

SK COMPANY Analysis



Analyst

유승우

yswbest@sk.com

02-3773-9180

Company Data

자본금	200 십억원
발행주식수	3,994 만주
자사주	41 만주
액면가	5,000 원
시가총액	1,756 십억원
주요주주	
현대중공업(주)(외4)	42.85%
국민연금공단	12.69%
외국인지분률	14.40%
배당수익률	1.60%

Stock Data

주가(19/07/25)	43,950 원
KOSPI	2074.48 pt
52주 Beta	0.99
52주 최고가	66,100 원
52주 최저가	43,716 원
60일 평균 거래대금	7 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-13.7%	-11.7%
6개월	-32.0%	-28.6%
12개월	-2.7%	6.6%

현대미포조선 (010620/KS | 매수(유지) | T.P 80,000 원(유지))

[2Q19 Review] 믿어 의심치 않는 미포

동사의 2Q19 매출액은 8,316 억원으로 컨센서스를 11.3% 상회, 영업이익은 319 억원으로 컨센서스를 5.9% 하회함. 2018 년 수주 물량 공정 본격화와 환율 효과로 매출이 크게 상승하며 고정비 부담이 완화됨. 미국 화학제품 수출 증가, IMO 2020 등의 이슈로 화학제품운반선 발주가 가시적이기 때문에 동사의 수주 증가와 견조한 실적 기조는 유지될 것임. 이에 투자 의견 매수와 목표주가 80,000 원을 유지함

2Q19 매출액 8,316 억원, 영업이익 319 억원 기록

동사의 2Q19 매출액은 8,316 억원으로 컨센서스를 11.3% 상회했고, 영업이익은 319 억원으로 컨센서스를 5.9% 하회함. 2018 년 하반기 수주 선박 공정 본격화로 건조물량이 1Q19 10.9 만톤에서 12.2 만톤으로 증가하며 매출액이 상승했고 환율효과도 있었음. 이에 따라 고정비 부담이 완화되며 호실적을 기록할 수 있었음. 이번 분기 신규 수주분에 대한 공사손실충당금은 75 억원을 쌓았고(공사손실충당금 설정 비율은 1.7%), 전남 대불 블록공장 매각손실로 174 억원이 영업외비용에 반영됨. 한편 동사의 6 월 말 기준 수주 목표 달성률은 26% 수준임

화학제품운반선 수주와 실적 모두 믿어 의심치 않는 미포

SK 증권 리서치센터는 지난 6 월 3 일 발간한 'SK Cyclical Bulletin Release 21: 미포는 죽지 않았다'를 통해서 미국 화학제품 수출 증가로 Feeder 급 컨테이너선(고체 형태 화학제품 운반)과 MR 탱커(액체 형태 화학제품 운반)의 발주가 가시적이라고 밝힌 바 있음. 미국의 Houston 항을 중심으로 New Orleans 항, Charleston 항, Savannah 항의 화학제품 수출 데이터는 우상향을 지속하고 있고 이러한 기조는 2022 년까지 이어질 전망이다. 아울러 IMO 2020 을 앞두고 Clean Tanker 에 대한 수요도 가시적이라는 점에서 동사의 화학제품운반선 수주 증가와 견조한 실적 기조는 믿어 의심치 않음

투자의견 매수, 목표주가 80,000 원 유지

따라서 동사에 대한 투자 의견 매수와 목표주가 80,000 원을 유지함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	3,446	2,453	2,403	2,960	3,054	3,193
yoy	%	-25.9	-28.8	-2.1	23.2	3.2	4.5
영업이익	십억원	191	108	71	122	137	174
yoy	%	187.0	-43.5	-34.3	71.5	12.8	26.7
EBITDA	십억원	243	159	118	187	202	241
세전이익	십억원	191	733	118	127	145	184
순이익(지배주주)	십억원	35	437	85	100	114	146
영업이익률%	%	5.5	4.4	3.0	4.1	4.5	5.4
EBITDA%	%	7.1	6.5	4.9	6.3	6.6	7.6
순이익률	%	1.2	18.1	5.0	3.5	3.9	4.7
EPS	원	3,642	13,852	1,308	2,493	2,856	3,644
PER	배	9.3	2.9	45.9	17.6	15.4	12.1
PBR	배	0.6	0.7	1.1	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	7.4	9.9	17.9	7.7	6.6	5.2
ROE	%	1.8	20.1	3.8	4.3	4.7	5.7
순차입금	십억원	315	-124	-342	-374	-489	-569
부채비율	%	308.5	255.7	49.5	52.9	52.0	50.1

