

20181119

# SK INDUSTRY ANALYSIS

## 2019년 조선 전망 PBR 1.0x를 향하여

조선·운송·유승우, 3773-9180



# SK INDUSTRY Analysis



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

## 2019 년 조선 전망

### PBR 1.0x 를 향하여

2019년에는 매출액과 이익이 턱아라운드하기 때문에 섹터 PBR 1.0 배 부여의 정당성이 확보됨. 또한 LNG 캐리어 운임 급등으로 LNG 캐리어 수주 모멘텀이 양호할 것으로 기대되며 화학 제품 공급 증대로 컨테이너선과 MR 탱커의 수주도 기대됨. 그리고 유가가 하락한다 하더라도 상선 수주가 받쳐주면 주가는 오를 수 있다는 점에서 2019년에는 유가 레벨과 무관하게 주가는 오를 것으로 전망함

### 이익이 돌아서는 2019 년

2017년부터 대한민국 조선사들은 술한 Valuation 논란에 시달려 옴. 대표적인 논란이 적자를 내는 기업들에게 PBR 1.0 배를 부여할 수 있는가에 대한 것이었음. 그러나 2019년에는 적어도 이 논란에서만은 벗어날 수 있을 것으로 전망됨. 공사손실 충당금 설정 비율이 낮아지고 있고, 조선사들의 수주잔고가 하방을 다지면서 2018년 한해 동안 지속된 선가 인상 기조가 내년에도 이어지며 이익의 턱아운드를 기대할 수 있기 때문임. 그러나 대우조선해양은 2019년 인도 선종 믹스 변화로 올해만큼의 호실적을 기대하기는 어려울 것임

### 양호한 수주 플로우도 지속될 2019 년

수주도 양호할 것으로 전망됨. 특히 LNG 캐리어 운임이 치솟으며 내년 초 수주를 기대해 볼 수 있는 상황임. 일본도 원전을 재가동 중이고 러시아에서 중국으로 유입되는 PNG 프로젝트인 Power of Siberia 의 2018년 완공이 확정적이기 때문에 편터멘탈한 LNG 캐리어 발주 증가는 아님. 그러나 지난 겨울의 혹한과 지난 여름 폭염으로 LNG 캐리어 운임이 높게 유지되며 쏟아져 나온 발주량을 감안할 시, 현재의 운임 급등 국면은 내년 초 LNG 캐리어 발주를 예상케 함. 아울러 화학 업종의 공급 증대로 화학 제품 운반선인 컨테이너선과 MR 탱커의 지속적인 발주도 기대됨

### 유가가 빠져도 주가는 오를 수 있는 2019 년

문제는 유가임. 11월에 접어들며 국제유가는 급락세를 보이고 있고, SK 증권 리서치센터 역시 2019년 유가를 \$40/bbl ~ \$50/bbl 밴드로 전망하고 있어 올 한해 동안 불거졌던 조선사들의 해양플랜트 수주 기대감이 상당히 꺾일 것으로 전망함. 그러나 지난 1 ~ 3월에도 확인한 바 있지만 조선사들의 주가는 Dubai 유 기준 \$70/bbl 이하일때는 유가와 상관관계가 떨어짐. 즉, 유가가 낮아도 상선 수주가 양호하다면 주가는 충분히 오를 수 있으며, 반대로 유가가 상승한다고 하면 상선 수주 모멘텀과 해양플랜트 기대감이 더해져 추가적인 주가 상승도 기대해볼 수 있음

# Contents

1. 이익이 돌아서는 2019 년	3
2. 양호한 수주 플로우도 지속될 2019 년	6
3. 유가가 빠져도 주가는 오를 수 있는 2019 년	12
4. 기업분석	16
1) 현대중공업	17
2) 삼성중공업	22
3) 현대미포조선	27
4) 대우조선해양	32

## Compliance Notice

- 작성자(유승우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 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 (2018 년 11 월 19 일 기준)

매수	92.65%	중립	7.35%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 1. 이익이 돌아서는 2019 년

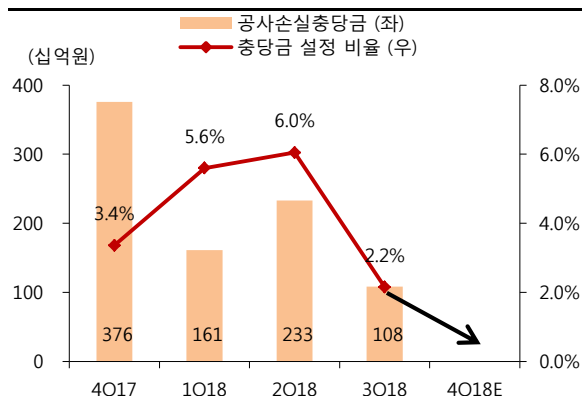
### (1) 선가 인상 기조가 확연히 포착되고 있음

2017 년부터 대한민국 조선사들은 술한 Valuation 논란에 시달려 왔다. 대표적인 논란이 적자를 내는 기업들에게 PBR 1.0 배를 부여할 수 있는가에 대한 것이었다. 그러나 2019 년에는 적어도 이 논란에서만만큼은 벗어날 수 있을 것으로 전망된다. 이익이 돌아서기 때문이다.

이익 턴어라운드의 시그널은 현대중공업그룹의 공사손실충당금 감소 기조에서 파악할 수 있다. 현대중공업그룹은 작년 4 분기부터 신규수주분에 대하여 강제가 인상으로 인한 원가 상승분을 반영해 공사손실충당금을 쌓아왔다. 분기별 충당금 설정 비율(공사손실충당금/신규수주액)은 4Q17 3.4%, 1Q18 5.6%, 2Q18 6.0%로 꾸준히 상승해 왔다. 그런데 3Q18 에 드디어 이 비율이 2.2%로 하락했다. 신규수주분의 선가 인상 폭이 확실하게 커졌기에 강제가 인상이 전망되는데도 불구하고 충당금 설정 비율이 하락한 것이다. 조금 더 정확히는, 역마진 폭이 그만큼 감소한 것으로 해석할 수 있다.

Clarksons Research 기준 선종별로 선가 추이를 보면 작년까지 바닥을 지지고 올해 들어 본격적으로 우상향하기 시작했으며 LNG 캐리어를 제외하면 2015 년도 수준을 향해 지속적으로 상승중이다. 따라서 현대중공업그룹의 신규수주 물량들도 선가를 높여서 받은 것이 확실해 보인다.

현대중공업그룹의 공사손실충당금 설정 비율은 하락할 것임

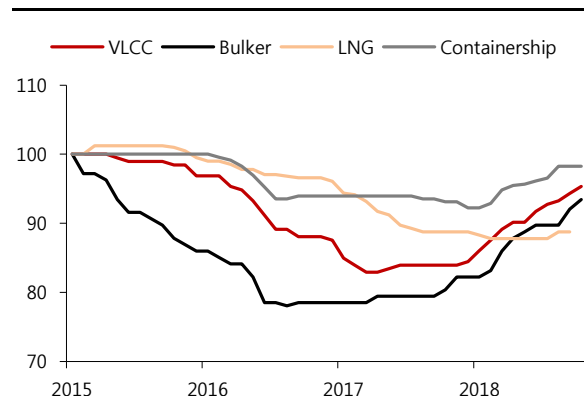


자료 : 현대중공업그룹, SK 증권

주1: 현대중공업그룹 조선 3 사 합산 공순충 및 조선 부문 신규수주액 기준임

주2: 4Q17 의 경우 2017 년 전체 조선 신규수주량에 대해 한번에 공순충 설정

선종별로 선가는 모두 상승하고 있음



자료 : Clarksons Research, SK 증권

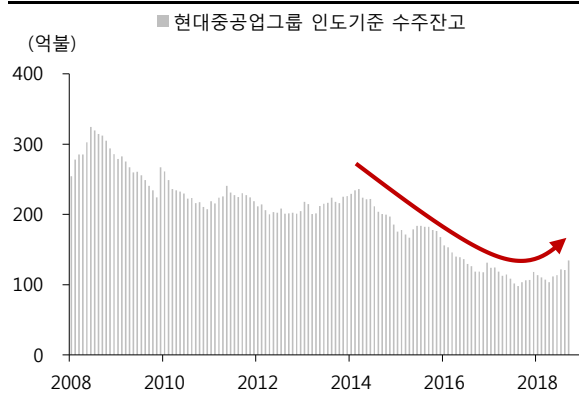
주: 2015 년 1 월이 100 인 월간 지수

## (2) 하방을 다지는 수주잔고

그렇다면 중요한 것은 선가가 지속적으로 오를 가능성이다. 그래야 신규 수주분에 대한 충당금 설정액이 감소하거나 충당금 미설정으로 흑자 전환 및 증익 기조로 접어들 수 있기 때문이다. 선가 인상 가능성은 수주 잔고의 턴어라운드에서 찾을 수 있다.

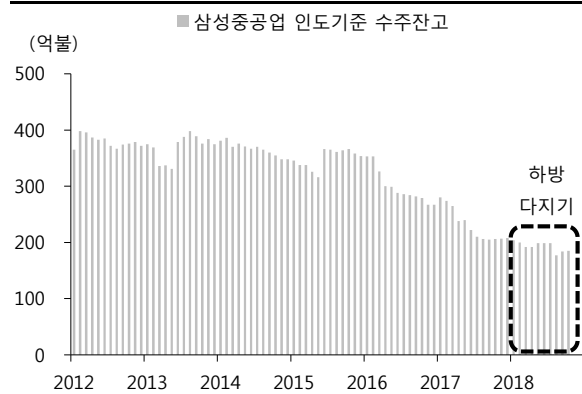
앞서 2018 년에 들어서면서 선종별 선가가 본격적으로 올랐음을 확인했는데, 그렇다면 2018 년 각 조선사들의 수주잔고는 하방을 다지고 있는 단계라는 것을 보여준다. 이미 현대중공업그룹은 잔고가 돌아서서 확실한 흑자전환 시그널을 보여줬다면, 삼성중공업과 대우조선해양은 2018 년을 바닥으로 선가를 올리며 잔고의 턴어라운드를 기대해 볼 수 있는 단계라는 판단이다.

현대중공업그룹의 인도기준 수주잔고 추이



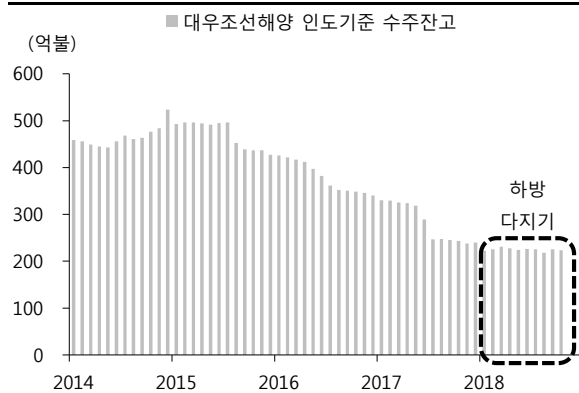
자료 : 현대중공업그룹, SK 증권

삼성중공업의 인도기준 수주잔고 추이



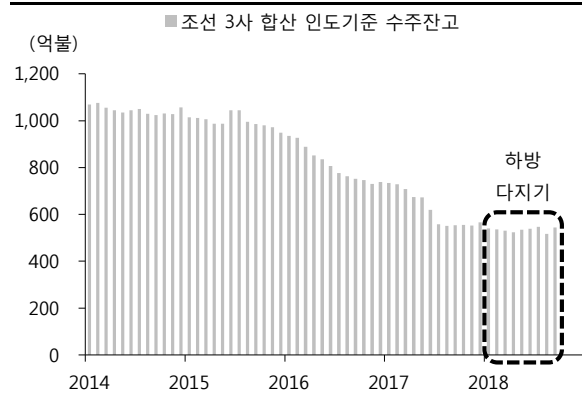
자료 : 삼성중공업, SK 증권

대우조선해양의 인도기준 수주잔고 추이



자료 : 대우조선해양, SK 증권

조선 3사 합산 인도기준 수주잔고 추이

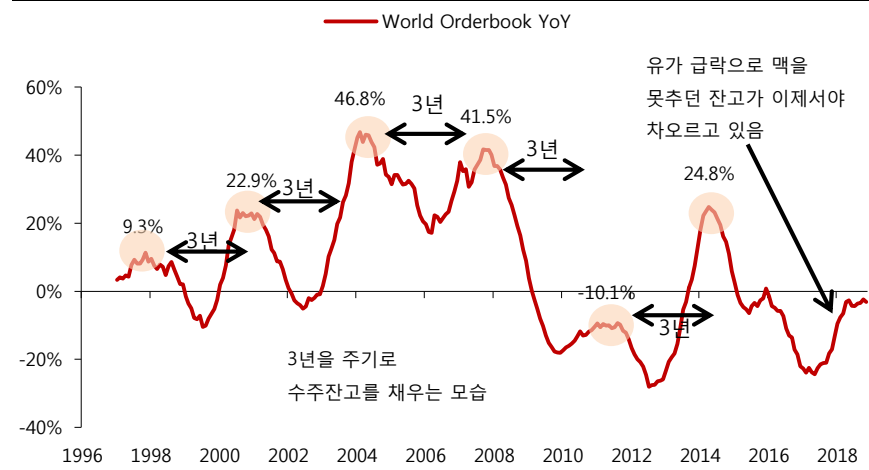


자료 : 현대중공업그룹, 삼성중공업, 대우조선해양, SK 증권

CGT 기준의 전 세계 수주 잔고 YoY 추이도 2018 년 돌아섰다. 2014 년 고점을 형성한 뒤로 원래 2017 년에 돌아서는 모습을 보여줘야 했지만, 유가의 급락으로 맥을 못 추었다. 통상 3 년을 주기로 1 년 반 정도 하락하고, 1 년 반 정도 상승하는 패턴을 보였지만, 이번 사이클은 무려 3 년동안 하락만 했다.

다운사이클이 길었던 만큼 긴 업사이클을 기대해볼 수도 있다는 점에서 최근의 선가 인상 사이클은 생각보다 길게 나타날 수도 있다는 판단이다.

