

# 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	3,082 십억원
주요주주	
한국산업은행(외)	67.90%
BlackRock Institutional Trust Company, N.A.(외12)	5.56%
외국인지분률	11.30%
배당수익률	0.00%

## Stock Data

주가(19/04/02)	28,750 원
KOSPI	2177.18 pt
52주 Beta	1.07
52주 최고가	37,850 원
52주 최저가	23,100 원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-9.0%	-8.3%
6개월	-22.5%	-17.8%
12개월	8.1%	21.3%

대우조선해양 (042660/KS | 중립(유지) | T.P 30,000 원(하향))

## [1Q19 Preview] 확실한 감익과 불확실한 체제 개편

동사의 1Q19 매출액은 2 조 1,998 억원, 영업이익 1,096 억원으로 전망됨. 2019 년에는 2018 년 대비 인도 선종 믹스가 저부가선종의 비율이 상승하며 감익이 확실한 상황. 게다가 한국 조선업이 Big2 로 재편되는 과정에서 불확실성에 가장 크게 노출되어 있기 때문에 동사에 대한 무리한 베팅은 지양해야 하는 상황임. 이에 투자 의견 중립을 유지하며 목표주가를 30,000 원으로 하향함

## 1Q19 매출액 2 조 1,998 억원, 영업이익 1,096 억원 전망

동사의 1Q19 매출액은 2 조 1,998 억원, 영업이익 1,096 억원으로 전망됨. 2018 년에는 2014~2015 년도에 수주한 쇠빙 LNG 캐리어를 비롯한 고선가 구간의 LNG 캐리어 19 척이 인도되며 양호한 실적을 시현하였음. 그리고 2018 년 인도 선종 믹스에는 상대적으로 저부가선종인 탱커가 7 척으로 적었다는 점도 호실적에 기여함. 그러나 2019 년에는 LNG 캐리어 인도량이 14 척으로 줄고 저부가선종인 탱커도 14 척이나 인도될 예정. 특히 인도 예정인 LNG 캐리어 14 척 중 선가 하락기인 2016~2017 년 수주분도 각각 2 척씩 섞여 연간 감익이 확실시되는 상황임

## Big2 체제로 전환되는 불확실성 속 방향성 상실

한편 동사의 주력 선종인 LNG 캐리어가 4 월 중순 이후 모잠비크 및 러시아에서의 발주가 기대된다는 점은 호재임. 그러나 동사는 한국 조선업이 Big2 체제로 전환을 준비하는 과정에서 연말까지 해외 경쟁국들 및 국내 공정위의 기업결합 심사 등의 일정 속에 발생할 수 있는 각종 노이즈에 가장 취약한 주식이라는 판단. 현재 상태로서는 어떠한 시나리오도 장담할 수는 없기 때문에 동사에 무리하게 베팅할 수 없는 상황임

## 투자의견 중립 유지, 목표주가는 30,000 원으로 하향

현재는 동사의 자본으로 인식하고 있는 신종자본증권 2.3 조원도 동사의 밸류에이션 논란의 중요한 부분이라는 점도 베팅을 어렵게 하는 요인임. 이에 투자 의견 중립을 유지하며 Target PBR 을 20% 할인한 0.8 배로 적용해 목표주가를 30,000 원으로 하향함

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	12,819	11,102	9,644	8,110	7,643	6,764
yoy	%	-17.0	-13.4	-13.1	-15.9	-5.8	-11.5
영업이익	십억원	-1,531	733	1,025	362	291	174
yoy	%	적지	흑전	39.8	-64.6	-19.7	-40.4
EBITDA	십억원	-1,326	885	1,160	489	409	284
세전이익	십억원	-1,962	1,189	368	352	688	833
순이익(지배주주)	십억원	-2,734	621	345	292	546	656
영업이익률%	%	-11.9	6.6	10.6	4.5	3.8	2.6
EBITDA%	%	-10.4	8.0	12.0	6.0	5.4	4.2
순이익률	%	-21.8	5.8	3.3	3.3	6.8	9.3
EPS	원	-126,806	7,457	3,219	2,721	5,093	6,122
PER	배	N/A	1.9	10.6	10.6	5.6	4.7
PBR	배	2.9	0.4	1.0	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	배	-6.0	5.4	5.8	10.0	10.1	11.5
ROE	%	-279.6	28.1	9.5	7.3	12.5	13.2
순차입금	십억원	6,779	3,440	2,811	1,696	976	114
부채비율	%	2,184.7	282.8	210.4	165.7	143.4	118.4

