

SK COMPANY Analysis



Analyst

유승우

yswbest@sk.com
02-3773-9180

Company Data

| | |
|-----------|-----------|
| 자본금 | 541 십억원 |
| 발행주식수 | 0 |
| 자사주 | 0 |
| 액면가 | 5,000 원 |
| 시가총액 | 3,988 십억원 |
| 주요주주 | |
| 한국산업은행(외) | 68.67% |
| 외국인지분율 | 10.90% |
| 배당수익률 | 0.00% |

Stock Data

| | |
|--------------|----------|
| 주가(18/11/16) | 37,200 원 |
| KOSPI | 20924 pt |
| 52주 Beta | 1.27 |
| 52주 최고가 | 37,850 원 |
| 52주 최저가 | 13,900 원 |
| 60일 평균 거래대금 | 19 십억원 |

주가 및 상대수익률



| 주가상승률 | 절대주가 | 상대주가 |
|-------|--------|------|
| 1개월 | 11.0% | % |
| 6개월 | 40.6% | % |
| 12개월 | 102.7% | % |

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

2019년은 감익의 해가 될 것

동사의 2019년 매출액은 7조 5,306 억원(YoY -13.3%), 영업이익은 3,358 억원(YoY -55.2%)으로 전망. 운임 상승으로 LNG 캐리어 투기 발주를 기대할 수 있으나 내년에 인도되는 선박 믹스에서 저부가 선종인 탱커의 비율이 올라오기 때문에 매출액과 영업이익이 YoY 감소할 것. 그리고 이미 12M Fwd PBR 기준 0.92 배 수준으로 상승 여력이 낮음. 이에 투자의견 중립과 목표주가 37,000 원을 유지함

2019년 매출액 7조 5,306 억원, 영업이익 3,358 억원 전망

동사의 2019년 매출액은 7조 5,306 억원(YoY -13.3%), 영업이익은 3,358 억원(YoY -55.2%)으로 전망됨. 매출액과 영업이익의 감소는 올해 4분기부터 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 2 척, 2016년 수주분 2 척, 2017년 수주분 2 척이 섞여있기 때문에 이의 단에서도 올해만큼 호실적을 기대하기 어려움

LNG 캐리어 운임 강세로 인한 내년 상반기 수주 기대감 유호함

그러나 최근의 LNG 캐리어 스팟 운임 초강세는 내년 상반기 LNG 캐리어 수주를 기대감을 높이는 요인임. SK 증권 리서치센터는 LNG 캐리어의 공급과잉은 해소되지 않았다는 의견을 지속적으로 피력하지만, 작년 말 LNG 캐리어 운임 강세로 인한 올해 초 대규모 발주에서도 보았듯이 이번 겨울에도 투기적 발주는 가능하다고 판단함

투자의견 중립, 목표주가 37,000 원 유지

2019년은 주요 조선사들이 양호한 수주 플로우에 힘입어 매출과 이익이 터어라운드하기 때문에 섹터 PBR 1.0 배 부여 정당성이 확보되는 시기임. 그러나 동사의 12M Fwd PBR은 11월 16일 기준 이미 0.92 배 수준으로 상승 여력이 크지 않음. 이에 투자의견 중립과 목표주가 37,000 원을 유지함

영업실적 및 투자지표

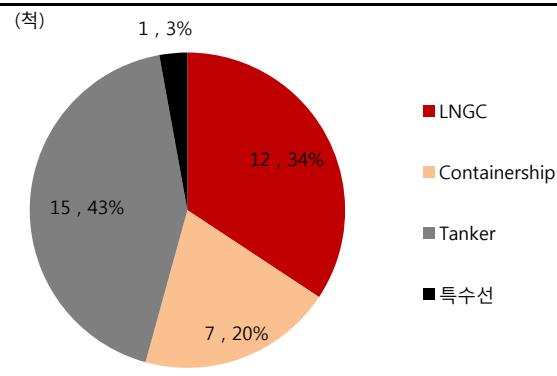
| 구분 | 단위 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------|-----|----------|----------|--------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 십억원 | 15,444 | 12,819 | 11,102 | 8,688 | 7,531 | 6,094 |
| yoY | % | -0.8 | -17.0 | -13.4 | -21.7 | -13.3 | -19.1 |
| 영업이익 | 십억원 | -2,124 | -1,531 | 733 | 749 | 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 | 4.9 | 9.6 | 10.0 |
| PBR | 배 | 1.2 | 2.9 | 0.4 | 0.9 | 0.8 | 0.8 |
| EV/EBITDA | 배 | -5.0 | -6.0 | 5.4 | 6.6 | 12.1 | 11.9 |
| 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 |
| | YoY | -25.5% | 0.2% | -19.8% | -7.2% | -17.4% | -32.7% | -9.2% | -23.4% | -13.4% | -21.7% | -13.3% |
| | QoQ | 1.7% | 26.6% | -30.0% | 3.0% | -9.5% | 3.1% | -5.5% | -13.1% | | | |
| 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 | |
| 영업이익률 | | 8.2% | 19.2% | 8.1% | -14.1% | 13.2% | 9.9% | 8.1% | 2.3% | 6.6% | 8.6% | 4.5% |
| | YoY | 44.8% | 흑전 | 흑전 | 적지 | 33.7% | -65.5% | -9.7% | 흑전 | 흑전 | 2.2% | -55.2% |
| | QoQ | 흑전 | 197.7% | -70.5% | 적전 | 흑전 | -23.2% | -22.9% | -75.1% | | | |
| 세전이익 | 259 | 1,238 | 195 | (503) | 233 | 212 | 266 | 160 | 1,189 | 871 | 496 | |
| 세전이익률 | | 9.5% | 35.8% | 8.1% | -20.2% | 10.3% | 9.1% | 12.1% | 8.4% | 10.7% | 10.0% | 6.6% |
| 순이익 | 234 | 1,255 | 75 | (917) | 226 | 206 | 202 | 121 | 646 | 756 | 376 | |
| 순이익률 | | 8.6% | 36.3% | 3.1% | -36.8% | 10.0% | 8.9% | 9.2% | 6.4% | 5.8% | 8.7% | 5.0% |

