	28.0	12.2	10.1	9.7	9.0
EV/EBITDA(최저)	26.8	11.4	9.6	9.1	8.5