

SK COMPANY Analysis



Analyst
유승우
yswbest@sk.com
02-3773-9180

Company Data

자본금	541 십억원
발행주식수	10,721 만주
자사주	197 만주
액면가	5,000 원
시가총액	3,683 십억원
주요주주	
한국산업은행(외)	68.67%

외국인지분률	10.30%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(18/11/14)	34,350 원
KOSPI	2068.05 pt
52주 Beta	1.26
52주 최고가	37,850 원
52주 최저가	13,900 원
60일 평균 거래대금	19 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	2.7%	7.3%
6개월	27.2%	52.3%
12개월	82.2%	122.6%

대우조선해양 (042660/KS | 중립(유지) | T.P 37,000 원(상향))

[3Q18 Review] 이익이 줄어드는 구간

동사의 3Q18 매출액은 2 조 1,973 억원(YoY -9.2%)으로 컨센서스인 2 조 1,998 억원에 부합. 영업이익은 1,770 억원(YoY -9.7%)으로 컨센서스인 1,369 억원을 29.2% 상회. 4분기부터는 인도 선종 구성에서 LNG 캐리어가 줄고 탱커가 늘기 때문에 QoQ 감익이 지속될 것. 그리고 이미 12M Fwd PBR 기준 0.86 배 수준으로 상승 여력이 낮음. 실적 호조를 반영해 목표주가는 37,000 원으로 상향하지만 투자의견은 중립으로 유지함.

3Q18 매출액 2 조 1,973 억원, 영업이익 1,770 억원 기록

동사의 3Q18 매출액은 2 조 1,973 억원으로 YoY -9.2% 기록해 컨센서스인 2 조 1,998 억원에 부합했고 영업이익은 1,770 억원으로 YoY -9.7% 기록해 컨센서스인 1,369 억원을 29.2% 상회함. 강재가격 인상과 인건비 증가 등 원가상승 요인에도 불구하고 양호한 실적을 기록한 것으로 판단됨. 이는 주력 선종인 LNG 캐리어와 초대형컨테이너선, VLCC 등의 연속 건조 효과로 생산성이 상승했기 때문

4분기부터는 인도 선종 믹스 변화로 이익이 줄어들 수 있음

그러나 4분기부터는 영업이익의 절대 규모가 하락할 것으로 전망됨. 인도되는 선박의 믹스가 바뀌기 때문임. 올해 인도되는 선박은 LNG 캐리어 19 척, 컨테이너선 5 척, 탱커 8 척이지만 내년에는 LNG 캐리어 16 척, 컨테이너선 3 척, 탱커 13 척으로 상대적으로 저부가 선종인 탱커의 비율이 높아짐. 그리고 내년에 인도되는 LNG 캐리어 16 척 중에서도 2015년 수주분 2척, 2016년 수주분 2척, 2017년 수주분 2척이 섞여있기 때문에 올해만큼 호실적을 기대하기 어려움

투자 의견 중립 유지, 목표주가 37,000 원으로 상향

2019년은 주요 조선사들이 양호한 수주 플로우에 힘입어 매출과 이익이 턴어라운드하기 때문에 섹터 PBR 1.0 배 부여 정당성이 확보되는 시기임. 그러나 동사의 12M Fwd PBR은 11월 14일 기준으로 이미 0.86 배 수준으로 상승 여력이 크지 않음. 실적 호조를 반영해 목표주가를 37,000 원으로 상향하지만 투자의견 중립을 유지함

영업실적 및 투자지표

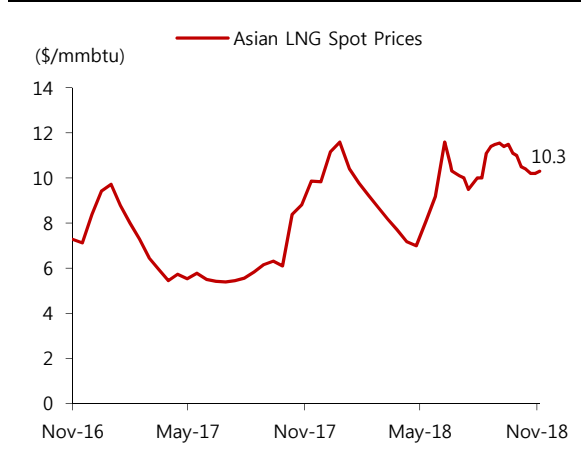
구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	15,444	12,819	11,102	8,688	7,531	6,094
yoy	%	-0.8	-17.0	-13.4	-21.7	-13.3	-19.1
영업이익	십억원	-2,124	-1,531	733	749	336	299
yoy	%	적지	적지	흑전	2.2	-55.2	-11.0
EBITDA	십억원	-1,884	-1,326	885	869	448	404
세전이익	십억원	-3,124	-1,962	1,189	871	496	474
순이익(지배주주)	십억원	-2,098	-2,734	621	783	403	386
영업이익률%	%	-13.8	-11.9	6.6	8.6	4.5	4.9
EBITDA%	%	-12.2	-10.4	8.0	10.0	6.0	6.6
순이익률	%	-14.3	-21.8	5.8	8.7	5.0	5.9
EPS	원	-136,882	-126,806	7,457	7,310	3,763	3,606
PER	배	N/A	N/A	1.9	4.7	9.1	9.5
PBR	배	1.2	2.9	0.4	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	-5.0	-6.0	5.4	6.4	11.7	11.5
ROE	%	-132.5	-279.6	28.1	20.5	9.1	8.0
순차입금	십억원	8,506	6,779	3,440	2,088	1,781	1,190
부채비율	%	일부잠식	2,184.7	282.8	188.6	174.7	147.8

