

SK COMPANY Analysis



Analyst
유승우

yswbest@sk.com
02-3773-9180

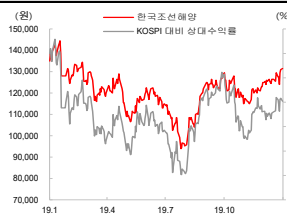
Company Data

자본금	354 십억원
발행주식수	7,077 만주
자사주	6 만주
액면가	5,000 원
시가총액	9,307 십억원
주요주주	
현대중공업지주(외14)	33.96%
국민연금공단	10.21%
외국인지분률	17.60%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(20/01/14)	129,000 원
KOSPI	2238.88 pt
52주 Beta	1.32
52주 최고가	144,500 원
52주 최저가	93,900 원
60일 평균 거래대금	19 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	5.2%	2.4%
6개월	14.4%	7.0%
12개월	-1.9%	-8.6%

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

[4Q19 Preview] 고민이 필요한 시점이 다가왔다

동사의 4Q19 매출액은 4 조 459 억원, 영업이익은 573 억원이 전망됨. 인도량 증가로 매출액이 4 조원대로 상승함. 그러나 환율 하락으로 공사손실충당금 설정 비율의 추가 하락은 어려울 것임. 동사의 2020 년 수주 가이드는 전년과 유사하게 제시되었는데, 이는 사실상 가이드는 하향임. 2020 년은 대외 여건도 낙관하기 어려움. 그래도 안정적 실적을 담보할 수 있다는 점에서 투자 의견 매수와 목표주가 170,000 원을 유지함

4Q19 매출액 4 조 459 억원, 영업이익 573 억원 전망

동사의 4Q19 매출액은 4 조 459 억원, 영업이익은 573 억원이 전망됨. 현대삼호중공업의 인도량이 빠르게 늘어난 것이 분기 매출액이 4 조원대로 상승한 주요 원인임. Clarksons Research 집계 기준 4Q19 인도량이 현대중공업보다 현대삼호중공업이 많았던 것으로 파악됨. 그러나 환율이 3Q19 평균 1,194 원/\$에서 4Q19 1,176 원/\$로 1.6% 하락함에 따라 4Q19 한국조선해양 연결 기준 신규 수주액 대비 공사손실충당금 설정 비율은 3Q19 0.5%에서 추가적으로 하락하기 어려울 것으로 전망됨.

제시된 2020 년 수주 가이드에 대한 고민

동사의 조선 부문 연결 기준 2020 년 수주 가이드는 \$158 억(특수선 포함)으로 2019 년의 \$159 억과 유사한 수준이 제시됨. 2019 년 수주 예상 물량이 일부 2020 년으로 이연 되었음을 감안하면 사실상 가이드를 하향한 것으로 판단함. 최근 미중간 무역분쟁이 긍정적인 분위기로 돌아섰으나 완전히 해결된 것이 아니며 IMO의 선박연료유 황함량 규제 효과도 BDI, 폐선량, 신조발주량 등의 데이터로 미루어 보건대 조선업계에 긍정적 영향을 주는 것으로 확인하기 어려움. 아울러 중국이 지난 12 월 2 일부터 러시아산 PNG 수입을 개시함. 따라서 2020 년 조선 업황을 2019 년 대비 지나치게 낙관적으로 전망하는데 무리가 있음

투자의견 매수, 목표주가 170,000 원 유지

그래도 조선 3 사 중 가장 안정적인 실적을 기록할 것으로 판단함. 이에 투자의견 매수와 목표주가 170,000 원을 유지함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	22,300	15,469	13,120	14,880	15,969	17,624
yoy	%	-51.9	-30.6	-15.2	13.4	7.3	10.4
영업이익	십억원	392	15	-523	171	268	364
yoy	%	흑전	-96.3	적전	흑전	56.7	35.7
EBITDA	십억원	1,267	597	-128	560	632	719
세전이익	십억원	96	-27	-854	147	220	295
순이익(지배주주)	십억원	545	2,458	-489	225	152	205
영업이익률%	%	1.8	0.1	-4.0	1.2	1.7	2.1
EBITDA%	%	5.7	3.9	-1.0	3.8	4.0	4.1
순이익률	%	2.8	17.4	-3.5	1.9	1.0	1.2
EPS(계속사업)	원	-824	-5,038	-10,094	3,177	2,153	2,893
PER	배	N/A	N/A	N/A	39.8	61.1	45.5
PBR	배	0.6	0.5	0.8	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	배	17.7	14.7	-79.7	18.1	18.4	16.5
ROE	%	3.7	18.2	-4.3	1.9	1.3	1.7
순차입금	십억원	9,240	1,660	-325	-674	461	691
부채비율	%	175.2	145.8	88.6	97.0	87.9	88.9

