

SK COMPANY Analysis



Analyst

유승우

yswbest@sk.com

02-3773-9180

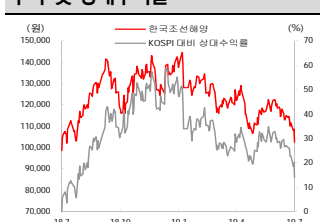
Company Data

자본금	354 십억원
발행주식수	7,077 만주
자사주	6 만주
액면가	5,000 원
시가총액	7,254 십억원
주요주주	
현대중공업지주(외15)	33.96%
국민연금공단	8.92%
외국인지분율	16.50%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(19/07/25)	102,500 원
KOSPI	2074.48 pt
52주 Beta	1.25
52주 최고가	144,500 원
52주 최저가	102,000 원
60일 평균 거래대금	24 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-15.6%	-13.7%
6개월	-26.3%	-22.6%
12개월	4.0%	13.9%

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

[2Q19 Review] 벌써 시작된 총당금 환입

동사의 2Q19 매출액은 3 조 9,229 억원을 기록해 컨센서스를 8.9% 상회, 영업이익은 554 억원을 기록해 컨센서스인 -51 억원을 월등히 상회. 2018 년도 수주분 공사 증가로 고정비 부담이 완화되었고 강재가 인하와 선가 인상으로 공사손실총당금 환입이 500 억 원 이상 발생했기 때문임. 운임도 강세 구간이기에 수주 플로우도 상반기 대비 개선될 것으로 판단함. 이에 투자의견 매수, 목표주가 170,000 원과 업종 내 Top Pick 의견 유지함

2Q19 매출액 3 조 9,229 억원, 영업이익 554 억원 기록

동사의 2Q19 매출액은 3 조 9,229 억원을 기록해 컨센서스를 8.9% 상회, 영업이익은 554 억원을 기록해 컨센서스인 -51 억원을 월등히 상회함. 2018 년 수주 물량에 대한 공사가 증가하며 매출액이 크게 상승해 고정비 부담이 완화됨. 영업이익 단에서는 강재가 인하로 기설정 공사손실총당금이 일부 환입되었고(현대중공업 270 억원, 현대삼호중공업 200 억원, 현대미포조선 60 억원 수준) 환율 효과도 발생한 것이 호재로 작용함. 아울러 물적분할과 관련하여 익금불산입을 변경이 발생해 이연법인세 비용이 환입(1,455 억원)되며 순이익도 2,016 억원을 기록함

벌써 시작된 총당금 환입

SK 증권 리서치센터는 LNG 캐리어 선가 인상에 힘입어 하반기부터 동사의 공사손실총당금 환입이 시작될 것으로 전망했으나 예상보다 조기에 환입이 발생하며 견고한 펀더멘탈 회복세를 보여줌. 철강 섹터 업황 감안시 하반기 강재가 인상 여력이 제한되기 때문에 공사손실총당금 환입은 하반기에도 지속될 수 있다고 판단함

투자의견 매수, 목표주가 170,000 원, 업종 내 Top Pick 의견 유지

펀더멘탈 회복에 비해 대형 프로젝트 발주 지연으로 피로감이 쌓이고 있음. 그러나 LNG 캐리어 단기 용선료와 스팟 용선료가 모두 강세를 유지중임. 따라서 스팟 발주량도 기대해볼 수 있어 수주 목표 미달성 우려는 제한됨. 따라서 투자의견 매수, 목표주가 170,000 원과 업종 내 부동의 Top Pick 의견을 유지함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	22,300	15,469	13,120	14,614	15,207	16,843
yoy	%	-51.9	-30.6	-15.2	11.4	4.1	10.8
영업이익	십억원	392	15	-523	189	255	347
yoy	%	흑전	-96.3	적전	흑전	35.1	36.3
EBITDA	십억원	1,267	597	-128	566	611	696
세전이익	십억원	96	-27	-854	193	174	277
순이익(지배주주)	십억원	545	2,458	-489	259	269	429
영업이익률%	%	1.8	0.1	-4.0	1.3	1.7	2.1
EBITDA%	%	5.7	3.9	-1.0	3.9	4.0	4.1
순이익률	%	2.8	17.4	-3.5	2.1	1.8	2.6
EPS	원	-824	-5,038	-10,094	3,660	3,800	6,063
PER	배	N/A	N/A	N/A	28.0	27.0	16.9
PBR	배	0.6	0.5	0.8	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	배	17.7	14.7	-79.7	4.8	3.6	1.7
ROE	%	3.7	18.2	-4.3	2.2	2.2	3.4
순차입금	십억원	9,240	1,660	-325	-5,970	-6,520	-7,538
부채비율	%	175.2	145.8	88.6	133.8	136.1	141.6