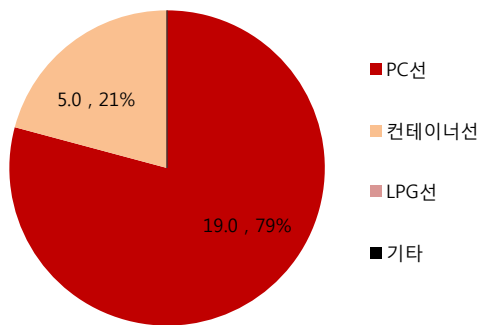
실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	
매출액	5,454	5,477	5,822	7,276	7,050	8,316	6,352	7,880	24,534	24,030	29,598	
	YoY	-27.4%	-20.9%	12.4%	47.8%	29.3%	51.8%	9.1%	8.3%	-28.8%	-2.1%	23.2%
	QoQ	10.8%	0.4%	6.3%	25.0%	-3.1%	18.0%	-23.6%	24.1%			
영업이익	230	187	215	77	262	319	283	352	1,079	709	1,216	
영업이익률	4.2%	3.4%	3.7%	1.1%	3.7%	3.8%	4.5%	4.5%	4.4%	3.0%	4.1%	
	YoY	-50.9%	-58.0%	-60.0%	흑전	13.9%	70.7%	31.9%	353.8%	-43.5%	-34.3%	71.5%
	QoQ	흑전	-18.7%	15.0%	-64.0%	237.8%	21.9%	-11.2%	24.1%			
세전이익	1,150	(616)	547	93	291	240	289	454	7,333	1,175	1,274	
세전이익률	21.1%	-11.2%	9.4%	1.3%	4.1%	2.9%	4.5%	5.8%	29.9%	4.9%	4.3%	
순이익	904	(260)	465	98	239	189	237	373	4,452	1,207	1,039	
순이익률	16.6%	-4.8%	8.0%	1.3%	3.4%	2.3%	3.7%	4.7%	18.1%	5.0%	3.5%	

자료: 현대미포조선, SK 증권

2019년 1~6월 신규수주

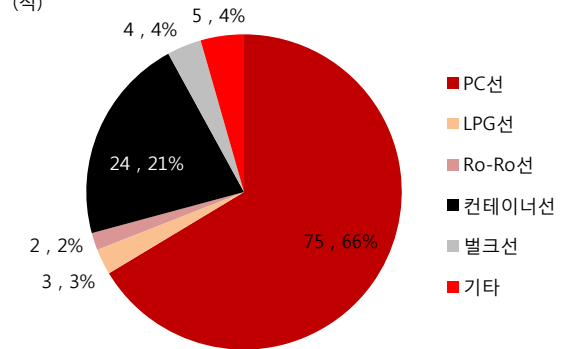
(척)