#### CGT 기준 전 세계 수주 잔고 YoY 추이



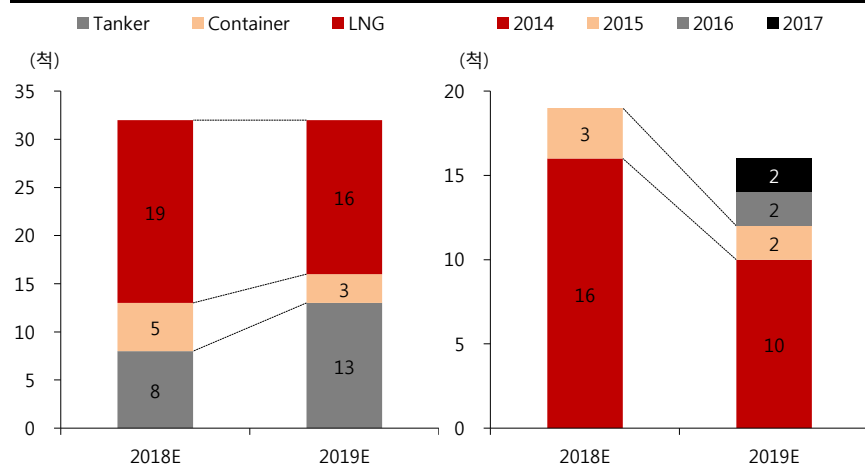
자료 : Clarksons Research, SK 증권

### (3) 대우조선해양의 감익은 전체적인 증익폭 제한할 것

하지만 대우조선해양의 인도 선종 믹스 변화는 다소 아쉽다. 2018년 탱커 8척, 컨테이너 5척, LNG 캐리어 19척을 인도하는 대우조선해양은 2019년에는 탱커 인도량이 5척 늘고, LNG 캐리어 인도량이 3척 줄어든다. 상대적으로 저부가 선종인 탱커의 인도 비중 증가로 전체적인 이익의 폭은 올해보다 낮을 수 밖에 없다.

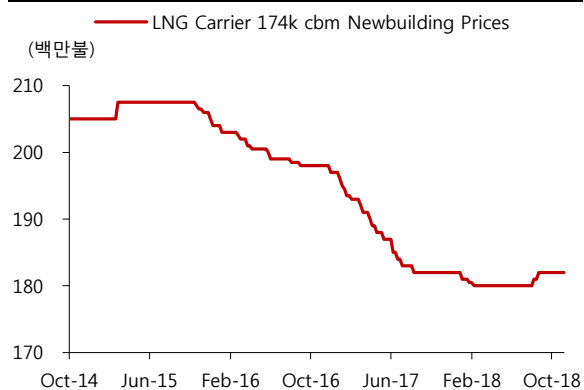
물론 LNG 캐리어 16척 인도는 인도량 자체로는 제법 견조한 수준이라고 할 수 있지만, 내년에 인도되는 선종들은 2014년에 비싸게 수주한 LNG 캐리어가 아니다. 2018년에 인도되는 LNG 캐리어는 2014년 수주분 16척과 2015년 수주분 3척인 반면, 2019년에는 2014년도 수주분 10척, 2015년 수주분 2척, 2016년 수주분 2척, 2017년 수주분 2척이 섞인다. 확실히 선가가 다운사이클을 그릴 때 수주한 물량들이다.

대우조선해양의 2019년 인도 선종 믹스 변화



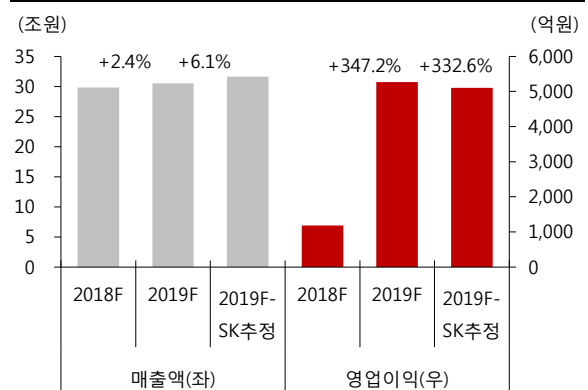
자료 : Clarksons Research, SK 증권

LNG 캐리어 선가는 2014년 이후 하락함



자료 : Clarksons Research, SK 증권

2019년 한국 조선사 합산 매출액, 영업이익 컨센서스와 추정치



자료 : Quantwise, SK 증권

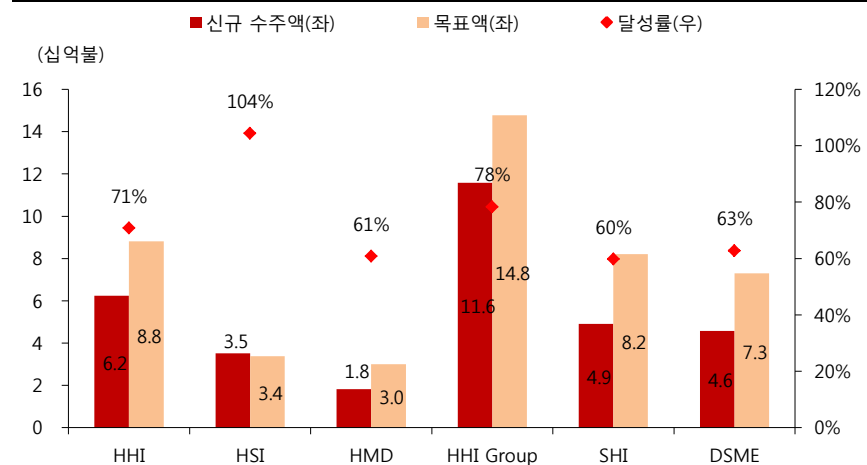
## 2. 양호한 수주 플로우도 지속될 2019 년

### (1) 올 한해 농사는 잘 지었다

2018 년 수주를 돌아본다면 선방했다는 판단이다. 상반기 이후 국제유가가 상승하며 해양플랜트에 대한 기대감이 다시 살아났지만 현대중공업에 제외하면 단 1 건의 수주 소식도 없었다(그나마 달성한 현대중공업의 수주도 소규모 수주였음). 그러나 상선 쪽에서 굉장히 선방하는 모습을 보였다.

현대중공업그룹은 그룹 합산으로 수주 목표 대비 78%를 달성했는데, 연말까지 LNG 캐리어 옵션분 10 척 가량도 기대되는 상황이고, 현대미포조선 역시 LOI 체결분 및 옵션분을 합해 연말까지 30 척 가량의 MR 탱커와 Feeder 급 컨테이너선 수주가 기대된다. 따라서 연내 수주 목표 달성률 100%도 노려볼만한 상황이다. 삼성중공업과 대우조선해양은 해양플랜트 수주가 전무해 상대적으로 아쉬운 달성률을 보이지만, 그래도 상선쪽의 수주는 양호했다.

#### 2018 년도 수주 목표는 해양플랜트가 아쉽지만 상선으로 선방함



자료 : 현대중공업그룹, 삼성중공업, 대우조선해양, SK 증권

주: 현대중공업 그룹은 9 월 말 합산 기준이며 삼성중공업과 대우조선해양은 10 월 말 합산 기준임

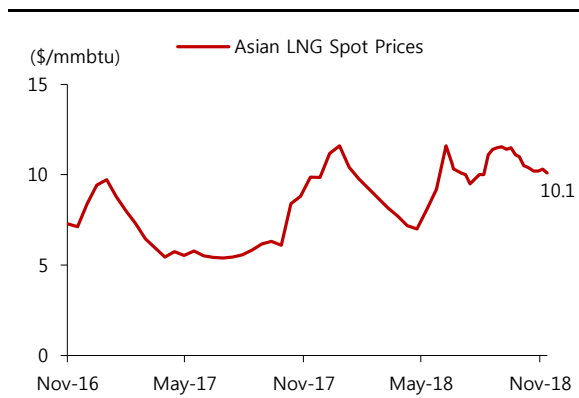


## (2) 질주하는 LNG 캐리어 운임으로 수주 기대감 상승 중

2019 년 수주도 올해만큼 밝은 것으로 전망한다. 운임이 개선 중이기 때문인데, 특히 LNG 캐리어 운임은 광란의 질주를 하고 있기에 내년 초 투기적인 발주를 기대해 볼 수 있다. 투기적인 발주라고 판단하는 이유는, 작금의 LNG 캐리어 운임 강세가 일시적인 현상이기 때문이다.

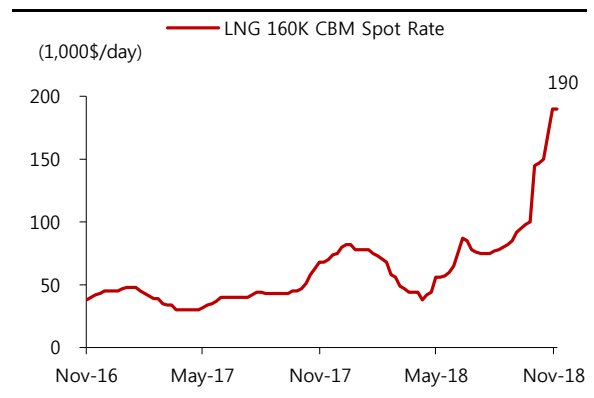
원래 LNG 스팟 가격과 LNG 캐리어 스팟 운임은 방향성을 같이 한다. 그도 그럴 것이, LNG 가격 안에 운반비가 포함되어 있기 때문이다. 그런데 올해 4 분기에 들어서면서 갑자기 방향성이 바뀌었다. 아시아 LNG 12 월물 스팟 가격은 11 월 16 일 기준 \$10.1/mmbtu 를 기록하며 지난 8 주간 하락했는데, 160,000cbm LNG 캐리어 스팟 운임은 여름 이후 지속 상승해 \$190,000/day 를 기록하고 있다. 2012 년 레벨을 뛰어 넘어 사상 최대치 수준이다.

아시아 LNG 스팟 가격 추이



자료 : Reuters, SK 증권

160K CBM LNG 캐리어 스팟 운임



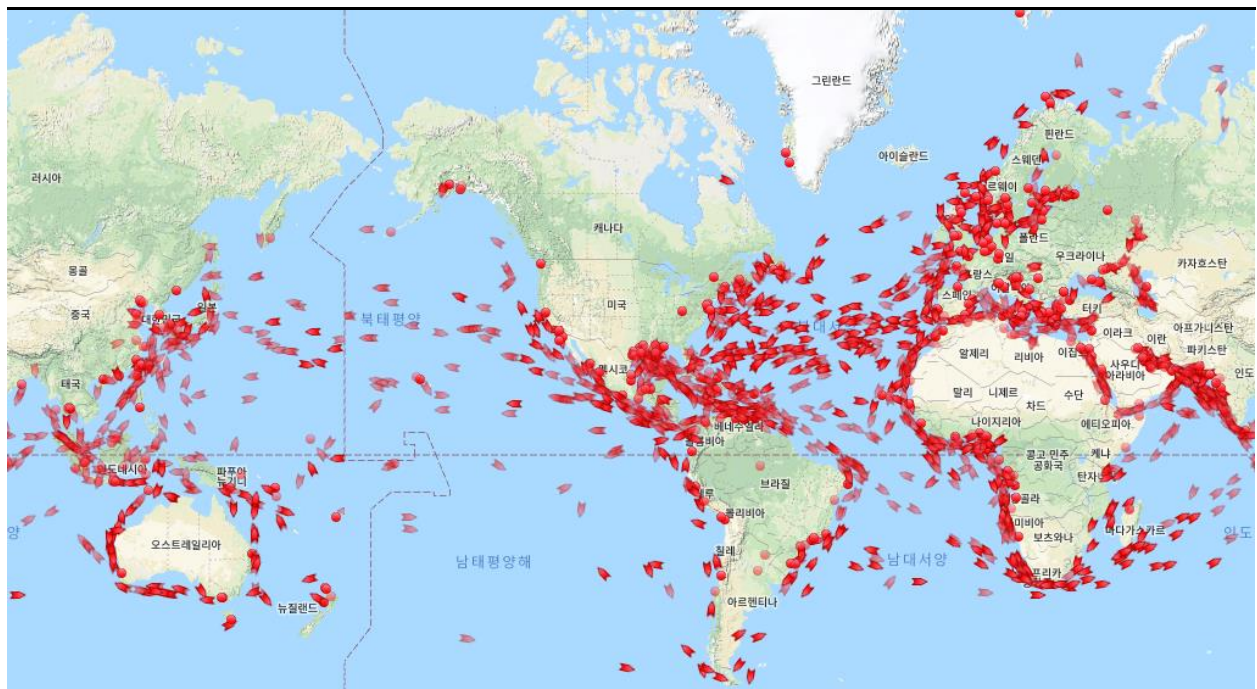
자료 : Clarkson Research, SK 증권

이렇게 LNG 캐리어 운임이 급등한 이유는 LNG 캐리어가 일시적으로 아시아 역내에 부족하기 때문이다. Marine Traffic 이 실시간으로 보여주는 배들의 위치(하단 그림의 점들)를 보면 11 월 18 일 기준으로 아시아보다는 중동, 아프리카, 유럽, 북미 지역에 선박들이 몰려 있음을 확인할 수 있다. 그래서 세계 LNG 수입 1 ~ 3 위 국가인 일본, 중국, 한국은 LNG 를 스왑으로 수입해 줄 선박 수배가 안 되는 상황이다.

아시아에 배가 얼마나 부족한지 단적으로 보여주는 사례가 있는데, 바로 '전대'다. 즉, 빌린 배를 다시 누군가에게 빌려주는 행태가 성행하고 있다. 실제로 일본의 JERA 는 원자재 트레이딩 회사인 Trafigura 에게 \$185,000 ~ \$200,000/day 를 주고 배를 빌리기도 했다. Trafigura 는 또한 BP 에게 \$90,000/day 에 빌린 배를 다시 중국 Unipcc 에 \$140,000/day 에 전대하기도 했다. 이렇다 보니 LNG 캐리어 스왑 운임이 지난 몇 주간 폭등했던 것이다.

아시아에 배가 없는 이유는 여러 가지가 지목되고 있다. 첫 번째는 유럽의 LNG 수입 증대다. 벨기에와 네덜란드는 지난 10 월 이례적으로 사상 최대치의 LNG 를 사들였다. 원래 벨기에는 원전 의존도가 높지만 최근 원자로 7 개 중 6 개를 보수공사에 돌입하면서 일시적으로 부족한 에너지원을 가스로 충당하고 있다. 그리고 트레이더들에 의하면 중국이 지난 겨울 심각한 LNG 쏏타지를 겪은 뒤로 선박들을 수개월 단위의 장기 계약으로 묶어버려 스왑 선대가 부족해진 영향도 있다.