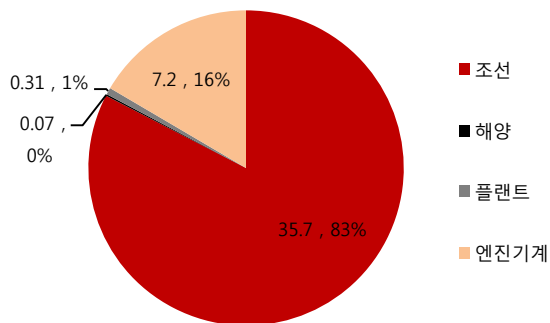
실적 추이 및 전망

(단위: 억원)		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
매출액		30,425	31,244	32,419	37,111	32,685	39,229	32,614	41,616	154,688	131,199	146,144
	YoY	-29.4%	-26.4%	-5.3%	6.4%	7.4%	25.6%	0.6%	12.1%	-30.6%	-15.2%	11.4%
	QoQ	-12.8%	2.7%	3.8%	14.5%	-11.9%	20.0%	-16.9%	27.6%			
영업이익		(1,238)	(1,757)	289	(2,519)	281	554	462	589	146	(5,225)	1,886
영업이익률		-4.1%	-5.6%	0.9%	-6.8%	0.9%	1.4%	1.4%	1.4%	0.1%	-4.0%	1.3%
	YoY	적전	적전	-56.8%	적지	흑전	흑전	59.8%	흑전	-96.3%	적전	흑전
	QoQ	적지	적지	흑전	적전	흑전	97.1%	-16.6%	27.6%			
세전이익		(1,990)	(3,009)	(202)	(3,339)	274	387	867	403	(269)	(8,540)	1,931
세전이익률		-6.5%	-9.6%	-0.6%	-9.0%	0.8%	1.0%	2.7%	1.0%	-0.2%	-6.5%	1.3%
순이익		258	(2,103)	(216)	(2,474)	173	2,016	547	254	26,931	(4,536)	2,990
순이익률		0.8%	-6.7%	-0.7%	-6.7%	0.5%	5.1%	1.7%	0.6%	17.4%	-3.5%	2.0%

자료: 현대중공업 SK 증권

2019년 1~6월 신규수주

(억불)

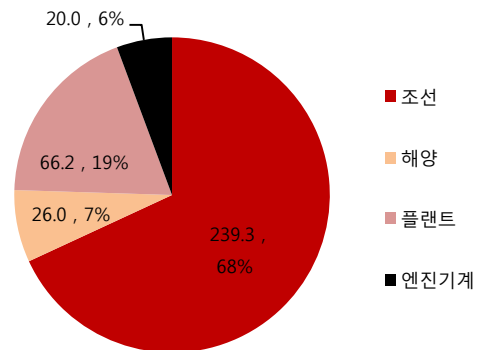


자료: 한국조선해양, SK 증권

주: 현대중공업, 현대삼호중공업, 현대미포조선 합산 기준

2019년 6월 말 기준 수주잔고

(억불)