자료: 현대미포조선, SK 증권

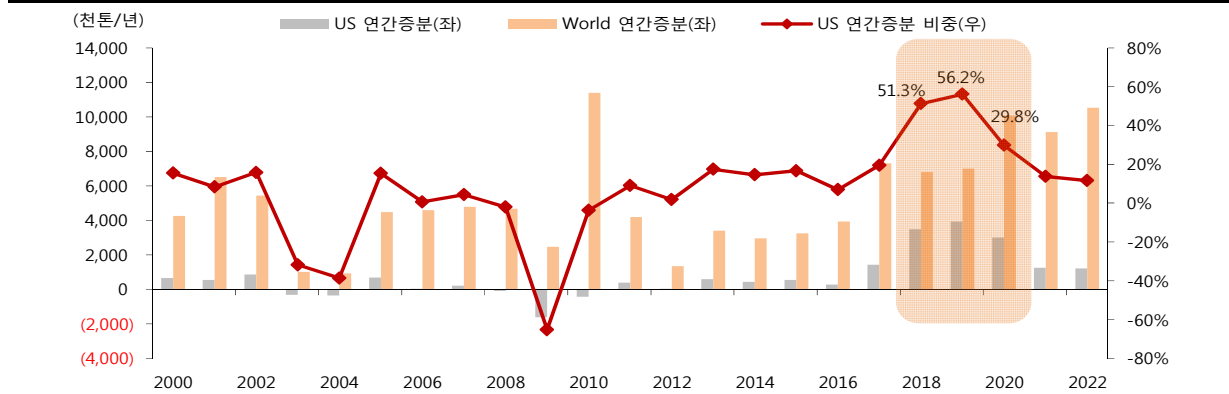
2019년 6월 말 기준 수주잔고

(척)