2018 년 11 월 18 일 기준 아시아 역내 LNG 캐리어가 적고 대부분 중동, 아프리카, 유럽, 북미 지역에 몰려있음



자료 : Marine Traffic, SK 증권

이러한 변화는 펀더멘털한 변화는 분명히 아니다. 심지어 일본은 후쿠시마 사태로 꺼버렸던 원전을 다시 재가동 중이다. 작년 3.5GW에 달했던 원전 용량이 올해는 9GW에 달해 확실히 일본의 이번 겨울 가스 수요는 작년보다 많지 않다.

또한, SK 증권 리서치센터는 중국의 가스 수급 계획에 대해 LNG 보다는 PNG가 우세할 것으로 지속적으로 전망하고 있다. 이미 러시아에서 중국으로 유입되는 Power of Siberia는 10월 중순 기준 91%의 공사 진행률을 보이고 있어 올해 완공이 확정적이다. 그러면 내년 겨울 LNG 캐리어 운임의 움직임은 그동안의 패턴과 다를 수도 있다.

선종별 잔고/선복량 추이로 보더라도 LNG 캐리어 23.18% 수준으로 아직 공급 과잉 상황이다. 그럼에도 불구하고 투기적 발주 가능성은 열려있다. 지난 겨울에도 중국이 일시적으로 LNG 수입을 늘리며 단기간에 운임이 상승한 뒤에 연초에 발주가 몰려 나온 모습이 확인되며 여름철 폭염으로 아시아 가스 수요가 늘며 운임이 높게 유지되었을 때에도 발주가 늘었다. 이번 겨울에 대해서도 다를 것이라고 보지 않는다.

#### 일본은 원전 재가동에 나서고 있음

##### Asian spot prices drop to over 2-mth low on higher supply

Falling appetite for LNG in Japan, the largest importer of the commodity globally, will contribute to slower Asian demand-growth as gas is replaced by nuclear energy... (중략) ... Japan is expected to have about 9 gigawatts (GW) of nuclear capacity online by this winter compared with 3.5 GW last winter, FGE said earlier this week. (하략)

자료 : Reuters(2018-10-26), SK 증권

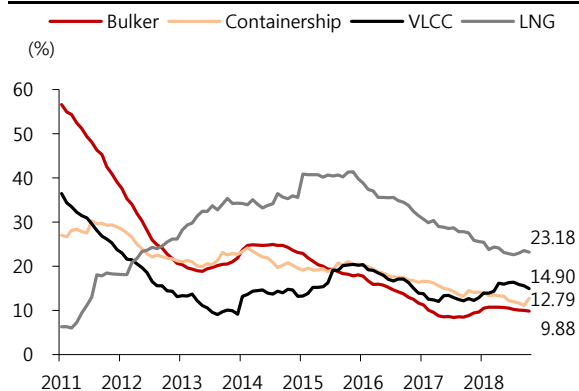
#### Power of Siberia는 91%의 공사 진행률을 넘었음

##### Gazprom Promises China a Supply of Natural Gas it Cannot Deliver

Miller said that on the top of supplying China with 38 billion cubic meters of natural gas a year, Gazprom could deliver an additional supply of up to 10 billion cubic meters to China's distribution network during peak season in the wintertime... (중략) ... the Power of Siberia pipeline is in its last phase of construction, with over 91 percent of the work done... (중략) ... pipeline is expected to be ready by the end of 2019. (하략)

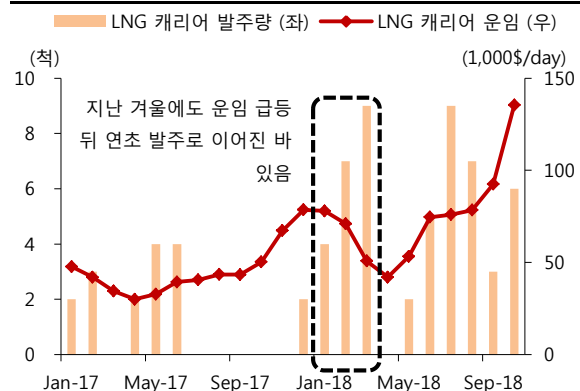
자료 : Polygraph.info(2018-10-17), SK 증권

#### 선종별 잔고/선복량 추이: LNG 캐리어는 아직 공급 과잉임



자료 : Clarksons Research, SK 증권

#### LNG 캐리어 운임 상승은 뒤이어 발주로 이어지기 마련임



자료 : Clarksons Research, SK 증권

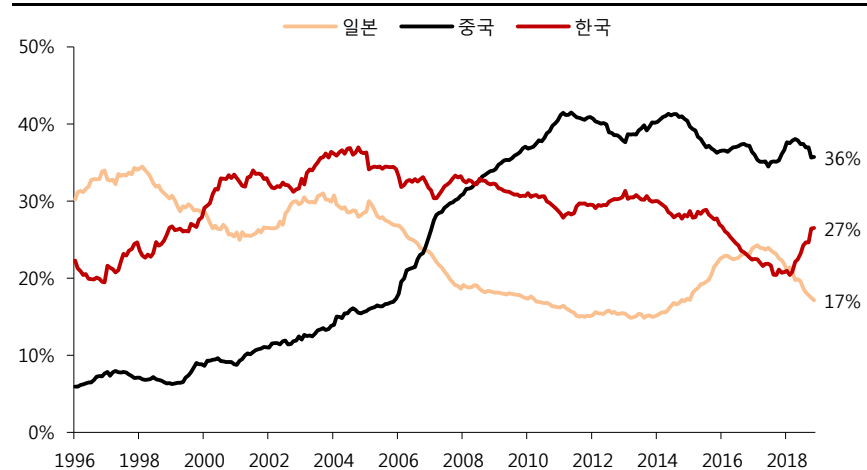
### (3) LNG 캐리어 수주로 중국과의 경쟁을 견뎌야 함

참고로 한국 조선사들이 요즘 치고 올라오는 중국 조선사들과의 경쟁에서 이길 수 있는 수단은 아무래도 LNG 캐리어인듯하다. CGT 수주잔고 기준 일본, 중국, 한국 조선사들의 점유율 추이를 보면 2018 년 들어 한국 조선사들의 점유율이 급격하게 치고 올라왔는데 이는 연초 이후 지속된 LNG 캐리어 수주에 기인한다고 볼 수 있다. LNG 캐리어는 CGT 계수가 높기 때문에 LNG 캐리어 수주만으로 점유율을 급격하게 끌어올릴 수 있었다.

이는 2017 년 8 월, CMA CGM 이 발주했던 초대형 컨테이너선 수주전에서 중국 조선사에게 패한 뒤로 불거졌던 한국 조선사 위기론을 반박하는 논리가 되었으며 2018 년 1 ~ 2 분기 동안 한국 조선사가 점유율 측면에서 중국 조선사를 압도하고 있다는 내용의 기사들이 봇물처럼 쏟아진 바 있다.

하지만 한국의 점유율이 급등했다고 해서 중국의 점유율이 급락하지는 않았다. 한 물 간 일본의 점유율이 급락했을 뿐이다. 즉, 한국이 LNG 캐리어를 수주하는 동안 중국은 나머지 선종 수주전에서 꽤나 선방한 것이다. 그리고 앞서 밝혔듯이 에너지 블랙홀인 중국이 내년에는 LNG와 함께 PNG의 수입도 대규모로 늘릴 수 있게 된다는 점에서 2020 년 초 LNG 캐리어 발주는 제한적인 모습을 보일 수도 있다. 따라서 대한민국 조선사들은 2019 년 LNG 캐리어 수주를 통해 중국과의 경쟁을 견뎌야 한다.

국가별 수주잔고 기준 조선사 점유율 추이



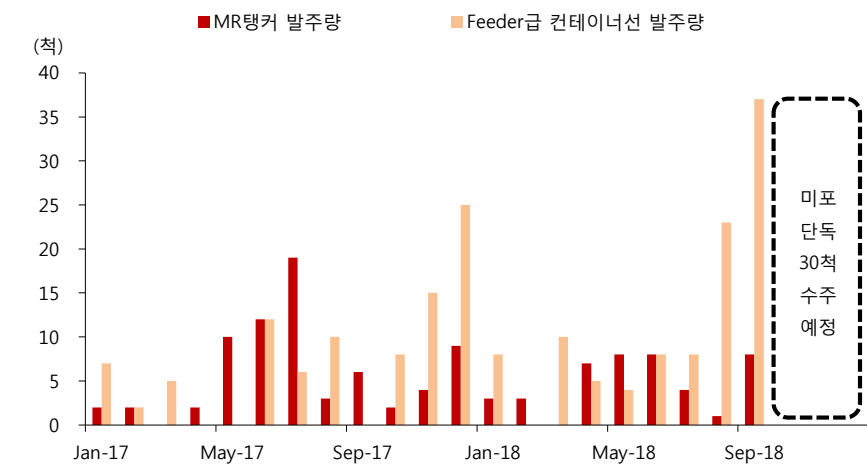
자료 : Clarksons Research, SK 증권

#### (4) 화학 다운사이클의 수혜도 지속중

LNG 캐리어 말고도 지난 Cyclical Bulletin Release 12 에서 분석했던, 화학 다운사이클로 인한 컨테이너선 및 MR 탱커 발주 증가세는 지속될 것으로 전망한다. 화학 제품 공급 증가로 화학 섹터는 다운사이클이 불가피하지만, 해당 제품들을 운반하는 컨테이너선이라 MR 탱커는 지속적으로 발주되어야 하기 때문이다.

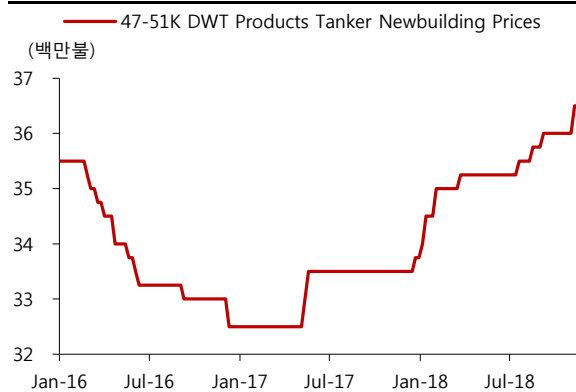
당장 연말에만 국한해서 보더라도 현대미포조선이 LOI 를 체결했거나 옵션으로 수주할 물량만 30 척 가량이 있다. 특히 폴리에틸렌을 운반하는 컨테이너선 중에서 현대미포조선이 주력하는 MR 탱커(PC 선)와 Feeder 급 컨테이너선의 선가는 2017 년 상반기를 저점으로 지속 상승 중이다. 업황이 확실히 양호해 보인다.

##### 현대미포조선은 연말까지 수주 플로우가 가장 양호함



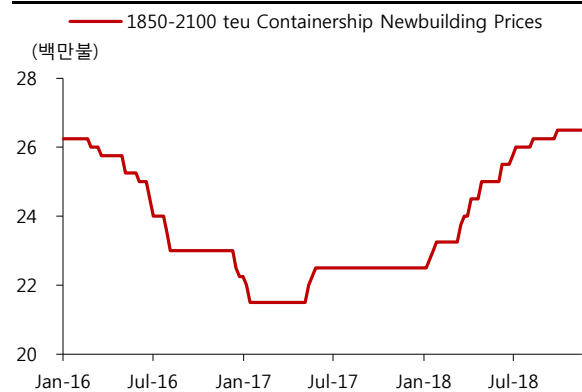
자료 : Clarksons Research, SK 증권

##### PC 선의 가격은 상승세 지속중



자료 : Clarksons Research, SK 증권

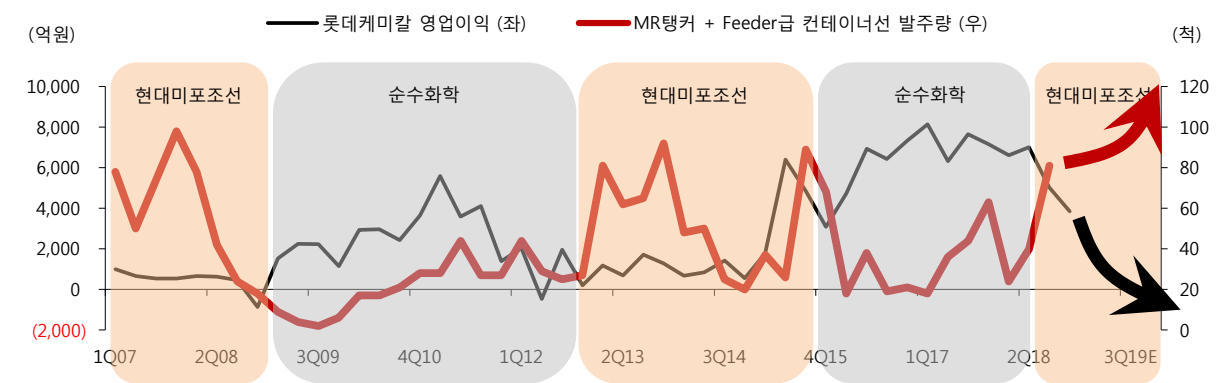
##### Feeder 급 컨테이너선의 가격도 상승세 지속중



자료 : Clarksons Research, SK 증권

화학 업체의 주가는 이익의 함수고 조선 업체의 주가는 수주의 함수인만큼 순수화학  
업종의 대표 종목인 롯데케미칼의 이익이 꺾이기 시작할 때에는 현대미포조선이 수주  
를 하며 주가가 오를 수 있는 시기다. 이미 롯데케미칼의 3Q18 영업이익은 5,036 억원  
으로 컨센서스를 하회하며 QoQ 감익이 나타났고 4Q18 영업이익은 11 월 18 일 기준  
컨센서스가 3,852 억 수준이다. 화학 제품 공급 과잉은 본격적으로 시작된 것이다. 따  
라서 현대미포조선의 화학 유관 선종 수주 확대를 자신한다.