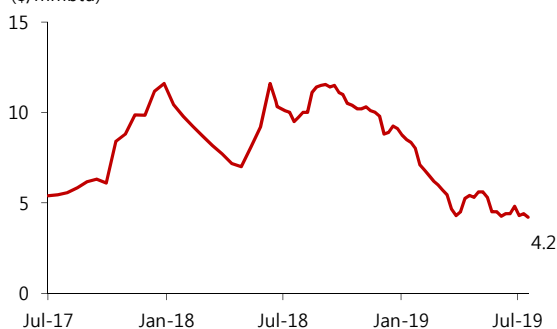


자료: 한국조선해양, SK 증권

주: 현대중공업, 현대삼호중공업, 현대미포조선 합산 기준

아시아 LNG 스팟 가격 추이

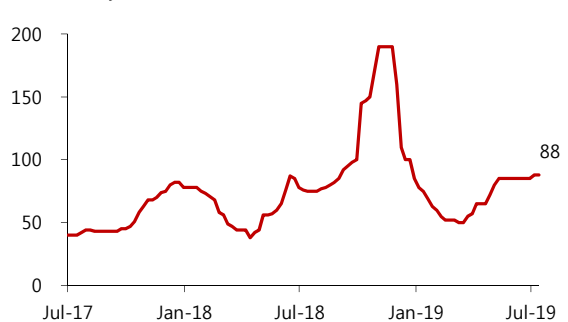
(\$/mmbtu)



자료: Reuters, SK 증권

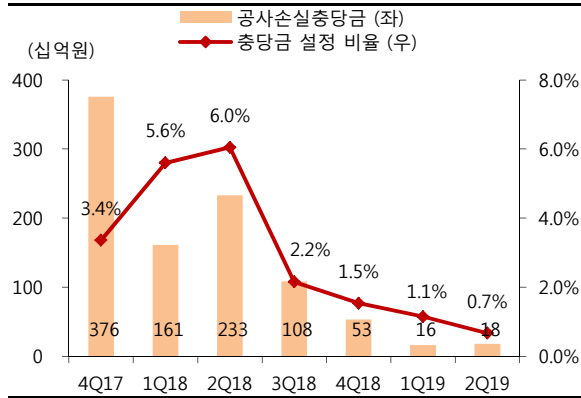
160K CBM LNG 캐리어 Multi-Month 운임

(1,000\$/day)