자료: 현대미포조선, SK 증권

미국의 화학 설비 신증설 추이와 연도별 글로벌 생산능력 증대에서 차지하는 비중: 2018~2020 에 집중됨



자료: Industry data, SK 증권

PE 는 고체 상태이며 쌀알 모양의 화학 제품임



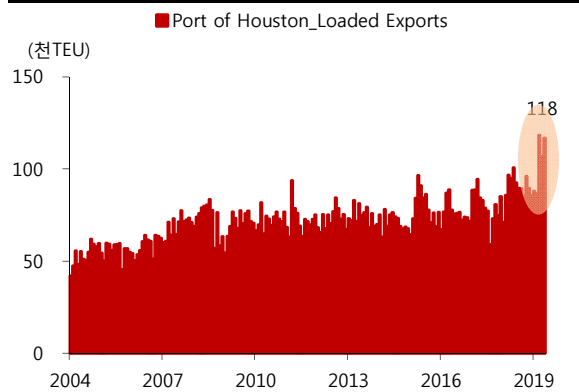
자료 : Google, SK 증권

PE 는 포장해서 컨테이너로 운반함



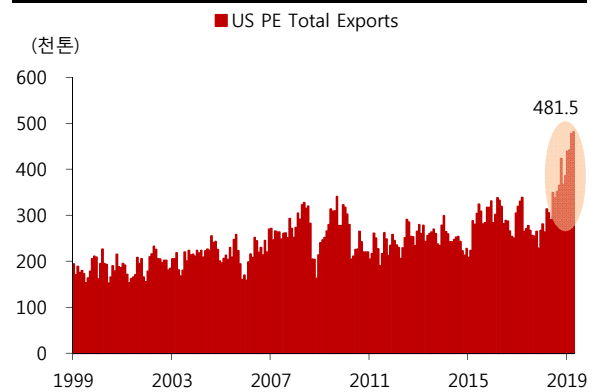
자료 : NIER Systems, SK 증권

사상 최대치를 기록중인 휴스턴항의 컨테이너 수출량



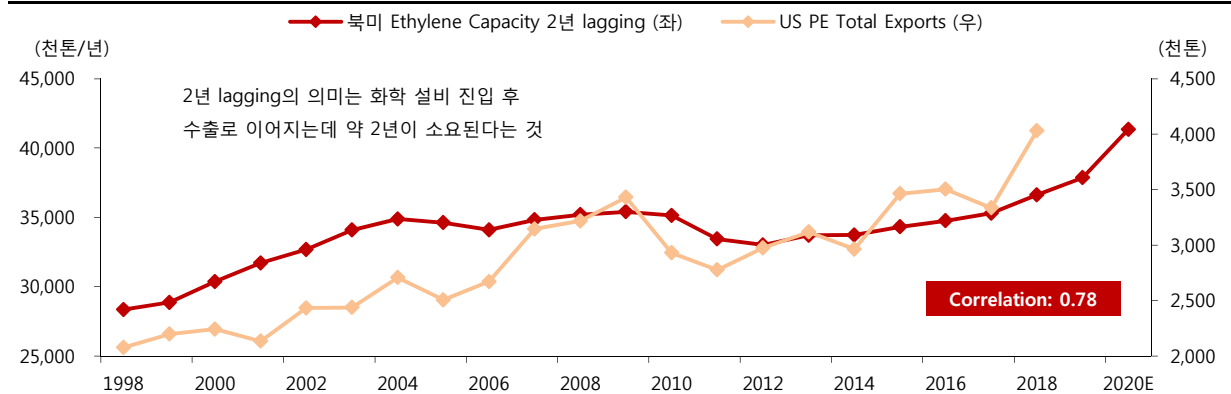
자료 : Port of Houston Authority, SK 증권

사상 최대치를 기록중인 미국 PE 수출량



자료 : USITC, SK 증권

화학 설비가 진입하고 수출로 이어지는데 약 2 년이 소요됨. 2020 년까지 증설하는 미국 물량의 본격 수출은 2022 년이므로 지금 발주되어야 함



자료 : Industry data, USITC, SK 증권

주: 미국 PE 수출량은 HDPE, LDPE, LLDPE, MDPE 합산 기준임

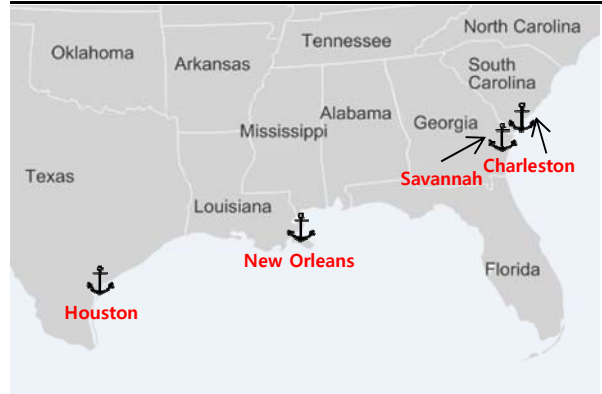
Houston 항구는 여타 석유화학제품 수출항구들 대비 대규모임

Location	Port Name	Draft depth
Texas(Houston)	Barbours Cut Container Terminal	14.0 meters
Texas(Houston)	Bayport Container Terminal	14.0 meters
South Carolina	Port of Charleston	13.7 meters
Georgia	Port of Savannah	12.8 meters
Louisiana	Port of New Orleans	11.5 meters

자료 : World Port Source, SK 증권

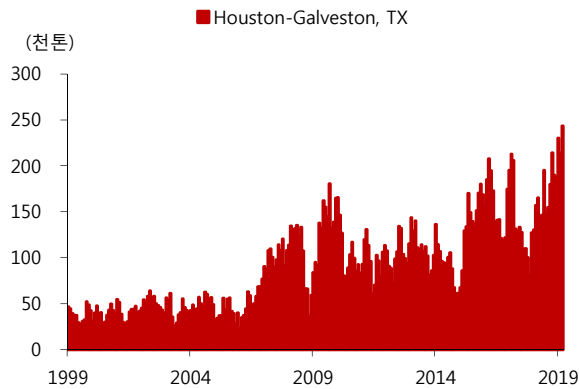
주 : Draft depth 는 배가 물 속에 잠기는 깊이를 나타내는 선박용어