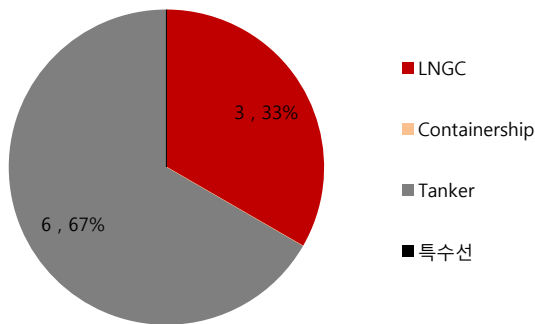
대우조선해양 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
매출액		2,256	2,326	2,197	2,865	2,200	2,152	1,722	2,036	11,102	9,644	8,110
	YoY	-17.4%	-32.7%	-9.2%	14.9%	-2.5%	-7.5%	-21.6%	-28.9%	-13.4%	-13.1%	-15.9%
	QoQ	-9.5%	3.1%	-5.5%	30.4%	-23.2%	-2.2%	-20.0%	18.2%			
	상선+해양	2,267	2,326	2,198	2,881	1,849	1,815	1,924	1,958	11,248	8,958	7,547
	상선	1,645	1,781	1,477	1,703	1,269	1,234	1,343	1,378	7,338	6,284	5,223
	해양 및 특수선	622	545	721	1,177	581	581	581	581	3,910	2,673	2,323
	건설	-	-	-	-	-	-	-	-	198	-	-
	기타	23	26	25	20	35	40	38	31	172	95	143
	연결조정	(34)	(27)	(26)	(36)	(28)	(21)	(23)	(25)	(516)	(123)	(97)
영업이익		299	229	177	320	110	112	68	73	733	1,025	362
영업이익률		13.2%	9.9%	8.1%	11.2%	5.0%	5.2%	4.0%	3.6%	6.6%	10.6%	4.5%
	YoY	33.7%	-65.5%	-9.7%	흑전	-63.3%	-51.2%	-61.4%	-77.3%	흑전	39.8%	-64.6%
	QoQ	흑전	-23.2%	-22.9%	80.7%	-65.7%	2.1%	-39.0%	6.6%			
세전이익		233	212	(317)	240	66	55	86	146	1,189	368	352
세전이익률		10.3%	9.1%	-14.4%	8.4%	3.0%	2.5%	5.0%	7.2%	10.7%	3.8%	4.3%
순이익		226	206	(324)	211	50	41	65	110	646	320	267
순이익률		10.0%	8.9%	-14.7%	7.4%	2.3%	1.9%	3.8%	5.4%	5.8%	3.3%	3.3%

자료: 대우조선해양, SK 증권

2019년 1~2월 신규수주

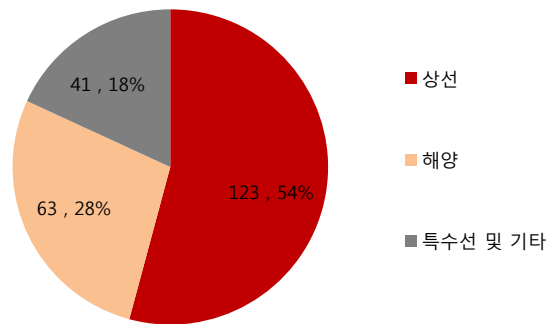
(척)



자료: 대우조선해양, SK 증권

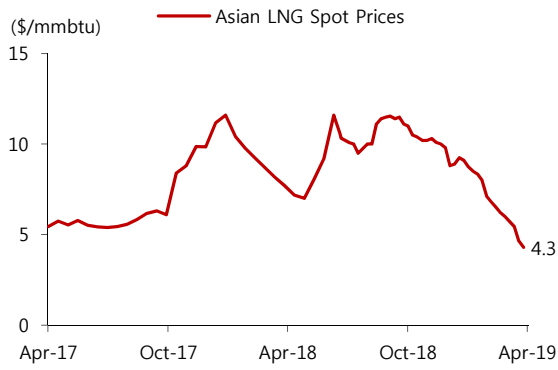
2019년 2월 말 기준 수주잔고

(억불)