자료: Clarksons Research, SK 증권

한국조선해양 공손충 설정 비율은 하락할 것

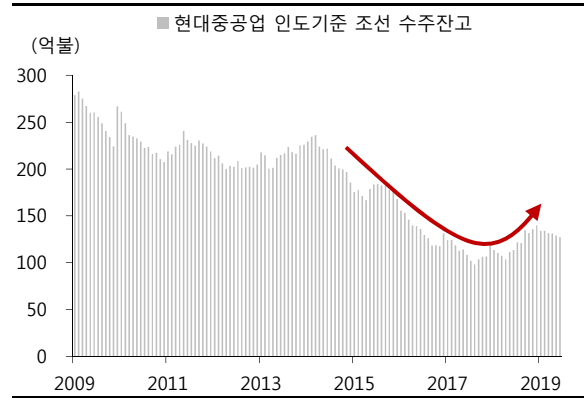


자료 : 한국조선해양, SK 증권

주1: 현대중공업그룹 조선 3사 합산 공손충 및 조선 부문 신규주액 기준임

주2: 4Q17의 경우 2017년 전체 조선 신규주액에 대해 한번에 공손충 설정

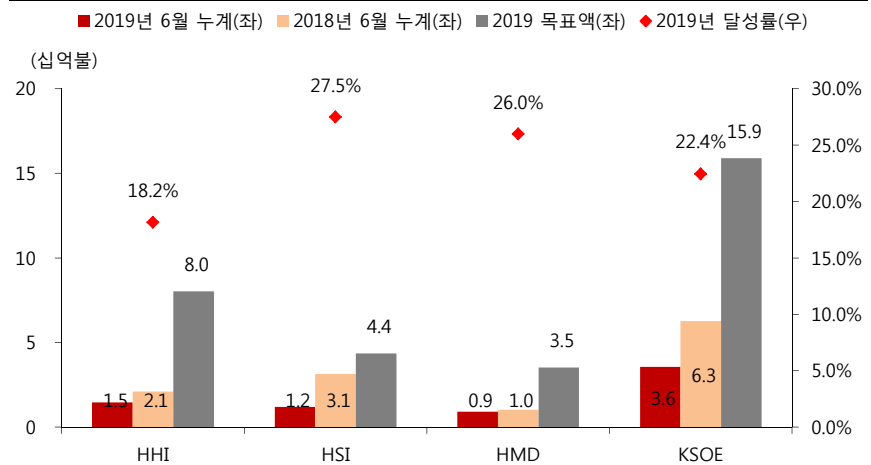
수주잔고도 하방을 다지고 턴어라운드중임



자료 : 한국조선해양, SK 증권

주: 현대중공업 별도 기준임

한국조선해양 조선부문 2019년 6월 말 기준 수주 목표 대비 달성률



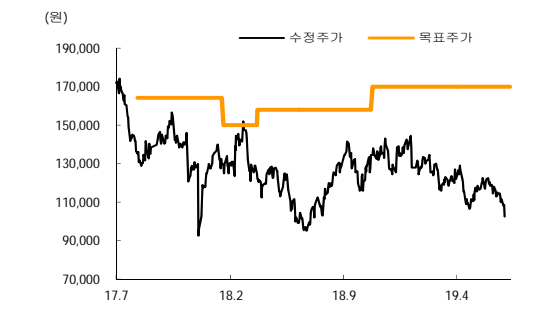
자료 : 한국조선해양, SK 증권

현대중공업 목표 주가 산출

	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E
BPS(원)	174,316	176,166	174,191	171,649	173,448
Target BPS(원)	173,863				
Target PBR(배)	1.0				
목표 주가(원)	170,000				
현재 주가(원)	102,500				
상승 여력	66%				

자료 : SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.07.26	매수	170,000원	6개월		
2019.07.08	매수	170,000원	6개월	-26.47%	-15.00%
2019.05.03	매수	170,000원	6개월	-25.75%	-15.00%
2019.04.03	매수	170,000원	6개월	-23.43%	-15.00%
2019.01.09	매수	170,000원	6개월	-22.38%	-15.00%
2018.11.19	매수	170,000원	6개월	-21.06%	-15.88%
2018.07.26	매수	158,000원	6개월	-25.54%	-10.44%
2018.07.24	매수	158,000원	6개월	-28.51%	-18.67%
2018.05.04	매수	158,000원	6개월	-28.23%	-18.67%
2018.04.17	매수	158,000원	6개월	-24.42%	-22.78%
2018.02.12	중립	150,000원	6개월	-10.30%	1.33%
2017.11.01	중립	164,209원	6개월	-17.91%	-4.65%
2017.09.04	중립	164,209원	6개월	-15.81%	-9.01%



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 7월 26일 기준)

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

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	17,664	12,317	19,028	19,919	21,877
현금및현금성자산	3,240	3,042	8,931	9,482	10,499
매출채권및기타채권	5,286	1,455	1,620	1,686	1,868
재고자산	845	1,009	1,124	1,170	1,295
비유동자산	12,745	12,413	12,431	12,562	12,460
장기금융자산	239	215	235	235	235
유형자산	11,046	10,269	10,001	9,857	9,769
무형자산	105	89	79	70	63
자산총계	30,409	24,730	31,458	32,480	34,337
유동부채	15,615	9,410	14,958	15,460	16,846
단기금융부채	4,104	2,965	2,572	2,572	2,572
매입채무 및 기타채무	5,233	1,714	7,116	7,404	8,201
단기충당부채	0	1,020	1,136	1,183	1,310
비유동부채	2,422	2,209	3,044	3,266	3,276
장기금융부채	1,349	1,106	1,706	1,706	1,706
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	844	833	1,057	1,165	1,043
부채총계	18,037	11,619	18,002	18,725	20,123
지배주주지분	11,121	11,882	12,185	12,482	12,940
자본금	283	354	354	354	354
자본잉여금	1,050	2,483	2,483	2,483	2,483
기타자본구성요소	-8,355	-8,448	-8,448	-8,448	-8,448
자기주식	-56	-11	-11	-11	-11
이익잉여금	16,237	16,044	16,308	16,577	17,006
비지배주주지분	1,251	1,229	1,272	1,273	1,275
자본총계	12,372	13,111	13,456	13,755	14,214
부채외자본총계	30,409	24,730	31,458	32,480	34,337