대우조선해양 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)		1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액		2,730	3,458	2,421	2,493	2,256	2,326	2,197	1,909	11,102	8,688	7,531
	상선+해양	2,771	3,439	2,523	2,515	2,267	2,326	2,198	1,922	11,248	8,714	7,547
	상선	1,828	2,010	1,645	1,855	1,645	1,781	1,477	1,137	7,338	6,041	5,223
	해양 및 특수선	944	1,429	878	660	622	545	721	785	3,910	2,673	2,323
	건설	89	108	-	-	-	-	-	-	198	-	-
	기타	63	68	23	18	23	26	25	17	172	92	87
	연결조정	(193)	(158)	(125)	(40)	(34)	(27)	(26)	(31)	(516)	(118)	(103)
영업이익		223	665	196	(351)	299	229	177	44	733	749	336

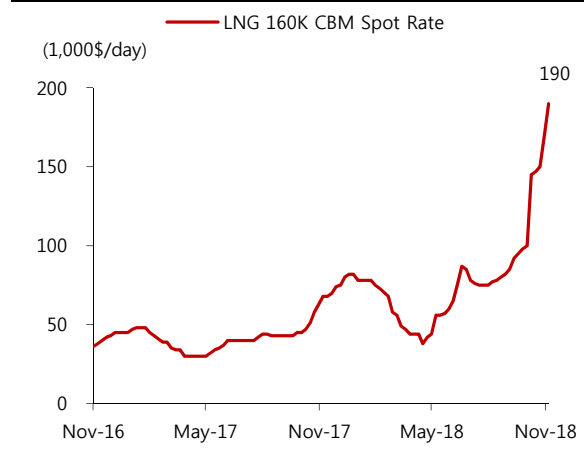
자료: 대우조선해양 SK 증권

아시아 LNG 스팟 가격



자료: Reuters, SK 증권

160K CBM LNG 캐리어 스팟 운임



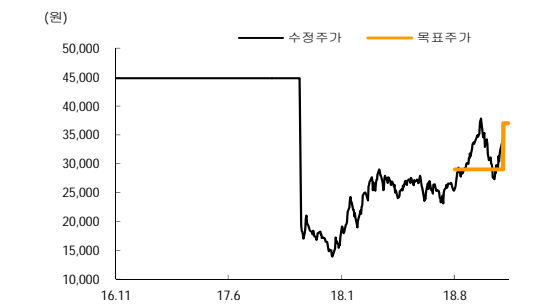
자료: Clarksons Research, SK 증권

대우조선해양 목표 주가 산출

	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
BPS(원)	35,669	36,239	36,392	37,790	39,033
Target BPS(원)	36,523				
Target PBR(배)	1.0				
목표 주가(원)	37,000				
현재 주가(원)	34,350				
상승 여력	8%				

자료 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.11.15	중립	37,000원	6개월		
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 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 (2018 년 11 월 15 일 기준)

매수	92.42%	중립	7.58%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	7,999	6,651	6,292	6,686	6,357
현금및현금성자산	224	206	1,294	1,601	2,193
매출채권및기타채권	5,092	4,507	3,450	3,513	2,843
재고자산	1,071	743	569	579	469
비유동자산	7,065	4,795	4,745	4,810	4,862
장기금융자산	877	597	476	476	476
유형자산	5,198	4,003	3,904	3,793	3,688
무형자산	73	37	48	55	62
자산총계	15,065	11,447	11,037	11,495	11,219
유동부채	12,369	6,143	4,750	4,800	4,274
단기금융부채	5,918	2,588	1,925	1,925	1,925
매입채무 및 기타채무	6,063	3,334	2,553	2,599	2,103
단기충당부채	4	0	0	0	0
비유동부채	2,037	2,313	2,463	2,511	2,417
장기금융부채	1,286	1,272	1,547	1,547	1,547
장기매입채무 및 기타채무	140	122	97	73	73
장기충당부채	425	718	550	560	467
부채총계	14,405	8,456	7,213	7,311	6,691
지배주주지분	1,027	3,393	4,247	4,629	4,993
자본금	333	538	541	541	541
자본잉여금	2,826	55	18	18	18
기타자본구성요소	5	314	-1	-1	-1
자기주식	0	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	-3,547	-92	1,094	1,497	1,884
비지배주주지분	-368	-403	-424	-444	-465
자본총계	659	2,991	3,824	4,185	4,528
부채외자본총계	15,065	11,447	11,037	11,495	11,219