Houston 의 대체항들은 소형 항구이기에 Feeder 급 컨테이너선 필요



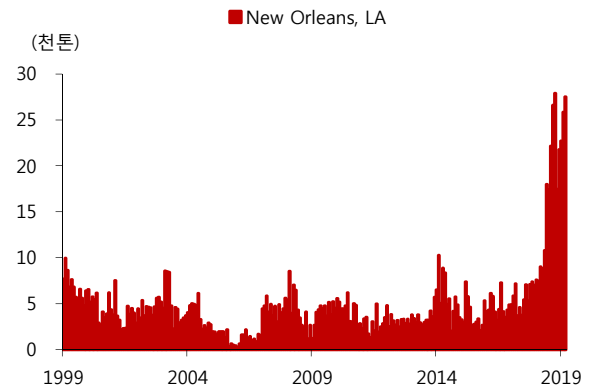
자료 : SK 증권

Houston 항 PE 수출량은 사상 최대 수준이고



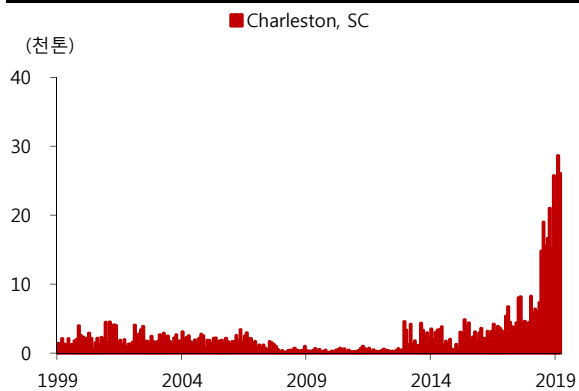
자료 : USITC, SK 증권

대체항인 New Orleans 항 PE 수출량도 사상 최대 수준임



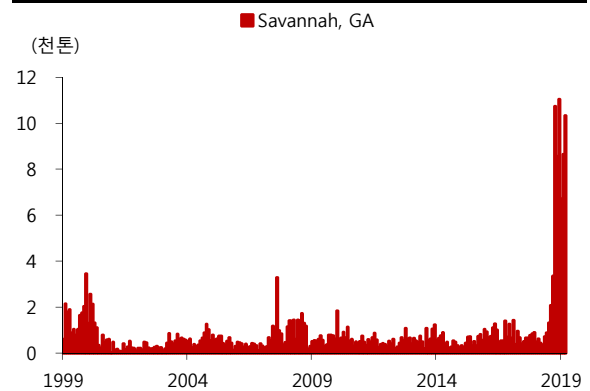
자료 : USITC, SK 증권

또 다른 대체항인 Charleston 항과



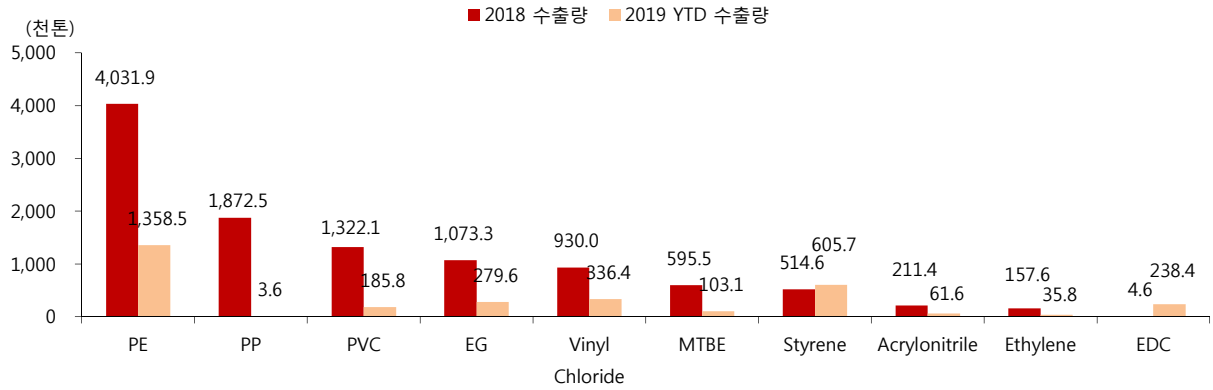
자료 : USITC, SK 증권

Savannah 항의 PE 수출량도 사상 최대 수준임



자료 : USITC, SK 증권

미국의 2018 년 수출 상위 10 개 화학제품 중 ECC 에서 생산 가능한 제품은 에틸렌 유도품인 PE, PVC, EG, VC, MTBE, Ethylene, EDC 임