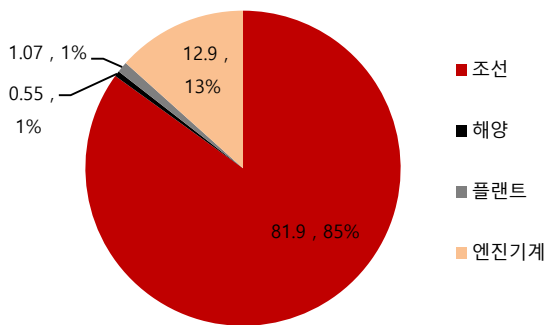
연결 기준 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
매출액		32,685	39,229	36,427	40,459	37,256	33,214	39,466	49,753	131,199	148,801	159,689
	YoY	7.4%	25.1%	12.1%	9.6%	14.0%	-15.3%	8.3%	23.0%	-15.2%	13.4%	7.3%
	QoQ	-11.4%	20.0%	-7.1%	11.1%	-7.9%	-10.8%	18.8%	26.1%			
영업이익		281	555	303	573	565	537	677	904	(5,225)	1,712	2,682
영업이익률		0.9%	1.4%	0.8%	1.4%	1.5%	1.6%	1.7%	1.8%	-4.0%	1.2%	1.7%
	YoY	흑전	흑전	-20.2%	흑전	100.9%	-3.3%	123.8%	57.7%	적전	흑전	56.7%
	QoQ	흑전	97.4%	-45.5%	89.3%	-1.4%	-5.0%	26.2%	33.4%			
세전이익		274	387	293	511	781	303	443	669	(8,540)	1,466	2,196
세전이익률		0.8%	1.0%	0.8%	1.3%	2.1%	0.9%	1.1%	1.3%	-6.5%	1.0%	1.4%
순이익		173	2,017	203	355	542	210	308	464	(4,536)	2,748	1,524
순이익률		0.5%	5.1%	0.6%	0.9%	1.5%	0.6%	0.8%	0.9%	-3.5%	1.8%	1.0%

자료: 한국조선해양, SK 증권

2019년 1~11월 신규수주

(억불)

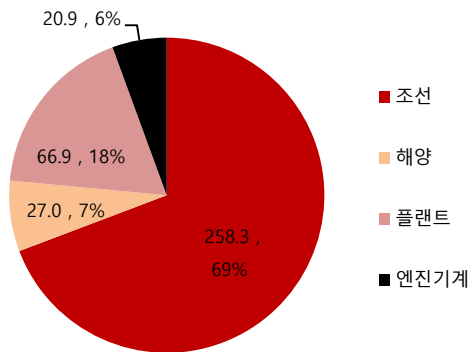


자료: 한국조선해양, SK 증권

주: 현대중공업, 현대삼호중공업, 현대미포조선, 현대비나신조선 연결 기준

2019년 11월 말 기준 수주잔고

(억불)



자료: 한국조선해양, SK 증권

주: 현대중공업, 현대삼호중공업, 현대미포조선, 현대비나신조선 연결 기준

아시아 LNG 스팟 가격 추이

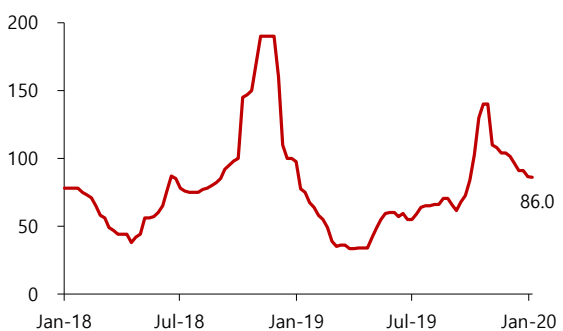
(\$/mmbtu)