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	-291	-882	1,526	361	607
당기순이익(손실)	-2,789	646	756	376	359
비현금성항목등	2,366	1,454	39	72	45
유형자산감가상각비	198	149	120	112	105
무형자산감가상각비	6	3	0	0	0
기타	1,187	413	-229	-105	-105
운전자본감소(증가)	157	-2,988	783	-29	318
매출채권및기타채권의 감소(증가)	402	-261	-2,887	-63	670
재고자산감소(증가)	906	318	661	-10	111
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-1,323	-2,840	1,684	47	-496
기타	172	-205	1,326	-2	33
법인세납부	-25	6	-52	-58	-115
투자활동현금흐름	-257	49	-1	59	74
금융자산감소(증가)	-413	-81	78	0	0
유형자산감소(증가)	85	-83	-99	0	0
무형자산감소(증가)	-6	-7	-7	-7	-7
기타	77	220	26	66	81
재무활동현금흐름	-467	824	-438	-114	-89
단기금융부채증가(감소)	-196	951	-367	0	0
장기금융부채증가(감소)	-4	54	-9	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-267	-181	-62	-114	-89
현금의 증가(감소)	-1,012	-18	1,088	307	592
기초현금	1,236	224	206	1,294	1,601
기말현금	224	206	1,294	1,601	2,193
FCF	-327	-516	1,064	331	642

자료 : 대우조선해양, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	12,819	11,102	8,688	7,531	6,094
매출원가	13,450	9,558	7,808	6,760	5,420
매출총이익	-630	1,544	879	770	674
매출총이익률 (%)	-4.9	13.9	10.1	10.2	11.1
판매비와관리비	901	811	130	434	375
영업이익	-1,531	733	749	336	299
영업이익률 (%)	-11.9	6.6	8.6	4.5	4.9
비영업손익	-431	456	122	160	175
순금융비용	85	29	67	23	8
외환관련손익	-66	-66	79	79	79
관계기업투자등 관련손익	5	-167	-1	0	0
세전계속사업이익	-1,962	1,189	871	496	474
세전계속사업이익률 (%)	-15.3	10.7	10.0	6.6	7.8
계속사업법인세	828	543	115	120	115
계속사업이익	-2,789	646	756	376	359
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-2,789	646	756	376	359
순이익률 (%)	-21.8	5.8	8.7	5.0	5.9
지배주주	-2,734	621	783	403	386
지배주주귀속 순이익률(%)	-21.33	5.6	9.01	5.35	6.34
비지배주주	-55	24	-27	-27	-27
총포괄이익	-2,760	557	740	361	344
지배주주	-2,709	527	761	381	364
비지배주주	-51	30	-21	-21	-21
EBITDA	-1,326	885	869	448	404

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	-17.0	-13.4	-21.7	-13.3	-19.1
영업이익	적지	흑전	2.2	-55.2	-11.0
세전계속사업이익	적지	흑전	-26.7	-43.1	-4.5
EBITDA	적지	흑전	-1.8	-48.5	-9.8
EPS(계속사업)	적지	흑전	-2.0	-48.5	-4.2
수익성 (%)					
ROE	-279.6	28.1	20.5	9.1	8.0
ROA	-16.4	4.9	6.7	3.3	3.2
EBITDA마진	-10.4	8.0	10.0	6.0	6.6
안정성 (%)					
유동비율	64.7	108.3	132.5	139.3	148.7
부채비율	2,184.7	282.8	188.6	174.7	147.8
순차입금/자기자본	1,028.0	115.0	54.6	42.6	26.3
EBITDA/이자비용(배)	-11.5	19.0	9.4	5.0	4.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-126,806	7,457	7,310	3,763	3,606
BPS	15,660	31,816	39,620	43,177	46,576
CFPS	-117,315	9,286	8,431	4,809	4,588
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	6.0	5.2	10.1	10.5
PER(최저)	N/A	1.9	2.1	4.1	4.3
PBR(최고)	4.0	1.4	1.0	0.9	0.8
PBR(최저)	2.5	0.4	0.4	0.4	0.3
PCR	-0.4	1.5	4.1	7.1	7.5
EV/EBITDA(최고)	-6.3	9.0	6.9	12.5	12.4
EV/EBITDA(최저)	-5.8	4.8	4.1	7.1	6.3