자료 : USITC, SK 증권

주: 2019 YTD 는 1~3 월 합산임

공교롭게도 이 제품들 대부분이 현대미포조선이 주력으로 수주하는 컨테이너선과 MR 탱커로 운반함

제품	PE	PP	PVC	EG	VC	MTBE	Styrene	AN	Ethylene	EDC
계열	올레핀	올레핀	올레핀	올레핀	올레핀	올레핀	방향족	올레핀	올레핀	올레핀
업스트림	에틸렌	프로필렌	에틸렌	에틸렌	에틸렌	에틸렌	벤젠	프로필렌	에틸렌	에틸렌
형태	고체	고체	고체	액체	기체	액체	액체	액체	기체	액체
운반선	컨테이너	컨테이너	컨테이너	MR 탱커	가스선	MR 탱커	MR 탱커	MR 탱커	가스선	MR 탱커

자료 : USITC, SK 증권

주1: 형태는 상온 기준임

주2: Ethylene 같은 경우는 LEG 선이라는 가스선으로 운반함

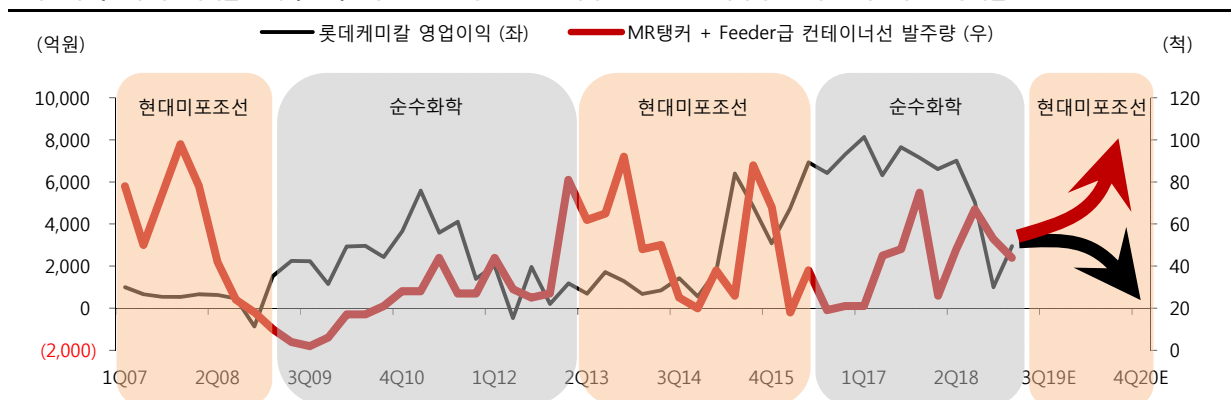
주요 화학제품별 신증설 계획을 보면 미국에서 MR 탱커로 운반하는 EG, PVC 등의 증설이 두드러짐. 이들의 수출도 증가할 것이기에 MR 탱커도 필요

화학제품	품목	용량	완공 예정일	국가	위치	기업
EG	MEG (2020년 승인 여부 결정 예정)			미국	Louisiana	Shell Chemical LP
	coal-based MEG	100만 톤	2021년 말	중국	Hohhot, Inner Mongolia	Jiutai New Material
	EG	35만 7000톤	2021년	인도	Odisha Paradip	Indian Oil Corp
	MEG	70만 톤	2019년	미국	Freeport, Texas	MEGlobal
	coal-based MEG	30만 톤	2022년	중국	Suzhou, Shanxi	Songlan Chemical
	MEG	20만 톤	2019년 초	중국	Shangqiu, Henan	Longyu Coal Chemical
	MEG	70만 톤	2020년	사우디	Jubail Industrial City	SABIC
	MEG	30만 톤		중국	Jiaocheng, Shanxi	Shanxi Meijin Energy
	coal-based MEG	40만 톤	2019년	중국	Ordos, Inner Mongolia	Rongxin Chemical
AN	Acrylonitrile	5만톤	2020년			동서석유화학
PVC	PVC	1만 톤	2019년 말	인도	Kota, Rajasthan	DCM Shriram
	general purpose PVC	20만 톤	2020년	벨기에	Jemeppe	INOVYN
	PVC	25만 톤	2020년 초	인도네시아	Merak	Sulfindo Adiusaha
	PVC	55만 톤	2021년	인도네시아		AGC
	PVC	10만 톤	2020년	파키스탄	Port Qasim, Karachi	Engro Polymers & Chemicals
	specialty PVC	34만 톤	2019년	독일	Burghausen	Westlake Chemical
suspension PVC	미국			Geismar, Louisiana		
Vinyl Chloride	VCM	25만 톤	2020년 초	인도네시아	Merak	Sulfindo Adiusaha
	VCM	5만 톤	2020년	파키스탄	Port Qasim, Karachi	Engro Polymers & Chemicals
	VCM	9만 톤	2021년	독일	Gendorf	Westlake Chemical
	VCM			미국	Geismar, Louisiana	