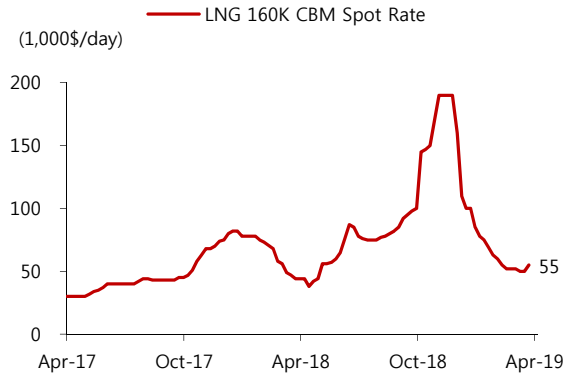
자료: 대우조선해양, SK 증권

아시아 LNG 스팟 가격 추이



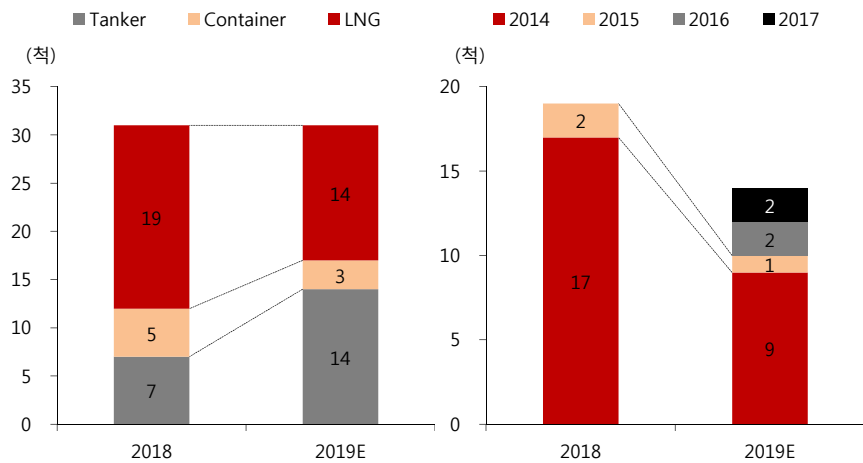
자료 : Reuters, SK 증권

160K CBM LNG 캐리어 스팟 운임



자료 : Clarksons Research, SK 증권

대우조선해양의 인도 선종 믹스 변화



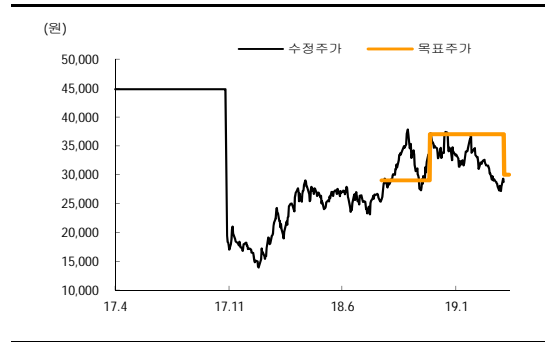
자료 : Clarksons Research, SK 증권

대우조선해양 목표 주가 산출

	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E
BPS(원)	36,374	36,697	37,502	38,124	39,420
Target BPS(원)	37,936				
Target PBR(배)	0.8				
목표 주가(원)	30,000				
현재 주가(원)	28,750				
상승 여력	4.3%				

자료 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.04.03	중립	30,000원	6개월		
2019.01.09	중립	37,000원	6개월	-11.65%	1.08%
2018.11.19	중립	37,000원	6개월	-6.51%	1.08%
2018.11.15	중립	37,000원	6개월	-1.08%	0.54%
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 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 4월 3일 기준)**

매수	88.89%	중립	11.11%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

**재무상태표**

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	6,651	7,350	6,473	6,911	7,242
현금및현금성자산	206	351	1,466	2,186	3,048
매출채권및기타채권	4,507	707	502	473	419
재고자산	743	1,346	956	901	797
<b>비유동자산</b>	4,795	4,568	4,387	4,257	4,112
장기금융자산	597	480	480	480	480
유형자산	4,003	3,823	3,698	3,581	3,473
무형자산	37	40	43	45	48
<b>자산총계</b>	11,447	11,919	10,860	11,169	11,355
<b>유동부채</b>	6,143	5,357	4,303	4,154	3,874
단기금융부채	2,588	1,716	1,716	1,716	1,716
매입채무 및 기타채무	3,334	891	633	597	528
단기충당부채	0	559	397	374	331
<b>비유동부채</b>	2,313	2,722	2,470	2,426	2,281
장기금융부채	1,272	1,548	1,548	1,548	1,548
장기매입채무 및 기타채무	122	66	11	11	11
장기충당부채	718	882	627	558	388
<b>부채총계</b>	8,456	8,078	6,773	6,580	6,155
<b>지배주주지분</b>	3,393	3,840	4,120	4,653	5,298
자본금	538	541	541	541	541
자본잉여금	370	18	18	18	18
기타자본구성요소	-1	-1	-1	-1	-1
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	-92	647	939	1,485	2,141
비지배주주지분	-403	0	-33	-65	-98
<b>자본총계</b>	2,991	3,840	4,087	4,588	5,200
<b>부채외자본총계</b>	11,447	11,919	10,860	11,169	11,355