자료: Reuters, SK 증권

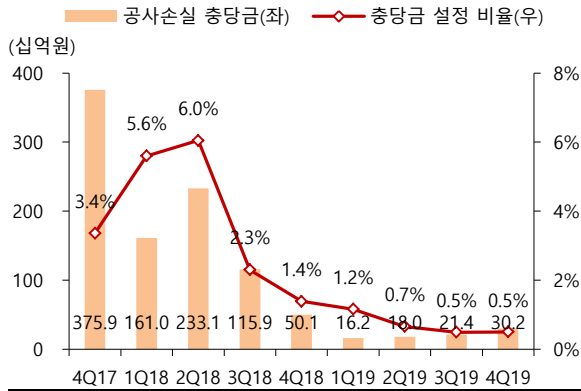
160K CBM LNG 캐리어 스팟 운임

(1,000\$/day)



자료: Clarksons Research, SK 증권

한국조선해양 공손충 설정 비율은 하락할 것

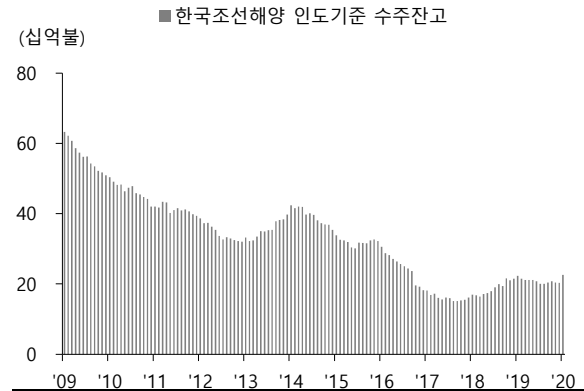


자료: 한국조선해양 SK 증권

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

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

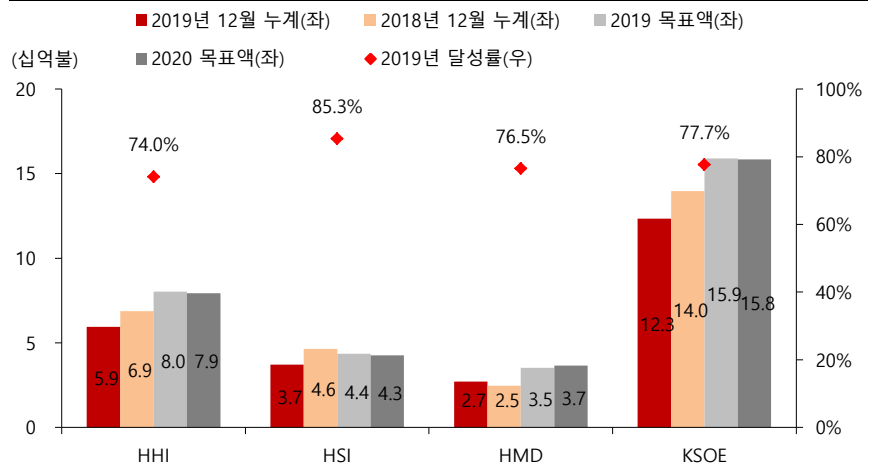
한국조선해양 인도기준 조선 수주잔고 추이



자료: Clarksons Research, SK 증권

주: 현대중공업 현대삼호중공업 현대미포조선 현대비나신조선 합산 기준

현대중공업그룹 조선 부문 2019년 12월 말 기준 수주 목표 대비 달성률



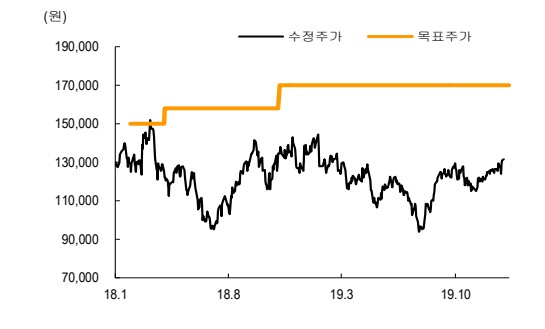
자료: 한국조선해양 SK 증권

한국조선해양 목표 주가 산출

	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
BPS(원)	168,733	165,073	166,263	166,748	167,404
Target BPS(원)	166,372				
Target PBR(배)	1.00				
목표 주가(원)	170,000				
현재 주가(원)	129,000				
상승 여력	32%				

자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.01.15	매수	170,000원	6개월		
2019.10.08	매수	170,000원	6개월	-28.10%	-15.00%
2019.07.26	매수	170,000원	6개월	-28.23%	-15.00%
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%



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 3 자에게 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 (2020년 1월 14일 기준)