#### 순수화학의 다운사이클 본격화로 화학제품 운반 선종인 MR 탱커와 Feeder급 컨테이너선 발주는 지속적으로 증가할 것



자료 : Clarksons Research, DataGuide, SK 증권

주: 롯데케미칼의 4Q18E 영업이익은 컨센서스인 3,852 억원임

### 3. 유가가 빠져도 주가는 오를 수 있는 2019 년

#### (1) 유가는 하락세를 면치 못할 것

문제는 해양플랜트다. 최근 유가 하락세가 만만치 않기 때문이다. 11 월 17 일 기준 WTI 는 \$56.46/bbl 에 마감했다. 이는 10 월 고점인 \$74.34/bbl 대비 24%가 하락한 것으로 2018 년 유가 상승으로 불거진 해양플랜트 수주 기대감을 모두 꺼뜨릴 만큼의 급락세였다.

더군다나 SK 증권 리서치센터는 ‘Cyclical Bulletin Release 15: 2019 년 소재/산업재 ‘중립’까지는 상향’ 보고서를 통해서 2019 년 국제유가에 대해 무려 \$40/bbl ~ \$50/bbl 의 밴드를 제시한 바 있다. 모두가 통감하듯이 유가가 이렇게 낮으면 조선 섹터 주가는 재미 없다. 현재 거론되고 있는 수주 pool 들에 대해서 최종 발주까지 이어질지 확인할 수 없는 상황이다.

그럼에도 불구하고 조선 섹터가 PBR 1.0 배를 향할 수 있다고 주장하는 이유는, 유가와 무관하게 주가가 충분히 상승할 수 있기 때문이다.

현재 국내 조선사들의 해양플랜트 수주 Pool 이 실제 발주로 이어질지는 미지수임

프로젝트명	입찰 국내 조선사	계약 규모	낙찰 발표 시기	기타
인도 Reliance	삼성	20 억달러 이상	2018 년 말	2021 년 ~ 2022 년 초 인도
나이지리아 Bonga	삼성, 현대	20~30 억달러	2018 년 말 최종 투자 결정 예정	2022 년 준공
베트남 Block B	삼성, 현대	10 억달러	2019 년 초 추정	-
호주 Barossa	삼성	15 억달러	2019 년 추정	삼성, MODEC 이 FEED 계약
사우디 Marjan	입찰 미진행	패키지 1: 5 억달러 패키지 2: 4 억달러 패키지 3: 5 억달러	EPC 입찰서 2018 년 8 월 16 일 발급, 마감일 12 월 9 일	-

자료 : 언론 자료, SK 증권



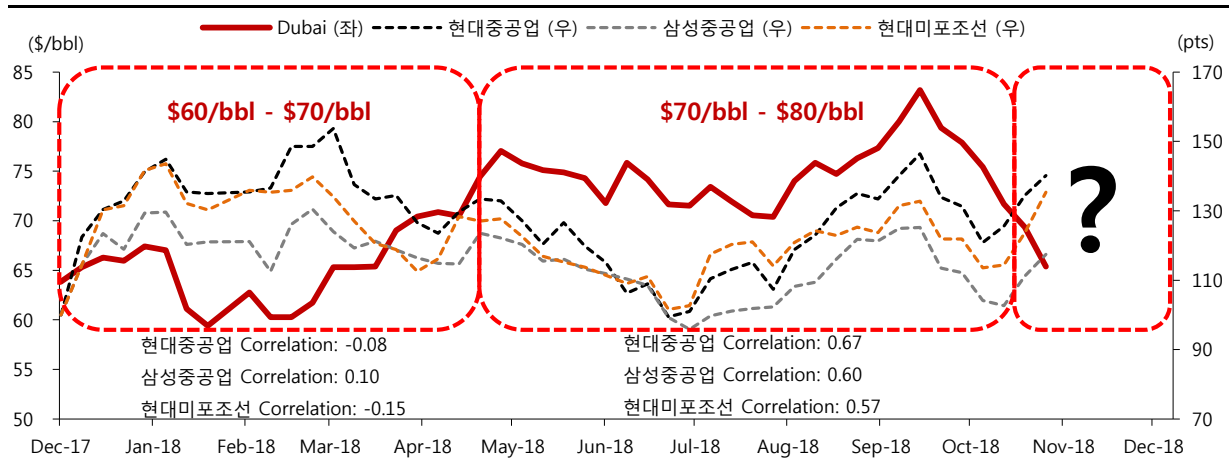
## (2) 유가가 낮아도 상선이 받쳐주면 산다

2017 년 말부터 유가와 대우조선해양을 제외한 조선사들 주가지수를 그려보면 재미있는 패턴이 나타난다. Dubai 유 기준 \$60/bbl - \$70/bbl 에서는 상관관계가 대단히 낮고, \$70/bbl 을 넘어선 뒤로 상관관계가 높다.

해석하자면, 유가가 \$70/bbl 밑에서는 해양플랜트 수주가 없더라도 2018 년 연초에 그랬던 것처럼 LNG 캐리어를 비롯한 상선 수주만으로도 주가는 오를 수 있는 것이고, 유가가 \$70/bbl 을 넘어서면 해양플랜트에 대한 기대감으로 조선주에 대해 전통적인 유가 플레이가 가능한 것이다. 이미 11 부터 Dubai 유가 \$70/bbl 이 깨진 뒤로 조선사 주가와 유가는 방향성이 틀어졌다.

결국 2019 년 유가를 \$40/bbl ~ \$50/bbl 로 전망한다고 하더라도 앞서 말한 상선 수주로 주가는 충분히 오를 수 있다는 판단이다. 반대로 유가가 당사 추정과 다르게 상승한다면 앞서 밝힌 상선 수주 모멘텀과 맞물려 주가의 추가적인 상승도 가능해 보인다. 따라서 2019 년에는 이익 턴어라운드와 맞물려 섹터 PBR 1.0 배의 정당성이 확보되는 한 해가 될 것으로 전망한다.

유가가 \$60/bbl - \$70/bbl 범위에 있을 때와 \$70/bbl - \$80/bbl 범위에 있을 때 유가와 조선사 주가의 상관관계는 현저히 다름



자료 : DataGuide, SK 증권



# Company Analysis

# SK COMPANY Analysis



Analyst

유승우

yswbest@sk.com

02-3773-9180

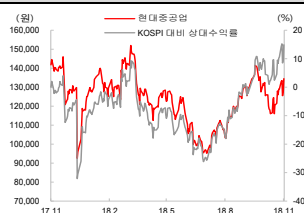
## Company Data

자본금	346 십억원
발행주식수	6,917 만주
자사주	6 만주
액면가	5,000 원
시가총액	9,303 십억원
주요주주	
현대중공업지주(외14)	34.75%
국민연금공단	9.13%
외국인지분률	16.40%
배당수익률	0.00%

## Stock Data

주가(18/11/16)	134,500 원
KOSPI	20924 pt
52주 Beta	1.29
52주 최고가	152,000 원
52주 최저가	92,511 원
60일 평균 거래대금	42 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	2.7%	5.3%
6개월	9.8%	29.1%
12개월	-5.1%	14.9%

현대중공업 (009540/KS | 매수(유지) | T.P 170,000 원(상향))

## 대형 3사 중 가장 안정적 턴어라운드 시험중

동사의 2019년 매출액은 14조 1,852억원 (YoY +10.7%), 영업이익은 792억원으로 흑자 전환할 전망이다. 수주 선종 선가 인상 기조와, 수주잔고 턴어라운드로 내년도 매출액과 이익 턴어라운드가 기대됨. 운임 상승으로 LNG 캐리어 투기 발주를 기대할 수 있어 연내 수주 목표 달성률 100%도 노려볼 수 있음. 이에 투자의견 매수를 유지하며 목표주가는 170,000 원으로 상향하며 업종 내 Top Pick 의견 유지함

## 2019년 매출액 14조 1,852억원, 영업이익 792억원 전망

동사의 2019년 매출액은 14조 1,852억원 (YoY +10.7%), 영업이익은 792억원으로 흑자 전환할 전망이다. 국내 대형 조선 3사 중에서 가장 독보적인 수주량을 보인 덕에 내년엔 건조 물량이 늘어나 매출액의 턴어라운드가 확실한 상황임. 영업이익도 수주 선종들의 선가 인상 기조로 인해 2018년을 기저로 흑자 전환할 것임. 올해 분기별로 신규 수주분에 대하여 공사손실충당금을 쌓았는데, 수주액 대비 충당금 설정액의 비율이 2분기 6.0%를 폭지로 하향중인 것이 선가 인상 및 이익 개선의 시그널로 받아들일 수 있음. 수주잔고도 하방을 다지고 상승하고 있다는 점은 향후 추가 수주 물량들의 선가를 높게 가져갈 수 있는 근거가 되기도 하기에 이익 개선은 지속될 것임

## 연내 수주 목표 달성률 100%도 노려볼 수 있는 상황

동사는 연말까지 LNG 캐리어 옵션분 10척 가량의 추가 수주가 기대된다는 점에서 연내 수주 목표 달성률 100%도 노려볼 수 있음. 최근 초강세를 보이고 있는 LNG 캐리어 운임을 감안하면 LNG 캐리어 발주 센터먼트는 대단히 양호한 상황임. 물론 지속적으로 주장하지만, LNG 캐리어의 공급 과잉은 아직 해소되지 않았기에 펀더멘탈에 근거한 발주라기 보다는 투기적 발주가 나올 것임

## 투자의견 매수 유지, 목표주가 170,000 원으로 상향

양호한 수주 플로우에 힘입어 매출과 이익이 내년에 확실하게 턴어라운드하기 때문에 Target PBR 1.0 배를 적용하는 데 무리가 없어 투자의견 매수를 유지함. 목표주가는 추정치 변경을 반영해 170,000 원으로 상향하며 업종 내 Top Pick 의견 유지함

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	46,318	22,300	15,469	12,819	14,185	14,314
yoy	%	-12.3	-51.9	-30.6	-17.1	10.7	0.9
영업이익	십억원	-1,585	392	15	-213	79	364
yoy	%	적지	흑전	-96.3	적전	흑전	359.5
EBITDA	십억원	-533	1,267	597	79	352	635
세전이익	십억원	-1,860	96	-27	-541	-84	204
순이익(지배주주)	십억원	-1,350	545	2,458	-415	-264	-45
영업이익률%	%	-3.4	1.8	0.1	-1.7	0.6	2.5
EBITDA%	%	-1.2	5.7	3.9	0.6	2.5	4.4
순이익률	%	-3.0	2.8	17.4	-1.7	-0.5	1.1
EPS	원	-16,777	-824	-5,038	-8,867	-3,924	-672
PER	배	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PBR	배	0.4	0.6	0.5	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	배	-37.2	17.7	14.7	133.8	29.3	16.4
ROE	%	-9.3	3.7	18.2	-3.6	-2.2	-0.4
순차입금	십억원	10,899	9,240	1,660	-253	-705	-794
부채비율	%	220.7	175.2	145.8	124.0	134.0	133.1

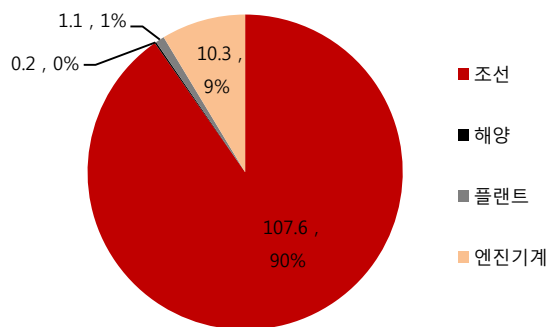
## 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)		1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액		4,309	4,246	3,804	3,109	3,043	3,124	3,242	3,411	15,469	12,819	14,185
	YoY	-36.5%	-30.1%	-27.3%	-26.1%	-29.4%	-26.4%	-14.8%	9.7%	-30.6%	-17.1%	10.7%
	QoQ	2.4%	-1.5%	-10.4%	-18.3%	-2.2%	2.7%	3.8%	5.2%			
영업이익		142	148	93	(369)	(124)	(176)	29	58	15	(213)	79
영업이익률		3.3%	3.5%	2.5%	-11.9%	-4.1%	-5.6%	0.9%	1.7%	0.1%	-1.7%	0.6%
	YoY	2015.1%	20.9%	8.9%	-671.8%	-223.9%	-260.9%	-63.7%	-114.2%	-96.3%	적전	흑전
	QoQ	58.4%	6.4%	-29.7%	-582.6%	-65.7%	38.2%	-115.9%	89.2%			
세전이익		158	296	277	(758)	(199)	(301)	(21)	(20)	(27)	(541)	(84)
세전이익률		3.7%	7.0%	7.3%	-24.4%	-6.5%	-9.6%	-0.6%	-0.6%	-0.2%	-4.2%	-0.6%
순이익		462	2,615	197	(581)	26	(210)	(15)	(15)	2,693	(215)	(64)
순이익률		10.7%	61.6%	5.2%	-18.7%	0.8%	-6.7%	-0.5%	-0.4%	17.4%	-1.7%	-0.5%

자료: 현대중공업 SK 증권

## 2018년 1~9월 신규수주

(억불)

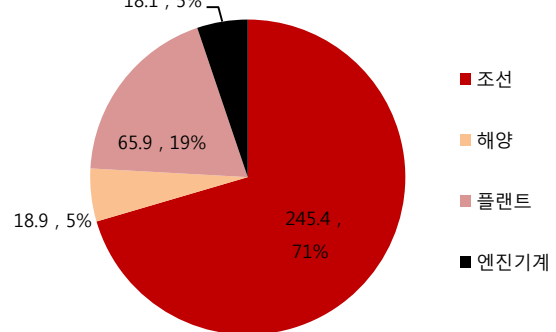


자료: 현대중공업 SK 증권

주: 현대중공업, 현대삼호중공업, 현대미포조선 연결 기준

## 2018년 9월 말 기준 수주잔고

(억불)