**현금흐름표**

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동현금흐름</b>	-882	817	1,180	323	201
당기순이익(손실)	646	320	267	521	632
비현금성항목등	1,454	606	222	-112	-348
유형자산감가상각비	149	134	125	117	108
무형자산감가상각비	3	1	2	2	2
기타	489	-230	53	53	53
운전자본감소(증가)	-2,988	-113	742	80	119
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-261	-94	204	29	54
재고자산감소(증가)	318	-74	389	55	104
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-2,834	-38	-258	-36	-69
기타	-211	93	406	33	29
법인세납부	6	4	-52	-166	-202
<b>투자활동현금흐름</b>	49	6	161	568	831
금융자산감소(증가)	-81	60	0	0	0
유형자산감소(증가)	-83	-145	0	0	0
무형자산감소(증가)	-7	-4	-4	-4	-4
기타	220	96	165	572	835
<b>재무활동현금흐름</b>	824	-678	-226	-170	-170
단기금융부채증가(감소)	951	-548	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	54	-18	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-181	-112	-226	-170	-170
<b>현금의 증가(감소)</b>	-18	145	1,115	720	861
기초현금	224	206	351	1,466	2,186
기말현금	206	351	1,466	2,186	3,048
FCF	-516	251	1,139	414	356

자료 : 대우조선해양, SK증권 추정

**포괄손익계산서**

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	11,102	9,644	8,110	7,643	6,764
<b>매출원가</b>	9,558	8,893	7,337	6,955	6,223
<b>매출총이익</b>	1,544	752	773	688	541
매출총이익률 (%)	13.9	7.8	9.5	9.0	8.0
<b>판매비와관리비</b>	811	273	411	397	368
영업이익	733	1,025	362	291	174
영업이익률 (%)	6.6	10.6	4.5	3.8	2.6
<b>비영업손익</b>	456	-657	-10	397	660
<b>순금융비용</b>	29	121	5	-402	-665
외환관련손익	-66	14	48	48	48
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-167	-498	0	0	0
세전계속사업이익	1,189	368	352	688	833
세전계속사업이익률 (%)	10.7	3.8	4.3	9.0	12.3
계속사업법인세	543	48	85	166	202
<b>계속사업이익</b>	646	320	267	521	632
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	646	320	267	521	632
<b>순이익률 (%)</b>	5.8	3.3	3.3	6.8	9.3
지배주주	621	345	292	546	656
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	5.6	3.57	3.6	7.14	9.7
<b>비지배주주</b>	24	-25	-25	-25	-25
<b>총포괄이익</b>	557	300	247	501	611
<b>지배주주</b>	527	332	279	534	644
<b>비지배주주</b>	30	-33	-33	-33	-33
<b>EBITDA</b>	885	1,160	489	409	284

**주요투자지표**

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-13.4	-13.1	-15.9	-5.8	-11.5
영업이익	흑전	39.8	-64.6	-19.7	-40.4
세전계속사업이익	흑전	-69.1	-4.2	95.3	21.2
EBITDA	흑전	31.1	-57.8	-16.4	-30.7
EPS(계속사업)	흑전	-56.8	-15.5	87.2	20.2
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	28.1	9.5	7.3	12.5	13.2
ROA	4.9	2.7	2.3	4.7	5.6
EBITDA마진	8.0	12.0	6.0	5.4	4.2
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	108.3	137.2	150.4	166.4	187.0
부채비율	282.8	210.4	165.7	143.4	118.4
순차입금/자기자본	115.0	73.2	41.5	21.3	2.2
EBITDA/이자비용(배)	19.0	6.4	2.9	2.4	1.7
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	7,457	3,219	2,721	5,093	6,122
BPS	31,816	35,821	38,428	43,407	49,415
CFPS	9,286	4,485	3,903	6,196	7,150
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	6.0	11.8	13.6	7.3	6.0
PER(최저)	1.9	4.8	10.0	5.3	4.4
PBR(최고)	1.4	1.1	1.0	0.9	0.8
PBR(최저)	0.4	0.4	0.7	0.6	0.6
PCR	1.5	7.6	7.4	4.6	4.0
EV/EBITDA(최고)	9.0	6.1	11.8	12.3	14.6
EV/EBITDA(최저)	4.8	4.0	9.7	9.7	10.9