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	1,087	-542	5,691	678	1,184
당기순이익(손실)	2,693	-454	299	269	429
비현금성항목등	-1,251	210	268	342	267
유형자산감가상각비	533	375	360	344	338
무형자산감가상각비	49	20	18	12	11
기타	-1,843	-142	-15	200	200
운전자본감소(증가)	-169	-255	5,310	258	336
매출채권및기타채권의 감소(증가)	1,271	240	-291	-66	-181
재고자산감소(증가)	231	-199	-124	-46	-126
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-187	-126	5,390	288	797
기타	-1,483	-169	335	81	-153
법인세납부	-186	-44	-186	-191	152
투자활동현금흐름	982	241	220	-3	-42
금융자산감소(증가)	692	-803	66	0	0
유형자산감소(증가)	-270	-162	-162	-200	-250
무형자산감소(증가)	-17	-4	-4	-4	-4
기타	576	1,209	320	201	212
재무활동현금흐름	-3,002	92	8	-124	-124
단기금융부채증가(감소)	-1,858	-1,270	130	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	-3	0	0
자본의증가(감소)	244	1,554	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-1,388	-192	-119	-124	-124
현금의 증가(감소)	-1,087	-198	5,889	551	1,018
기초현금	4,326	3,240	3,042	8,931	9,482
기말현금	3,240	3,042	8,931	9,482	10,499
FCF	4,368	98	5,387	806	969

자료 : 한국조선해양, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	15,469	13,120	14,614	15,207	16,843
매출원가	14,435	12,763	13,724	14,103	15,555
매출총이익	1,034	357	891	1,104	1,288
매출총이익률 (%)	6.7	2.7	6.1	7.3	7.7
판매비와관리비	1,019	879	702	849	940
영업이익	15	-523	189	255	347
영업이익률 (%)	0.1	-4.0	1.3	1.7	2.1
비영업손익	-42	-332	4	-81	-70
순금융비용	33	58	32	-76	-87
외환관련손익	-166	24	36	36	36
관계기업투자등 관련손익	57	41	6	6	6
세전계속사업이익	-27	-854	193	174	277
세전계속사업이익률 (%)	-0.2	-6.5	1.3	1.1	1.7
계속사업법인세	66	-209	-106	-95	-152
계속사업이익	-93	-645	299	269	429
중단사업이익	2,787	191	0	0	0
*법인세효과	-2	-31	0	0	0
당기순이익	2,693	-454	299	269	429
순이익률 (%)	17.4	-3.5	2.1	1.8	2.6
지배주주	2,458	-489	259	269	429
지배주주귀속 순이익률(%)	15.89	-3.73	1.77	1.77	2.55
비지배주주	235	35	40	0	0
총포괄이익	2,607	-552	349	299	459
지배주주	2,377	-582	308	297	458
비지배주주	230	30	41	1	1
EBITDA	597	-128	566	611	696

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	-30.6	-15.2	11.4	4.1	10.8
영업이익	-96.3	적전	흑전	35.1	36.3
세전계속사업이익	적전	적지	흑전	-10.1	59.5
EBITDA	-52.9	적전	흑전	8.0	13.9
EPS(계속사업)	511.6	적전	흑전	3.8	59.5
수익성 (%)					
ROE	18.2	-4.3	2.2	2.2	3.4
ROA	6.8	-1.7	1.1	0.8	1.3
EBITDA마진	3.9	-1.0	3.9	4.0	4.1
안정성 (%)					
유동비율	113.1	130.9	127.2	128.8	129.9
부채비율	145.8	88.6	133.8	136.1	141.6
순차입금/자기자본	13.4	-2.5	-44.4	-47.4	-53.0
EBITDA/이자비용(배)	6.6	-0.9	4.8	4.9	5.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-5,038	-10,094	3,660	3,800	6,063
BPS	185,387	167,892	176,166	176,366	182,832
CFPS	46,582	-1,396	8,994	8,837	10,990
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	N/A	39.5	38.0	23.8
PER(최저)	N/A	N/A	28.0	27.0	16.9
PBR(최고)	1.0	0.9	0.8	0.8	0.8
PBR(최저)	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
PCR	2.1	-92.1	11.4	11.6	9.3
EV/EBITDA(최고)	28.0	-90.8	10.1	8.4	5.9
EV/EBITDA(최저)	14.3	-56.2	4.8	3.6	1.7