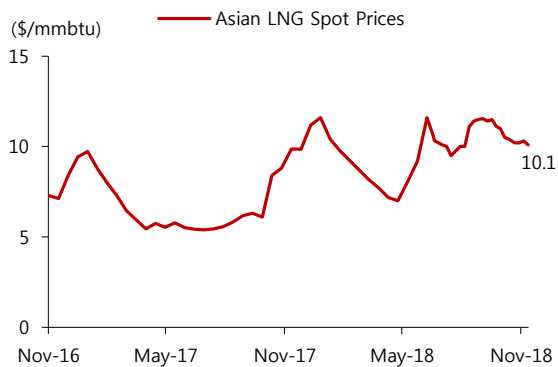


자료: 현대중공업 SK 증권

주: 현대중공업, 현대삼호중공업, 현대미포조선 연결 기준

## 아시아 LNG 스팟 가격 추이

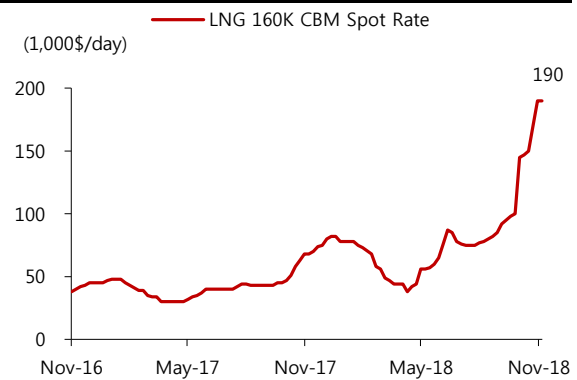
(\$/mmbtu)



자료: Reuters, SK 증권

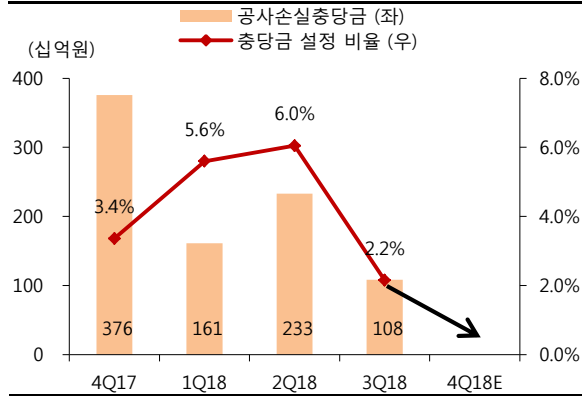
## 160K CBM LNG 캐리어 스팟 운임

(1,000\$/day)



자료: Clarksons Research, SK 증권

### 현대중공업그룹 공손충 설정 비율을 하락할 것

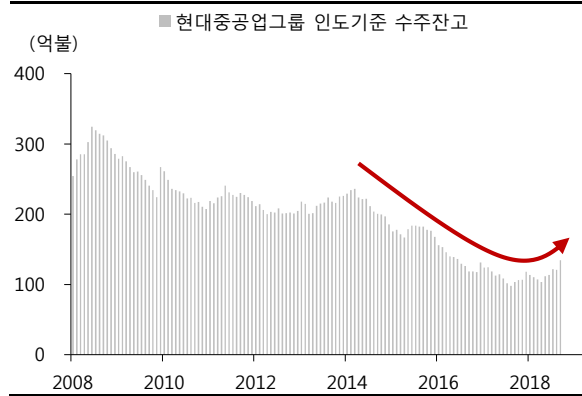


자료 : 현대중공업그룹, SK 증권

주 1: 현대중공업그룹 조선 3사 합산 공손충 및 조선 부문 신규수주액 기준임

주 2: 4Q17의 경우 2017년 전체 조선 신규수주량에 대해 한번에 공손충 설정

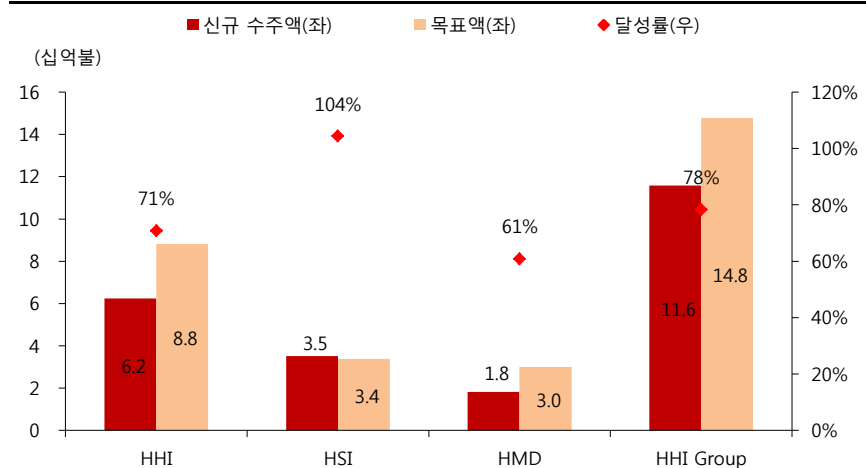
### 수주잔고도 하방을 다지고 턴어라운드가 확실시 되고 있음



자료 : 현대중공업그룹, SK 증권

주: 현대중공업그룹 조선 3사 합산 기준임

### 현대중공업 조선사별 2018년 수주 목표 대비 달성률



자료 : 현대중공업그룹, SK 증권

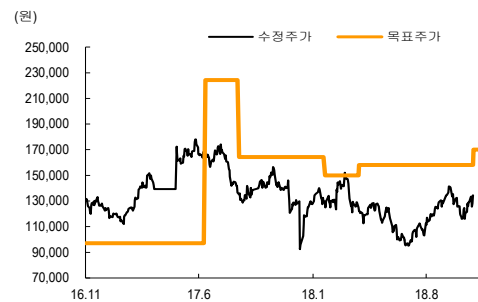
주: 9월 말 기준임

### 현대중공업 목표 주가 산출

	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
BPS(원)	173,009	171,161	171,560	172,266	169,987
Target BPS(원)	171,244				
Target PBR(배)	1.0				
목표 주가(원)	170,000				
현재 주가(원)	134,500				
상승 여력	26%				

자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고최저 주가대비
20181119	매수	170,000원	6개월		
20180726	매수	158,000원	6개월	-25.54%	-10.44%
20180724	매수	158,000원	6개월	-28.51%	-18.67%
20180504	매수	158,000원	6개월	-28.23%	-18.67%
20180417	매수	158,000원	6개월	-24.42%	-22.78%
20180212	중립	150,000원	6개월	-10.30%	1.33%
20171101	중립	164,209원	6개월	-17.91%	-4.65%
20170904	중립	164,209원	6개월	-15.81%	-9.01%
20170802	매수	224,355원	6개월	-28.98%	-22.34%
20170702	매수	224,355원	6개월	-26.29%	-22.34%



### 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 (2018년 11월 19일 기준)

매수	92.65%	중립	7.35%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	25,865	17,664	17,095	18,310	18,470
현금및현금성자산	4,326	3,240	2,997	3,449	3,538
매출채권및기타채권	9,940	5,286	4,894	5,416	5,465
재고자산	3,880	845	701	775	782
<b>비유동자산</b>	23,084	12,745	12,792	12,887	13,029
장기금융자산	740	239	253	253	253
유형자산	18,729	11,046	10,679	10,586	10,523
무형자산	1,962	105	108	118	127
<b>자산총계</b>	48,949	30,409	29,887	31,196	31,500
<b>유동부채</b>	23,237	15,615	14,328	15,772	15,847
단기금융부채	12,500	4,104	2,594	2,594	2,594
매입채무 및 기타채무	8,745	5,233	5,696	7,012	7,075
단기충당부채	5	0	0	5	5
<b>비유동부채</b>	7,926	2,422	2,215	2,094	2,137
장기금융부채	6,340	1,349	1,238	1,238	1,238
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	932	844	745	691	779
<b>부채총계</b>	31,163	18,037	16,542	17,866	17,984
<b>지배주주지분</b>	15,937	11,121	11,966	11,757	11,747
자본금	380	283	346	346	346
자본잉여금	1,125	1,050	2,228	2,228	2,228
기타자본구성요소	-1,368	-8,355	-8,351	-8,351	-8,351
자기주식	-1,062	-53	-53	-53	-53
이익잉여금	13,434	16,237	16,258	15,994	15,949
비지배주주지분	1,850	1,251	1,378	1,573	1,768
<b>자본총계</b>	17,787	12,372	13,345	13,331	13,515
<b>부채외자본총계</b>	48,949	30,409	29,887	31,196	31,500

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	2,128	1,087	902	629	296
당기순이익(손실)	627	2,693	-215	-64	155
비현금성항목등	2,321	-1,251	248	416	480
유형자산감가상각비	769	533	278	266	263
무형자산감가상각비	107	49	14	7	7
기타	1,144	-1,843	-189	0	0
운전자본감소(증가)	-711	-169	1,127	631	85
매출채권및기타채권의 감소(증가)	1,176	1,271	-2,992	-521	-49
재고자산감소(증가)	517	231	109	-75	-7
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-2,214	-187	3,687	1,316	64
기타	-191	-1,483	323	-89	78
법인세납부	-110	-186	-258	-354	-424
<b>투자활동현금흐름</b>	-96	982	-1,194	-149	-178
금융자산감소(증가)	504	692	-1,233	0	0
유형자산감소(증가)	-935	-270	-174	-174	-200
무형자산감소(증가)	-41	-17	-17	-17	-17
기타	375	576	229	42	39
<b>재무활동현금흐름</b>	-784	-3,002	53	-29	-29
단기금융부채증가(감소)	-349	-1,858	-1,104	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	0	244	1,240	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-434	-1,388	-83	-29	-29
<b>현금의 증가(감소)</b>	1,258	-1,087	-242	452	89
기초현금	3,068	4,326	3,240	2,997	3,449
기말현금	4,326	3,240	2,997	3,449	3,538
FCF	769	4,328	931	728	415

자료 : 현대중공업, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	22,300	15,469	12,819	14,185	14,314
<b>매출원가</b>	20,329	14,435	12,298	13,314	13,150
<b>매출총이익</b>	1,971	1,034	521	871	1,163
매출총이익률 (%)	8.8	6.7	4.1	6.1	8.1
<b>판매비와관리비</b>	1,579	1,019	734	792	799
영업이익	392	15	-213	79	364
영업이익률 (%)	1.8	0.1	-1.7	0.6	2.5
비영업손익	-296	-42	-327	-164	-160
<b>순금융비용</b>	13	33	8	-6	-10
외환관련손익	-37	-166	-197	-197	-197
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	26	57	27	27	27
세전계속사업이익	96	-27	-541	-84	204
세전계속사업이익률 (%)	0.4	-0.2	-4.2	-0.6	1.4
계속사업법인세	80	66	-144	-20	49
<b>계속사업이익</b>	16	-93	-397	-64	155
중단사업이익	611	2,787	182	0	0
*법인세효과	0	0	-43	0	0
당기순이익	627	2,693	-215	-64	155
<b>순이익률 (%)</b>	2.8	17.4	-1.7	-0.5	1.1
지배주주	545	2,458	-415	-264	-45
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	2.44	15.89	-3.23	-1.86	-0.32
비지배주주	82	235	200	200	200
<b>총포괄이익</b>	2,460	2,607	-165	-14	185
지배주주	2,248	2,377	-360	-209	-10
비지배주주	213	230	195	195	195
EBITDA	1,267	597	79	352	635

## 주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-51.9	-30.6	-17.1	10.7	0.9
영업이익	흑전	-96.3	적전	흑전	359.5
세전계속사업이익	흑전	적전	적지	적지	흑전
EBITDA	흑전	-52.9	-86.8	346.1	80.2
EPS(계속사업)	흑전	511.6	적전	적지	적지
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	3.7	18.2	-3.6	-2.2	-0.4
ROA	1.3	6.8	-0.7	-0.2	0.5
EBITDA마진	5.7	3.9	0.6	2.5	4.4
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	111.3	113.1	119.3	116.1	116.6
부채비율	175.2	145.8	124.0	134.0	133.1
순차입금/자기자본	52.0	13.4	-1.9	-5.3	-5.9
EBITDA/이자비용(배)	19.1	6.6	1.9	12.3	22.2
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	-824	-5,038	-8,867	-3,924	-672
BPS	198,075	185,387	173,009	169,987	169,839
CFPS	17,654	46,582	-1,822	134	3,350
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PER(최저)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PBR(최고)	0.7	1.0	0.9	0.9	0.9
PBR(최저)	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6
PCR	7.0	2.1	-73.8	1,005.2	40.2
EV/EBITDA(최고)	18.4	28.0	149.1	32.7	18.3
EV/EBITDA(최저)	13.8	14.3	93.1	20.2	11.4

# SK COMPANY Analysis



Analyst

유승우

yswbest@sk.com

02-3773-9180

## Company Data

자본금	3,151 십억원
발행주식수	0
자사주	0
액면가	5,000 원
시가총액	4,788 십억원
주요주주	
삼성전자(주)(외8)	21.92%
삼성중공업우리사주	8.21%
조합	
외국인지분율	17.50%
배당수익률	0.00%

## Stock Data

주가(18/11/16)	7,600 원
KOSPI	20924 pt
52주 Beta	1.30
52주 최고가	11,119 원
52주 최저가	6,090 원
60일 평균 거래대금	25 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	1.6%	%
6개월	-0.8%	%
12개월	-30.0%	%

삼성중공업 (010140/KS | 중립(유지) | T.P 8,600 원(상향))

## 2019 년 흑자전환이 가능할까?

동사의 2019 년 매출액은 6 조 2,762 억원(YoY +13.9%), 영업손실 107 억원으로 적자 지속을 전망. 4 건의 해양플랜트 물량과 작년과 올해 수주한 상선들의 건조가 본격화되며 매출액 턴어라운드는 확실. 그러나 이익 턴어라운드를 담보할 수 없는 상황이며 유가 역시도 하락할 것으로 전망되어 해양플랜트 수주 기대감을 낮출 필요가 있음. 이에 투자 의견 중립을 유지하며, 추정치의 변경을 반영해 목표주가는 8,600 원으로 상향함

## 2019 년 매출액 6 조 2,762 억원, 영업손실 107 억원 전망

동사의 2019 년 매출액은 6 조 2,762 억원(YoY +13.9%), 영업손실 107 억원으로 적자 지속을 전망함. 국내 조선 3 사 중 해양플랜트 수주 잔고가 가장 많고, 작년과 올해 수주한 상선들의 건조가 시작되어서 매출액의 성장은 가시적인 상황임. 그러나 해양플랜트 잔고가 많은 만큼, 건조 과정에서 발생할 수도 있는 일회성 비용들에 대한 추정이 불확실하며, 충당금 설정액이 신규 수주액 대비 넉넉하게 설정되었는지도 불확실하기 때문에 내년도 흑자 전환 여부에 대한 컨빅션 확보가 어려운 상황임