자료 : Cischem, SK 증권

주: ■은 미국에 증설되는 설비임

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



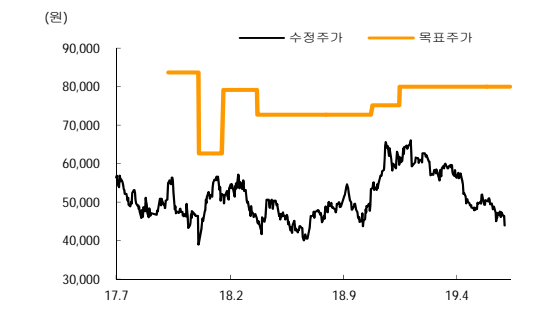
자료 : Clarksons Research, DataGuide, SK 증권

현대미포조선 목표 주가 산출

	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E
BPS(원)	58,128	59,133	59,863	60,178	60,800
Target BPS(원)	59,994				
Target PBR(배)	1.3				
목표 주가(원)	80,000				
현재 주가(원)	43,950				
상승 여력	82%				

자료 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.07.26	매수	80,000원	6개월		
2019.07.08	매수	80,000원	6개월	-30.70%	-17.38%
2019.05.03	매수	80,000원	6개월	-29.39%	-17.38%
2019.04.03	매수	80,000원	6개월	-24.92%	-17.38%
2019.01.09	매수	80,000원	6개월	-24.09%	-17.38%
2018.11.19	매수	75,200원	6개월	-22.00%	-12.77%
2018.07.26	매수	72,693원	6개월	-35.63%	-24.83%
2018.07.24	매수	72,693원	6개월	-37.93%	-30.34%
2018.05.04	매수	72,693원	6개월	-37.90%	-30.34%
2018.04.17	매수	72,693원	6개월	-38.42%	-33.86%
2018.02.12	매수	79,211원	6개월	-34.95%	-27.85%
2017.12.28	매수	62,667원	6개월	-18.14%	-9.60%
2017.11.01	매수	83,723원	6개월	-42.06%	-32.63%



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 기관투자자 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 (2019 년 7 월 26 일 기준)

매수	90.98%	중립	9.02%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	6,776	1,801	2,032	2,192	2,339
현금및현금성자산	562	280	383	498	578
매출채권및기타채권	843	65	80	83	86
재고자산	96	160	197	204	213
비유동자산	1,543	1,662	1,629	1,629	1,660
장기금융자산	292	21	21	21	21
유형자산	1,090	1,519	1,521	1,507	1,540
무형자산	3	3	3	3	2
자산총계	8,319	3,464	3,661	3,821	3,999
유동부채	5,905	1,076	1,186	1,216	1,261
단기금융부채	479	302	232	232	232
매입채무 및 기타채무	821	269	331	342	357
단기충당부채	0	72	89	92	96
비유동부채	76	70	81	91	73
장기금융부채	5	5	7	7	7
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	49	46	60	71	53
부채총계	5,980	1,147	1,266	1,307	1,334
지배주주지분	2,217	2,290	2,362	2,477	2,623
자본금	100	200	200	200	200
자본잉여금	83	82	82	82	82
기타자본구성요소	-41	-41	-41	-41	-41
자기주식	-6	-6	-6	-6	-6
이익잉여금	1,719	1,817	1,888	2,002	2,148
비지배주주지분	122	28	32	37	42
자본총계	2,339	2,317	2,394	2,514	2,665
부채외자본총계	8,319	3,464	3,661	3,821	3,999