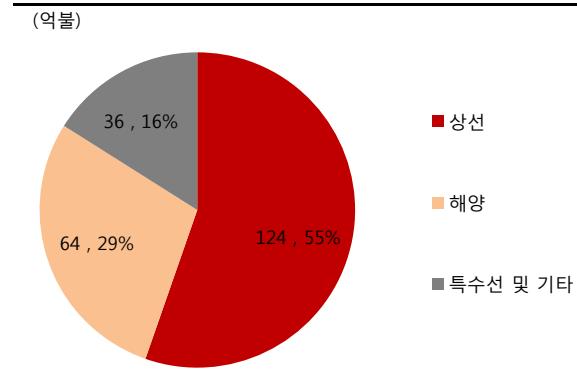
자료 : 대우조선해양, SK 증권

2018년 1~10월 신규수주



자료 : 대우조선해양, SK 증권

2018년 10월 말 기준 수주잔고



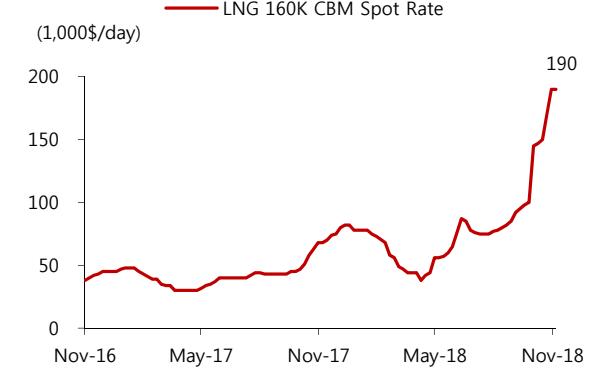
자료 : 대우조선해양, SK 증권

아시아 LNG 스팟 가격 추이



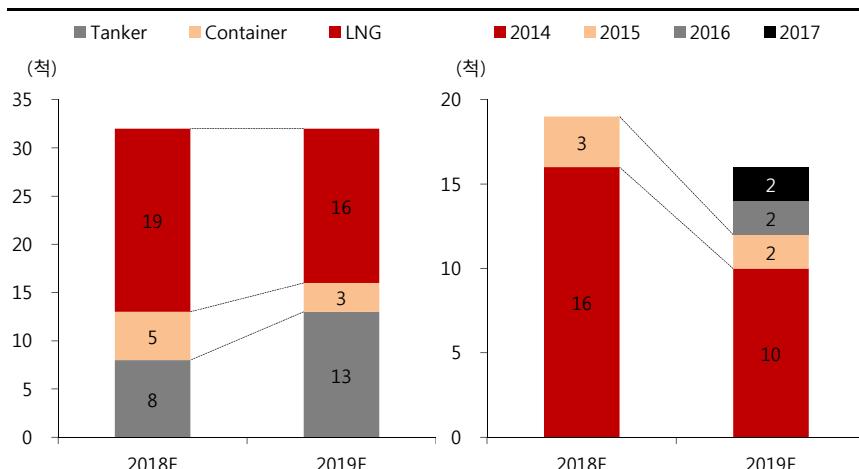
자료 : Reuters, SK 증권

160K CBM LNG 캐리어 스팟 운임



자료 : Clarksons Research, SK 증권

대우조선해양의 인도 선종 믹스 변화



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) | 37,200 | | | | |
| 상승 여력 | -1% | | | | |

자료 SK 증권

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 |
| 비자매주주지분 | -368 | -403 | -424 | -444 | -465 |
| 자본총계 | 659 | 2,991 | 3,824 | 4,185 | 4,528 |
| 부채와자본총계 | 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(순실) | -2,789 | 646 | 756 | 376 | 359 |
| 비현금성항목등 | 2,366 | 1,454 | 39 | 72 | 45 |
| 유형자산감가상각비 | 198 | 149 | 120 | 112 | 105 |
| 무형자산상각비 | 6 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 1,187 | 413 | -229 | -105 | -105 |
| 운전자본감소(증가) | 157 | -2,988 | 783 | -29 | 318 |
| 매출채권및기타채권의 감소증가) | 402 | -261 | -2,887 | -63 | 670 |
| 재고자산감소(증가) | 906 | 318 | 661 | -10 | 111 |
| 매입채무 및 기타채무의 증가감소) | -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 |
| 비영업순익 | -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 |
| 지배주주구속 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 | 적자 | 흑전 | 2.2 | -55.2 | -11.0 |
| 세전계속사업이익 | 적자 | 흑전 | -26.7 | -43.1 | -4.5 |
| EBITDA | 적자 | 흑전 | -1.8 | -48.5 | -9.8 |
| EPS(계속사업) | 적자 | 흑전 | -2.0 | -48.5 | -4.2 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROE | -279.6 | 28.1 | 20.5 | 9.1 | 8.0 |
| ROA | -164 | 4.9 | 6.7 | 3.3 | 3.2 |
| EBITDA/마진 | -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 | 4.3 | 7.5 | 7.9 |
| 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 |