## 해양플랜트 안건들의 실제 발주 여부도 불확실

올해 유가 상승으로 미인도 시추설비들의 Resale 이 적극적으로 추진되고 있다는 점은 긍정적인 상황이라고 볼 수 있음. 그러나 SK 증권 리서치센터는 올해 유가 상승을 이끌었던 지정학적 이슈들의 소멸로 2019 년 유가에 대하여 \$40/bbl ~ \$50/bbl 수준으로 전망함. 따라서 최근 거론되고 있는 굵직한 해양플랜트 안건들의 실제 발주 여부도 불투명해 보임. 특히 국내 조선 3 사 중 동사는 논의중인 해양플랜트 안건이 가장 많은 것으로 파악되고 있어 지나친 기대감을 가져서는 안 되는 구간임

## 투자의견 중립 유지, 목표주가 8,600 원으로 상향

조선 섹터 PBR 1.0 배의 근거는 매출액과 이익의 턴어라운드임. 그런데 동사의 매출액은 확실하게 돌아서지만, 이익 턴어라운드에 대한 정당성 부여가 어려워 Target PBR 은 0.8 배를 적용하며 투자의견은 중립으로 유지함. 목표주가는 내년도 추정치 변경분을 반영하여 8,600 원으로 상향함

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	9,714	10,414	7,901	5,511	6,276	6,272
yoy	%	-24.6	7.2	-24.1	-30.3	13.9	-0.1
영업이익	십억원	-1,502	-147	-524	-421	-11	73
yoy	%	적전	적지	적지	적지	적지	흑전
EBITDA	십억원	-1,198	170	-210	-112	398	453
세전이익	십억원	-1,462	-69	-464	-449	-225	-113
순이익(지배주주)	십억원	-1,205	-121	-339	-346	-174	-89
영업이익률%	%	-15.5	-1.4	-6.6	-7.6	-0.2	1.2
EBITDA%	%	-12.3	1.6	-2.7	-2.0	6.3	7.2
순이익률	%	-12.5	-1.3	-4.3	-6.2	-2.7	-1.4
EPS	원	-4,352	-410	-795	-608	-305	-156
PER	배	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PBR	배	0.5	0.6	0.5	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	-5.2	45.2	-28.5	-52.5	12.5	10.2
ROE	%	-24.7	-2.3	-5.6	-5.5	-2.6	-1.4
순차입금	십억원	3,495	3,939	3,064	1,317	367	16
부채비율	%	305.6	174.4	138.4	64.1	57.7	61.2

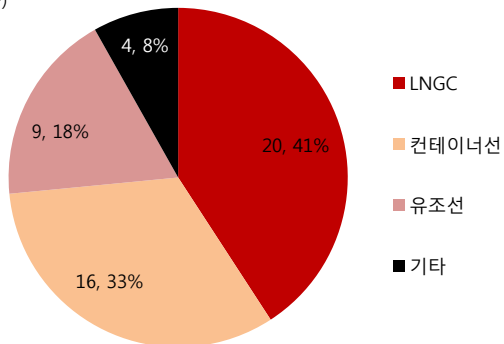
실적 추이 및 전망

(단위: 억원)		1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액		24,370	22,997	17,519	14,126	12,408	13,466	13,138	16,098	79,012	55,110	62,762
	YoY	-3.7%	-15.5%	-36.9%	-40.8%	-49.1%	-41.4%	-25.0%	14.0%	-24.1%	-30.3%	13.9%
	QoQ	2.2%	-5.6%	-23.8%	-19.4%	-12.2%	8.5%	-2.4%	22.5%			
영업이익		275	206	236	-5,959	-478	-1,005	-1,272	-1,453	-5,242	-4,209	-107
영업이익률		1.1%	0.9%	1.3%	-42.2%	-3.9%	-7.5%	-9.7%	-9.0%	-6.6%	-7.6%	-0.2%
	YoY	344.8%	흑전	-71.9%	적전	적전	적전	적전	적지	적지	적지	적지
	QoQ	-40.8%	-25.0%	14.5%	적전	적지	적지	적지	적지			
세전이익		492	295	219	-5,645	-907	-1,734	-1,172	-677	-4,639	-4,490	-2,248
세전이익률		2.0%	1.3%	1.2%	-40.0%	-7.3%	-12.9%	-8.9%	-4.2%	-5.9%	-8.1%	-3.6%
순이익		582	286	238	-4,456	-595	-1,427	-889	-513	-3,407	-3,424	-1,704
순이익률		2.4%	1.2%	1.4%	-31.5%	-4.8%	-10.6%	-6.8%	-3.2%	-4.3%	-6.2%	-2.7%

자료: 삼성중공업 SK 증권

2018년 1~10월 신규수주

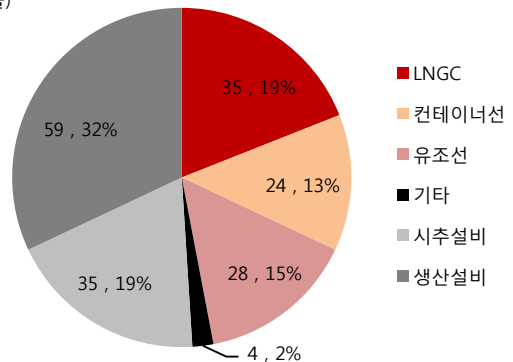
(억불)



자료: 삼성중공업 SK 증권

2018년 10월 말 기준 수주잔고

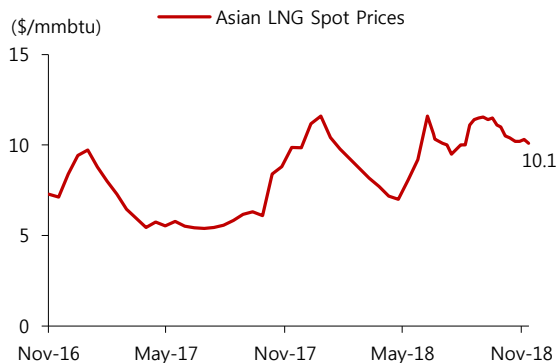
(억불)



자료: 삼성중공업 SK 증권

아시아 LNG 스팟 가격 추이

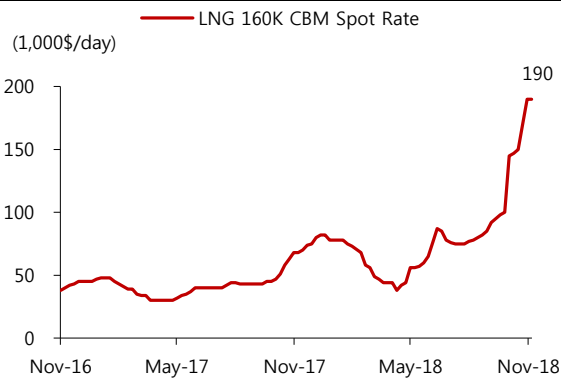
(\$/mmbtu)



자료: Reuters, SK 증권

160K CBM LNG 캐리어 스팟 운임

(1,000\$/day)



자료: Clarksons Research, SK 증권



## 시추설비 현황

(단위: 억불)	프로젝트	계약가	입금(%)	납기	비고
Resale 완료	Stena	5.1(Resale 가격)	2.3(45)	2018년 12월	최초선가 72억불의 70% 수준으로 제 3자 매각 완료
Resale 추진중	PDC	5.2	1.8(35)	-	재고자산으로 분류 공정가치: 선가의 60%)
	Seadrill #11	5.2	1.6(30)	-	(재고자산으로 분류 공정가치: 선가의 60%)
	Seadrill #12	5.2	1.6(30)	-	재고자산으로 분류 공정가치: 선가의 60%)
건조중	OCR #9	7.2	3.4(48)	2019년 9월	
	OCR #10	7.1	1.8(25)	2020년 9월	
계		35.0	12.5(36)		

자료: 삼성중공업 SK 증권

## 해양 진행공사 현황

프로젝트	종류	계약가	진행률	납기	비고
Sverdrup	P/F	6.2억불	92%	2018년 12월	PC
Petronas	FLNG	16억불	85%	2020년 7월	Top Side PC
ENI Coral	FLNG	25.4억불	3%	2022년 6월	Top Side PC
BP Maddog	FPU	12.7억불	23%	2020년 9월	EPC
계		60.3억불			

자료: 삼성중공업 SK 증권

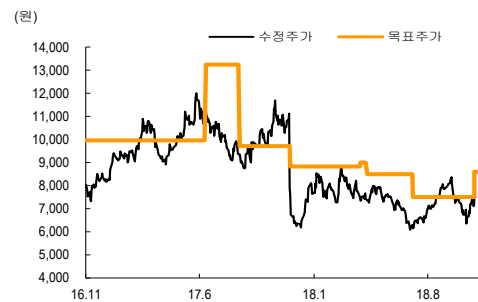
주: 진행률은 2018년 9월 말 기준임

## 삼성중공업 목표 주가 산출

	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
BPS(원)	10,822	10,771	10,773	10,726	10,546
Target BPS(원)	10,704				
Target PBR(배)	0.8				
목표 주가(원)	8,600				
현재 주가(원)	7,600				
상승 여력	13%				

자료: SK 증권

일시	투자조건	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고최저 주가대비
20181119	중립	8,600원	6개월		
20180726	중립	7,500원	6개월	-4.71%	11.60%
20180724	중립	7,500원	6개월	-17.93%	-17.87%
20180430	중립	8,500원	6개월	-14.75%	-6.00%
20180417	중립	9,000원	6개월	-16.88%	-14.78%
20171207	중립	8,825원	6개월	-13.46%	0.28%
20171108	중립	9,707원	6개월	4.01%	20.46%
20170904	중립	9,707원	6개월	0.66%	16.82%
20170728	매수	13,237원	6개월	-23.64%	-15.33%
20170702	매수	13,237원	6개월	-19.70%	-15.33%



## 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 투자조건은 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 19 일 기준)

매수	92.65%	중립	7.35%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	9,951	6,780	4,353	4,006	4,355
현금및현금성자산	984	354	0	0	351
매출채권및기타채권	5,571	3,562	2,485	1,981	1,979
재고자산	1,226	1,217	849	967	966
<b>비유동자산</b>	7,267	7,038	6,857	6,495	6,242
장기금융자산	229	185	211	211	211
유형자산	6,442	6,163	5,948	5,610	5,294
무형자산	96	92	64	44	31
<b>자산총계</b>	17,217	13,818	11,210	10,501	10,597
<b>유동부채</b>	9,046	7,145	3,715	3,077	3,075
단기금융부채	4,844	3,921	1,466	516	516
매입채무 및 기타채무	3,002	2,194	1,530	1,743	1,741
단기충당부채	325	419	292	333	333
<b>비유동부채</b>	1,896	875	665	763	947
장기금융부채	1,627	745	593	593	593
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	24	24	0	0	0
<b>부채총계</b>	10,942	8,021	4,379	3,840	4,022
<b>지배주주지분</b>	6,264	5,790	6,819	6,645	6,556
자본금	1,951	1,951	3,151	3,151	3,151
자본잉여금	758	758	944	944	944
기타자본구성요소	-970	-970	-964	-964	-964
자기주식	-970	-970	0	0	0
이익잉여금	3,520	3,198	2,824	2,650	2,561
비지배주주지분	11	8	12	15	19
<b>자본총계</b>	6,275	5,797	6,831	6,660	6,575
<b>부채외자본총계</b>	17,217	13,818	11,210	10,501	10,597

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	-1,439	665	724	1,010	403
당기순이익(손실)	-69	-464	-404	-170	-86
비현금성항목등	733	231	363	568	539
유형자산감가상각비	288	280	275	388	366
무형자산감가상각비	29	35	33	20	14
기타	281	-321	-229	-100	0
운전자본감소(증가)	-2,136	932	793	715	79
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-970	1,517	-2,016	504	1
재고자산감소(증가)	222	452	512	-118	1
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-1,185	-790	708	212	-1
기타	-204	-245	1,590	117	78
법인세납부	33	-35	-28	-102	-129
<b>투자활동현금흐름</b>	185	-45	-43	-603	-41
금융자산감소(증가)	219	13	259	0	0
유형자산감소(증가)	-110	-92	-326	-612	-50
무형자산감소(증가)	3	0	0	0	0
기타	74	34	24	9	9
<b>재무활동현금흐름</b>	1,220	-1,111	-1,320	-969	-10
단기금융부채증가(감소)	257	-1,723	-3,180	-950	0
장기금융부채증가(감소)	1	767	515	0	0
자본의증가(감소)	1,130	0	1,392	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-168	-155	-47	-19	-10
<b>현금의 증가(감소)</b>	1	-631	-630	-562	351
기초현금	983	984	354	-276	-838
기말현금	984	354	-276	-838	-487
FCF	-2,190	1,067	571	962	464

자료 : 삼성중공업 SK증권 추정

## 포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	10,414	7,901	5,511	6,276	6,272
<b>매출원가</b>	9,939	8,052	5,558	5,947	5,859
<b>매출총이익</b>	475	-150	-47	329	413
매출총이익률 (%)	4.6	-1.9	-0.9	5.2	6.6
<b>판매비와관리비</b>	622	374	374	339	339
영업이익	-147	-524	-421	-11	73
영업이익률 (%)	-1.4	-6.6	-7.6	-0.2	1.2
비영업손익	78	60	-28	-214	-187
<b>순금융비용</b>	31	27	24	10	1
외환관련손익	55	-304	-304	-304	-185
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	-69	-464	-449	-225	-113
세전계속사업이익률 (%)	-0.7	-5.9	-8.2	-3.6	-1.8
계속사업법인세	70	-123	-107	-54	-27
<b>계속사업이익</b>	-139	-341	-342	-170	-86
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-139	-341	-342	-170	-86
<b>순이익률 (%)</b>	-1.3	-4.3	-6.2	-2.7	-1.4
지배주주	-121	-339	-346	-174	-89
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	-1.16	-4.29	-6.27	-2.77	-1.42
비지배주주	-18	-2	3	3	3
<b>총포괄이익</b>	866	-478	-329	-170	-86
<b>지배주주</b>	883	-475	-333	-174	-89
<b>비지배주주</b>	-17	-3	4	4	4
EBITDA	170	-210	-112	398	453