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	-318	-178	105	164	178
당기순이익(손실)	445	121	104	118	150
비현금성항목등	-263	22	87	83	91
유형자산감가상각비	50	46	66	64	67
무형자산감가상각비	1	0	0	0	0
기타	-320	-82	-3	0	0
운전자본감소(증가)	-476	-290	-102	-10	-30
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-35	158	-9	-3	-4
재고자산감소(증가)	63	-62	-36	-6	-9
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	106	-20	48	11	16
기타	-610	-365	-105	-12	-32
법인세납부	-24	-31	17	-27	-34
투자활동현금흐름	1,045	148	89	-40	-88
금융자산감소(증가)	1,035	84	143	0	0
유형자산감소(증가)	-63	-476	-65	-50	-100
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0	0
기타	74	540	11	11	13
재무활동현금흐름	-870	-260	-92	-10	-10
단기금융부채증가(감소)	-804	-205	-80	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	-28	0	0
기타	-66	-55	-12	-10	-10
현금의 증가(감소)	-242	-282	103	115	80
기초현금	804	562	280	383	498
기말현금	562	280	383	498	578
FCF	-81	-587	20	116	80

자료 : 현대미포조선, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	2,453	2,403	2,960	3,054	3,193
매출원가	2,245	2,232	2,742	2,803	2,900
매출총이익	209	172	218	251	293
매출총이익률 (%)	8.5	7.1	7.4	8.2	9.2
판매비와관리비	101	101	96	114	119
영업이익	108	71	122	137	174
영업이익률 (%)	4.4	3.0	4.1	4.5	5.4
비영업손익	625	47	6	8	10
순금융비용	22	6	2	0	-2
외환관련손익	-25	5	8	8	8
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	733	118	127	145	184
세전계속사업이익률 (%)	29.9	4.9	4.3	4.8	5.8
계속사업법인세	172	30	24	27	34
계속사업이익	562	88	104	118	150
중단사업이익	-116	33	0	0	0
*법인세효과	-167	29	0	0	0
당기순이익	445	121	104	118	150
순이익률 (%)	18.1	5.0	3.5	3.9	4.7
지배주주	437	85	100	114	146
지배주주귀속 순이익률(%)	17.81	3.54	3.36	3.73	4.56
비지배주주	8	36	4	4	4
총포괄이익	81	112	105	120	151
지배주주	74	76	100	115	146
비지배주주	7	36	5	5	5
EBITDA	159	118	187	202	241

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	-28.8	-2.1	23.2	3.2	4.5
영업이익	-43.5	-34.3	71.5	12.8	26.7
세전계속사업이익	284.0	-84.0	8.4	13.9	26.6
EBITDA	-34.6	-26.1	59.4	7.5	19.7
EPS(계속사업)	280.3	-90.6	90.6	14.5	27.6
수익성 (%)					
ROE	20.1	3.8	4.3	4.7	5.7
ROA	5.1	2.1	2.9	3.2	3.8
EBITDA마진	6.5	4.9	6.3	6.6	7.6
안정성 (%)					
유동비율	114.8	167.4	171.4	180.3	185.5
부채비율	255.7	49.5	52.9	52.0	50.1
순차입금/자기자본	-5.3	-14.8	-15.6	-19.4	-21.3
EBITDA/이자비용(배)	5.6	7.0	14.4	19.9	23.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	13,852	1,308	2,493	2,856	3,644
BPS	55,500	57,322	59,133	62,005	65,665
CFPS	12,222	3,298	4,144	4,471	5,338
주당 현금배당금	0	700	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	4.3	50.2	26.5	23.2	18.1
PER(최저)	2.1	30.6	17.6	15.4	12.1
PBR(최고)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.0
PBR(최저)	0.5	0.7	0.7	0.7	0.7
PCR	3.2	18.2	10.6	9.8	8.2
EV/EBITDA(최고)	15.1	19.8	12.4	11.0	8.9
EV/EBITDA(최저)	7.3	11.1	7.7	6.6	5.2