## 주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	7.2	-24.1	-30.3	13.9	-0.1
영업이익	적지	적지	적지	적지	흑전
세전계속사업이익	적지	적지	적지	적지	적지
EBITDA	흑전	적전	적지	흑전	14.1
EPS(계속사업)	적지	적지	적지	적지	적지
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	-2.3	-5.6	-5.5	-2.6	-1.4
ROA	-0.8	-2.2	-2.7	-1.6	-0.8
EBITDA마진	1.6	-2.7	-2.0	6.3	7.2
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	110.0	94.9	117.2	130.2	141.6
부채비율	174.4	138.4	64.1	57.7	61.2
순차입금/자기자본	62.8	52.9	19.3	5.5	0.2
EBITDA/이자비용(배)	2.5	-4.1	-2.6	20.8	44.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	-410	-795	-608	-305	-156
BPS	14,709	13,595	10,822	10,546	10,404
CFPS	662	-57	-65	413	512
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PER(최저)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PBR(최고)	0.7	0.9	0.8	0.8	0.9
PBR(최저)	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6
PCR	12.3	-112.8	-110.1	17.4	14.0
EV/EBITDA(최고)	47.6	-40.2	-61.9	15.1	12.5
EV/EBITDA(최저)	35.3	-27.9	-38.8	8.6	6.8

# SK COMPANY Analysis



Analyst

유승우

yswbest@sk.com

02-3773-9180

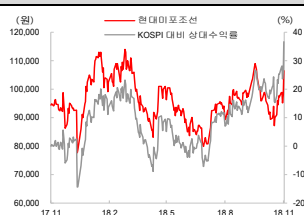
## Company Data

자본금	100 십억원
발행주식수	2,000 만주
자사주	41 만주
액면가	5,000 원
시가총액	2,130 십억원
주요주주	
현대삼호중공업(주)(외4)	42.79%
국민연금공단	13.13%
외국인지분율	8.60%
배당수익률	0.00%

## Stock Data

주가(18/11/16)	106,500 원
KOSPI	20924 pt
52주 Beta	1.11
52주 최고가	114,000 원
52주 최저가	77,700 원
60일 평균 거래대금	17 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	7.8%	%
6개월	10.6%	%
12개월	12.8%	%

현대미포조선 (010620/KS | 매수(유지) | T.P 150,000 원(상향))

## 화학의 다운사이클이라는 가장 명확한 수주 모멘텀 보유

동사의 2019 년 매출액은 2 조 9,018 억원(YoY +17.6%), 영업이익은 1,261 억원(YoY +47.2%)을 기록할 전망. 2017 년부터 지속적으로 수주한 물량들의 건조량이 늘어나 매출 증대가 확실하며 수주 선종들의 선가도 올라 증익도 확실함. 화학 다운사이클로 인한 유관 선종인 MR 탱커 및 Feeder 급 컨테이너선 수주도 지속될 것임. 이에 투자 의견 매수를 유지하며, 추정치의 변경을 반영해 목표주가는 150,000 원으로 상향함

## 2019 년 매출액 2 조 9,018 억원, 영업이익 1,261 억원 전망

동사의 2019 년 매출액은 2 조 9,018 억원(YoY +17.6%), 영업이익은 1,261 억원(YoY +47.2%)을 기록할 전망. 국내 조선사 중에서 가장 먼저 매출액의 턴어라운드를 보여준 동사는 2017 년부터 지속적으로 수주한 MR 탱커(PC 선) 및 Feeder 급 컨테이너선 건조량이 증가하며 2019 년에도 2018 년 대비 매출액 증가를 시현할 것. 아울러 MR 탱커와 Feeder 급 컨테이너선의 선가는 2017 년 초를 시작으로 지속적으로 상승중이기 때문에 영업이익 단에서도 증익이 확실한 상황임

## 가장 명확한 수주 모멘텀을 보유하고 있음

동사는 국내 조선사 중 가장 명확한 수주 모멘텀을 보유함. SK 증권 리서치센터는 지난 8 월 6 일 발간한 'Cyclical Bulletin Release 12: 순수화학의 위기는 곧 현대미포조선의 기회'를 통해서 화학 업종의 공급 증대로 인한 다운사이클 진입이 동사에게는 화학 제품 운반 선종인 MR 탱커(액체 형태의 화학 제품) 및 Feeder 급 컨테이너선(고체 형태의 화학 제품) 수주 증대로 이어진다고 밝힌 바 있음. 실제로 연말까지 동사는 LOI 체결분 및 옵션분 포함 30 척 가량의 MR 탱커와 Feeder 급 컨테이너선 수주 전망

## 투자의견 매수 유지, 목표주가 150,000 원으로 상향

동사는 최근 무상증자를 결정하며 추가적인 주가 상승의 신호탄을 날림. 그만큼 향후 이익 창출에 자신 있다는 뜻임. 따라서 과거 MR 탱커와 Feeder 급 컨테이너선 수주가 많았던 시기의 Target PBR 은 1.3 배를 적용하기에 무리가 없다는 판단에 투자의견 매수를 유지하며 목표주가는 추정치 변경분을 반영해 150,000 원으로 상향함

## 영업실적 및 투자지표

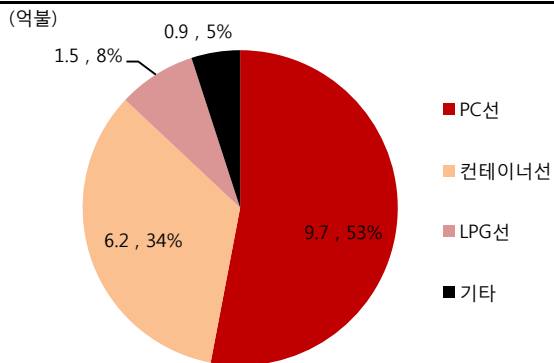
구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	4,652	3,446	2,453	2,467	2,902	2,918
yoy	%	17.3	-25.9	-28.8	0.5	17.6	0.6
영업이익	십억원	67	191	108	86	126	124
yoy	%	흑전	187.0	-43.5	-20.6	47.2	-1.9
EBITDA	십억원	134	243	159	170	186	180
세전이익	십억원	50	191	733	180	88	87
순이익(지배주주)	십억원	38	35	437	152	58	57
영업이익률%	%	1.4	5.5	4.4	3.5	4.4	4.2
EBITDA%	%	2.9	7.1	6.5	6.9	6.4	6.2
순이익률	%	0.6	1.2	18.1	6.5	2.3	2.3
EPS	원	1,910	7,274	27,664	6,202	2,894	2,843
PER	배	27.3	9.2	2.8	15.8	33.9	34.5
PBR	배	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	배	11.4	7.4	9.9	13.4	11.7	11.4
ROE	%	2.2	1.8	20.1	6.6	2.4	2.3
순차입금	십억원	339	315	-124	173	58	-87
부채비율	%	425.3	308.5	255.7	255.6	251.6	246.1

## 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	7,507	6,922	6,985	3,120	5,454	5,477	5,822	7,914	24,534	24,668	29,018
YoY	-34.4%	-34.5%	-24.6%	-2.3%	-27.4%	-20.9%	-16.6%	153.7%	-28.8%	0.5%	17.6%
QoQ	135.2%	-7.8%	0.9%	-55.3%	74.8%	0.4%	6.3%	35.9%			
영업이익	468	444	651	(484)	230	187	215	226	1,079	857	1,261
영업이익률	6.2%	6.4%	9.3%	-15.5%	4.2%	3.4%	3.7%	2.8%	4.4%	3.5%	4.3%
YoY	-18.8%	-40.0%	69.9%	적전	-50.9%	-58.0%	-67.0%	흑전	-43.5%	-20.6%	47.2%
QoQ	122.7%	-5.0%	46.5%	적전	흑전	-18.7%	15.0%	4.9%			
세전이익	428	3,460	2,293	1,152	1,150	(616)	533	737	7,333	1,805	881
세전이익률	5.7%	50.0%	32.8%	36.9%	21.1%	-11.2%	9.2%	9.3%	29.9%	7.3%	3.0%
순이익	359	1,353	1,709	1,031	904	(260)	404	562	4,452	1,610	668
순이익률	4.8%	19.5%	24.5%	33.0%	16.6%	-4.8%	6.9%	7.1%	18.1%	6.5%	2.3%

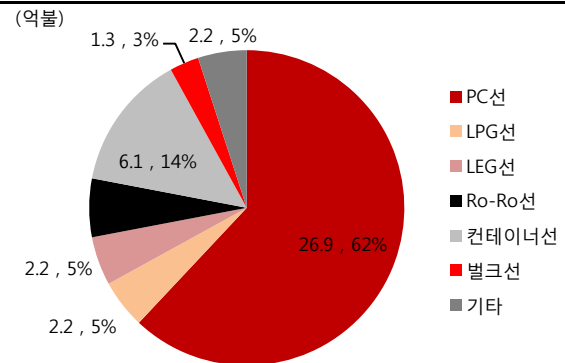
자료: 현대미포조선, SK 증권

## 2018년 1~9월 신규수주



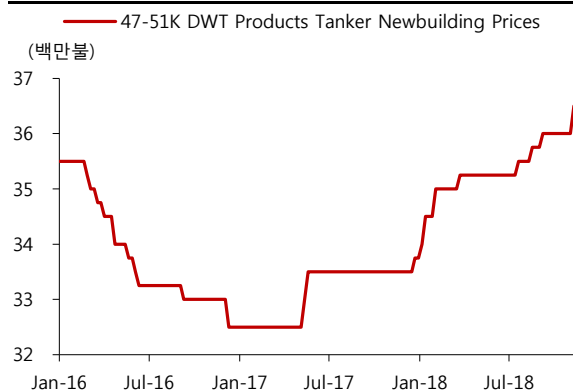
자료: 현대미포조선, SK 증권

## 2018년 9월 말 기준 수주잔고



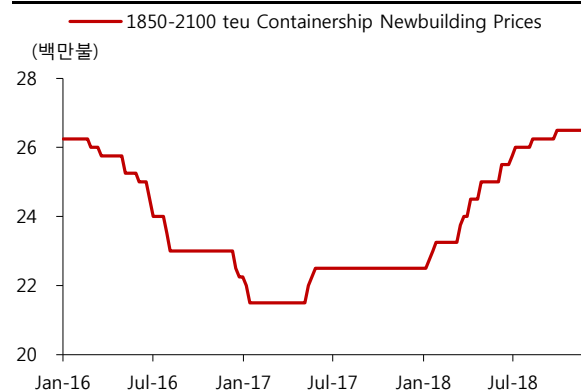
자료: 현대미포조선, SK 증권

## PC 선의 가격은 상승세 지속중



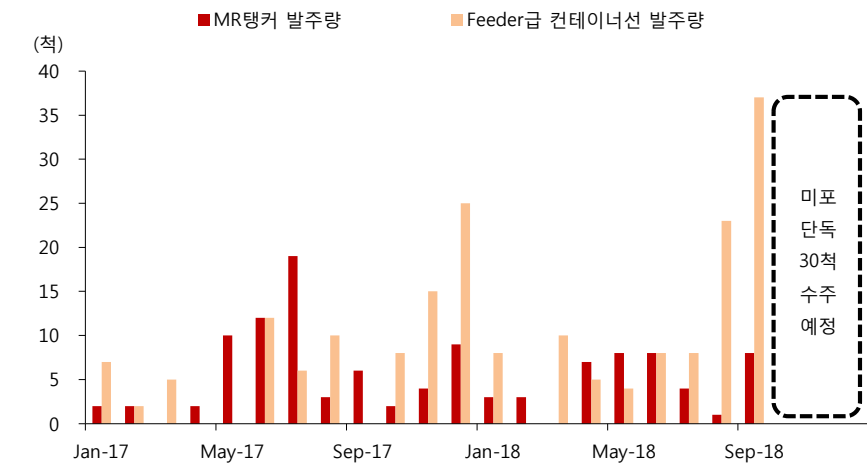
자료: Clarksons Research, SK 증권

## Feeder급 컨테이너선의 가격도 상승세 지속중



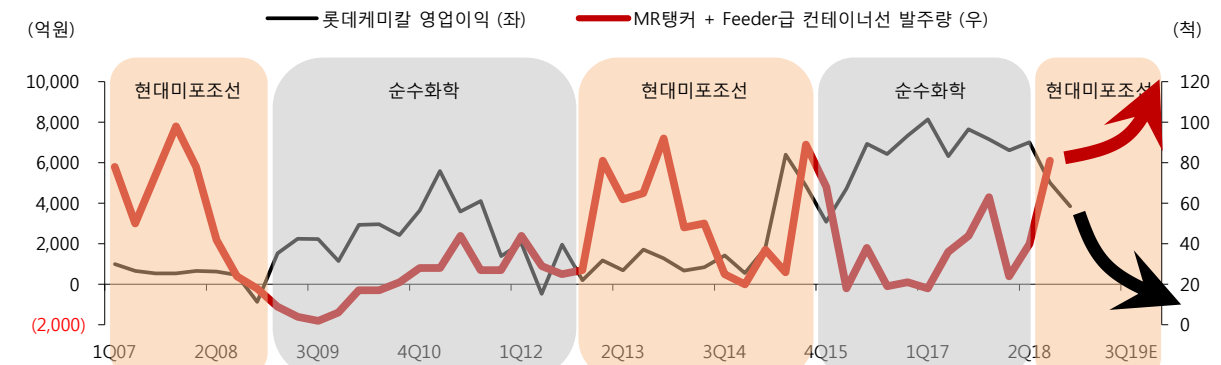
자료: Clarksons Research, SK 증권

## 현대미포조선은 연말까지 수주 플로우가 가장 양호함



자료 : Clarksons Research, SK 증권

## 순수화학의 다운사이클 본격화로 화학제품 운반 선종인 MR 탱커와 Feeder 급 컨테이너선 발주는 지속적으로 증가할 것



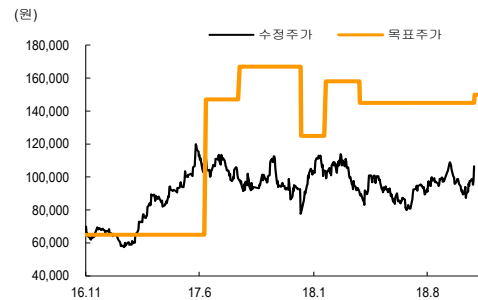
자료 : Clarksons Research, DataGuide, SK 증권

## 현대미포조선 목표 주가 산출

	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
BPS(원)	118,123	117,563	115,529	114,061	120,818
Target BPS(원)	116,993				
Target PBR(배)	1.3				
목표 주가(원)	150,000				
현재 주가(원)	106,500				
상승 여력	41%				

자료 : SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고최저 주가대비
20181119	매수	150,000원	6개월		
20180726	매수	145,000원	6개월	-35.63%	-24.83%
20180724	매수	145,000원	6개월	-37.93%	-30.34%
20180504	매수	145,000원	6개월	-37.90%	-30.34%
20180417	매수	145,000원	6개월	-38.42%	-33.86%
20180212	매수	158,000원	6개월	-34.95%	-27.85%
20171228	매수	125,000원	6개월	-18.14%	-9.60%
20171101	매수	167,000원	6개월	-42.06%	-32.63%
20170904	매수	167,000원	6개월	-41.84%	-35.03%
20170802	매수	147,000원	6개월	-28.11%	-22.79%
20170702	매수	147,000원	6개월	-27.03%	-22.79%



### Compliance Notice

- 작성자(유승우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 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 (2018년 11월 19일 기준)

매수	92.65%	중립	7.35%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	6,546	6,776	6,765	6,972	7,125
현금및현금성자산	804	562	542	557	702
매출채권및기타채권	864	843	848	997	1,003
재고자산	162	96	96	113	114
<b>비유동자산</b>	2,680	1,543	2,095	2,012	1,938
장기금융자산	1,305	292	296	296	296
유형자산	1,126	1,090	1,504	1,507	1,462
무형자산	179	3	3	4	4
<b>자산총계</b>	9,226	8,319	8,859	8,984	9,063
<b>유동부채</b>	5,472	5,905	6,298	6,382	6,389
단기금융부채	4,045	479	759	659	659
매입채무 및 기타채무	961	821	934	1,099	1,105
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	1,496	76	69	47	56
장기금융부채	1,391	5	5	5	5
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	44	49	64	63	71
<b>부채총계</b>	6,968	5,980	6,368	6,429	6,445
<b>지배주주지분</b>	2,142	2,217	2,362	2,416	2,469
자본금	100	100	100	100	100
자본잉여금	83	83	83	83	83
기타자본구성요소	-41	-41	-41	-41	-41
자기주식	-6	-6	-6	-6	-6
이익잉여금	1,280	1,719	1,995	2,053	2,110
비지배주주지분	116	122	129	139	149
<b>자본총계</b>	2,258	2,339	2,492	2,555	2,618
<b>부채외자본총계</b>	9,226	8,319	8,859	8,984	9,063

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	-185	-318	263	184	161
당기순이익(손실)	40	445	161	67	66
비현금성항목등	233	-263	40	119	114
유형자산감가상각비	50	50	84	60	56
무형자산감각비	2	1	0	0	0
기타	126	-320	-147	0	0
운전자본감소(증가)	-448	-476	200	-5	2
매출채권및기타채권의 감소(증가)	50	-35	-615	-150	-6
재고자산감소(증가)	94	63	1	-17	-1
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-729	106	641	165	6
기타	138	-610	173	-3	2
법인세납부	-9	-24	-139	3	-21
<b>투자활동현금흐름</b>	421	1,045	-1,089	-62	-9
금융자산감소(증가)	308	1,035	-656	0	0
유형자산감소(증가)	-28	-63	-491	-63	-10
무형자산감소(증가)	4	-1	-1	-1	-1
기타	137	74	59	1	1
<b>재무활동현금흐름</b>	-88	-870	816	-107	-6
단기금융부채증가(감소)	16	-804	846	-100	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-105	-66	-29	-7	-6
<b>현금의 증가(감소)</b>	148	-242	-20	15	145
기초현금	657	804	562	542	557
기말현금	804	562	542	557	702
FCF	-198	-82	-230	83	141

자료 : 현대미포조선, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	3,446	2,453	2,467	2,902	2,918
<b>매출원가</b>	3,098	2,245	2,276	2,660	2,678
<b>매출총이익</b>	348	209	191	242	241
매출총이익률 (%)	10.1	8.5	7.7	8.4	8.2
<b>판매비와관리비</b>	157	101	105	116	117
영업이익	191	108	86	126	124
영업이익률 (%)	5.5	4.4	3.5	4.4	4.2
비영업손익	0	625	95	-38	-37
<b>순금융비용</b>	25	22	3	6	5
외환관련손익	0	-25	-32	-32	-32
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	191	733	180	88	87
세전계속사업이익률 (%)	5.5	29.9	7.3	3.0	3.0
계속사업법인세	40	172	47	21	21
<b>계속사업이익</b>	151	562	133	67	66
중단사업이익	-111	-116	28	0	0
*법인세효과	15	-167	18	0	0
당기순이익	40	445	161	67	66
<b>순이익률 (%)</b>	1.2	18.1	6.5	2.3	2.3
지배주주	35	437	152	58	57
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	1	17.81	6.16	1.99	1.95
비지배주주	5	8	9	9	9
<b>총포괄이익</b>	473	81	158	64	63
<b>지배주주</b>	467	74	148	54	53
<b>비지배주주</b>	5	7	10	10	10
EBITDA	243	159	170	186	180

## 주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-25.9	-28.8	0.5	17.6	0.6
영업이익	187.0	-43.5	-20.6	47.2	-1.9
세전계속사업이익	283.4	284.0	-75.4	-51.2	-1.5
EBITDA	81.7	-34.6	6.9	9.4	-3.5
EPS(계속사업)	280.9	280.3	-77.6	-53.3	-1.8
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	1.8	20.1	6.6	2.4	2.3
ROA	0.4	5.1	1.9	0.8	0.7
EBITDA마진	7.1	6.5	6.9	6.4	6.2
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	119.6	114.8	107.4	109.3	111.5
부채비율	308.5	255.7	255.6	251.6	246.1
순차입금/자기자본	14.0	-5.3	7.0	2.3	-3.3
EBITDA/이자비용(배)	7.4	5.6	36.8	25.5	28.3
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	7,274	27,664	6,202	2,894	2,843
BPS	107,123	110,839	118,123	120,818	123,462
CFPS	4,348	24,408	11,826	5,894	5,638
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	11.5	4.3	18.4	39.4	40.1
PER(최저)	6.9	2.1	12.9	27.6	28.1
PBR(최고)	0.8	1.1	1.0	0.9	0.9
PBR(최저)	0.5	0.5	0.7	0.7	0.7
PCR	15.5	3.2	8.3	16.6	17.4
EV/EBITDA(최고)	8.7	15.1	15.3	13.4	13.2
EV/EBITDA(최저)	6.0	7.3	11.3	9.8	9.4



# 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(외7)	68.67%

외국인지분률	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))

## 2019 년은 감익의 해가 될 것

동사의 2019 년 매출액은 7 조 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 투자 의견 중립과 목표주가 37,000 원을 유지함

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

동사의 2019 년 매출액은 7 조 5,306 억원(YoY -13.3%), 영업이익은 3,358 억원(YoY -55.2%)으로 전망됨. 매출액과 영업이익의 감소는 올해 4 분기부터 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 2015 년 수주분 2 척, 2016 년 수주분 2 척, 2017 년 수주분 2 척이 섞여있기 때문에 이익 단에서도 올해만큼 호실적을 기대하기 어려움

## LNG 캐리어 운임 강세로 인한 내년 상반기 수주 기대감 유효함

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

2019 년은 주요 조선사들이 양호한 수주 플로우에 힘입어 매출과 이익이 턱여라운드하기 때문에 섹터 PBR 1.0 배 부여 정당성이 확보되는 시기임. 그러나 동사의 12M Fwd PBR 은 11 월 16 일 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

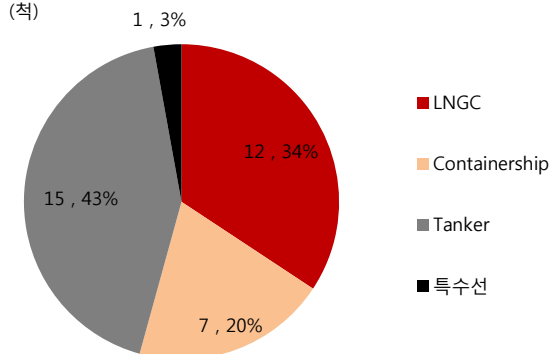
대우조선해양 분기별 실적 추이 및 전망

(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

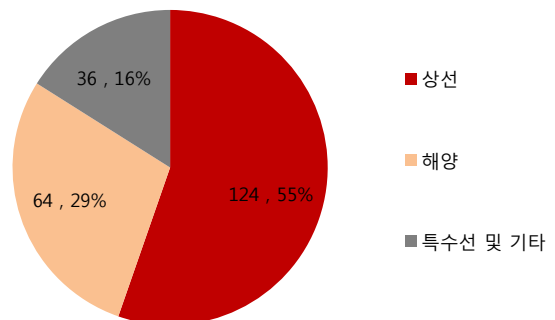
(척)



자료: 대우조선해양, SK 증권

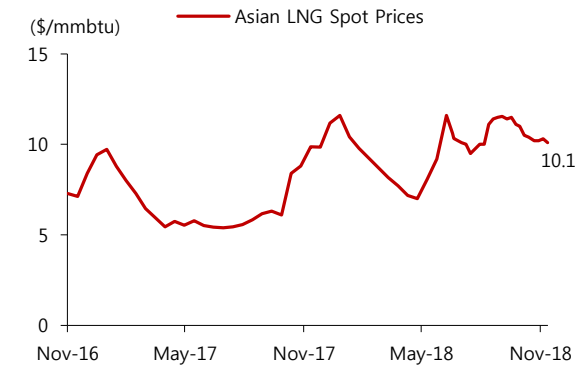
2018년 10월 말 기준 수주잔고

(억불)



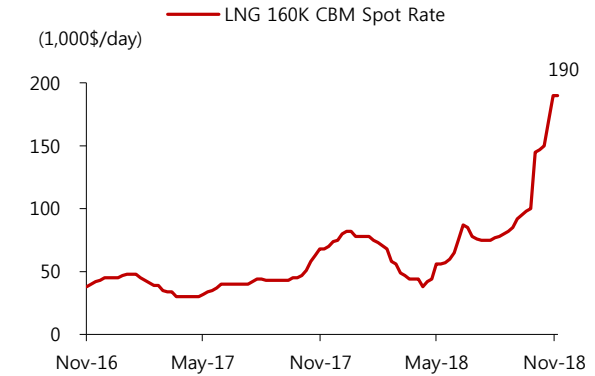
자료: 대우조선해양, SK 증권

## 아시아 LNG 스팟 가격 추이



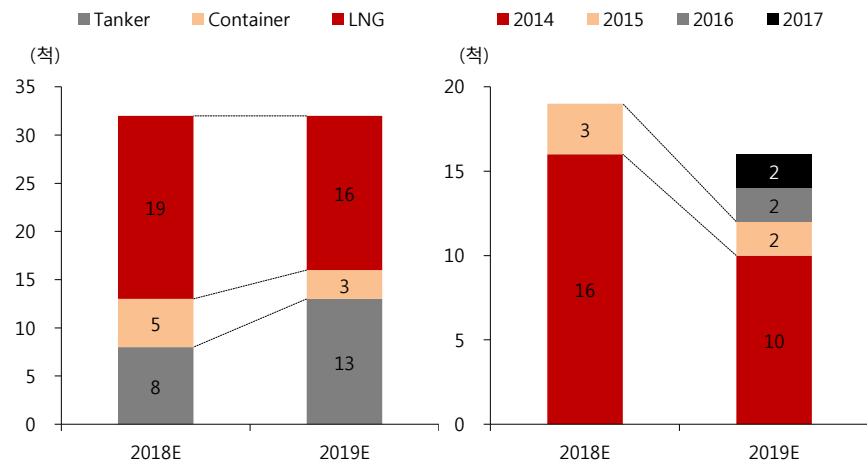
자료 : Reuters, SK 증권

## 160K CBM LNG 캐리어 스팟 운임



자료 : Clarksons Research, SK 증권

## 대우조선해양의 인도 선종 믹스 변화



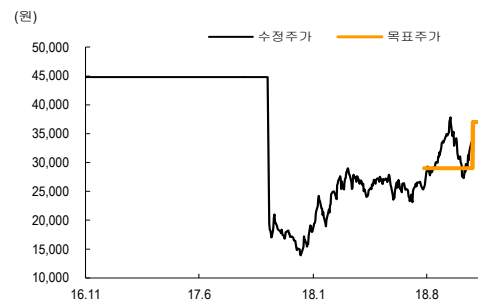
자료 : Clarksons Research, SK 증권

## 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

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고최저 주가대비
20181119	중립	37,000원	6개월		
20181115	중립	37,000원	6개월	-1.08%	0.54%
20180816	중립	29,000원	6개월	7.32%	30.52%



## Compliance Notice

- 작성자(유승우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 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 (2018년 11월 19일 기준)

매수	92.65%	중립	7.35%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	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
<b>비유동자산</b>	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
<b>자산총계</b>	15,065	11,447	11,037	11,495	11,219
<b>유동부채</b>	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
<b>비유동부채</b>	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
<b>부채총계</b>	14,405	8,456	7,213	7,311	6,691
<b>지배주주지분</b>	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
<b>자본총계</b>	659	2,991	3,824	4,185	4,528
<b>부채외자본총계</b>	15,065	11,447	11,037	11,495	11,219

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	-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
<b>투자활동현금흐름</b>	-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
<b>재무활동현금흐름</b>	-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
<b>현금의 증가(감소)</b>	-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
<b>매출액</b>	12,819	11,102	8,688	7,531	6,094
<b>매출원가</b>	13,450	9,558	7,808	6,760	5,420
<b>매출총이익</b>	-630	1,544	879	770	674
매출총이익률 (%)	-4.9	13.9	10.1	10.2	11.1
<b>판매비와관리비</b>	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
<b>순금융비용</b>	85	29	67	23	8
외환관련손익	-66	-66	79	79	79
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	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
<b>계속사업이익</b>	-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
<b>순이익률 (%)</b>	-21.8	5.8	8.7	5.0	5.9
지배주주	-2,734	621	783	403	386
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	-21.33	5.6	9.01	5.35	6.34
비지배주주	-55	24	-27	-27	-27
<b>총포괄이익</b>	-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
<b>성장성 (%)</b>					
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
<b>수익성 (%)</b>					
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
<b>안정성 (%)</b>					
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
<b>주당지표 (원)</b>					
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
<b>Valuation지표 (배)</b>					
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

**memo**

---