매수	84.89%	중립	15.11%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	17,664	12,317	13,943	13,208	13,888
현금및현금성자산	3,240	3,042	4,183	2,821	2,550
매출채권및기타채권	5,286	1,455	1,650	1,771	1,954
재고자산	845	1,009	1,144	1,228	1,355
비유동자산	12,745	12,413	12,403	12,275	12,163
장기금융자산	239	215	353	353	353
유형자산	11,046	10,269	10,030	9,883	9,792
무형자산	105	89	101	88	78
자산총계	30,409	24,730	26,346	25,483	26,051
유동부채	15,615	9,410	9,936	9,348	9,871
단기금융부채	4,104	2,965	2,626	2,426	2,407
매입채무 및 기타채무	5,233	1,714	1,944	2,087	2,303
단기충당부채	0	1,020	1,157	319	176
비유동부채	2,422	2,209	3,033	2,575	2,387
장기금융부채	1,349	1,106	1,711	1,684	1,662
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	844	833	1,028	597	435
부채총계	18,037	11,619	12,969	11,924	12,257
지배주주지분	11,121	11,882	11,670	11,848	12,077
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	16,262	16,414	16,619
비지배주주지분	1,251	1,229	1,706	1,711	1,717
자본총계	12,372	13,111	13,377	13,559	13,794
부채외자본총계	30,409	24,730	26,346	25,483	26,051

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	1,087	-542	856	-903	72
당기순이익(손실)	2,693	-454	275	152	205
비현금성항목등	-1,251	210	280	480	514
유형자산감가상각비	533	375	370	347	341
무형자산상각비	49	20	18	17	14
기타	-1,843	-142	-114	63	63
운전자본감소(증가)	-169	-255	156	-1,468	-557
매출채권및기타채권의 감소(증가)	1,271	240	-237	-121	-184
재고자산감소(증가)	231	-199	-129	-84	-127
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-187	-126	266	142	216
기타	-1,483	-169	256	-1,405	-462
법인세납부	-186	-44	145	-67	-90
투자활동현금흐름	982	241	634	-106	-182
금융자산감소(증가)	692	-803	715	0	0
유형자산감소(증가)	-270	-162	-355	-200	-250
무형자산감소(증가)	-17	-4	-4	-4	-4
기타	576	1,209	279	98	72
재무활동현금흐름	-3,002	92	-360	-353	-161
단기금융부채증가(감소)	-1,858	-1,270	293	-200	-19
장기금융부채증가(감소)	0	0	-508	-27	-22
자본의증가(감소)	244	1,554	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-1,388	-192	-145	-126	-120
현금의 증가(감소)	-1,087	-198	1,141	-1,362	-271
기초현금	4,326	3,240	3,042	4,183	2,821
기말현금	3,240	3,042	4,183	2,821	2,550
FCF	4,368	98	426	-1,122	-203

자료 : 한국조선해양, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	15,469	13,120	14,880	15,969	17,624
매출원가	14,435	12,763	13,993	14,809	16,276
매출총이익	1,034	357	887	1,160	1,348
매출총이익률 (%)	6.7	2.7	6.0	7.3	7.7
판매비와관리비	1,019	879	716	892	984
영업이익	15	-523	171	268	364
영업이익률 (%)	0.1	-4.0	1.2	1.7	2.1
비영업손익	-42	-332	-25	-49	-69
순금융비용	33	58	32	28	48
외환관련손익	-166	24	36	36	36
관계기업투자등 관련손익	57	41	6	6	6
세전계속사업이익	-27	-854	147	220	295
세전계속사업이익률 (%)	-0.2	-6.5	1.0	1.4	1.7
계속사업법인세	66	-209	-128	67	90
계속사업이익	-93	-645	275	152	205
중단사업이익	2,787	191	0	0	0
*법인세효과	-2	-31	0	0	0
당기순이익	2,693	-454	275	152	205
순이익률 (%)	17.4	-3.5	1.9	1.0	1.2
지배주주	2,458	-489	225	152	205
지배주주귀속 순이익률(%)	15.89	-3.73	1.51	0.95	1.16
비지배주주	235	35	50	0	0
총포괄이익	2,607	-552	265	182	235
지배주주	2,377	-582	210	177	230
비지배주주	230	30	55	5	5
EBITDA	597	-128	560	632	719

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	-30.6	-15.2	13.4	7.3	10.4
영업이익	-96.3	적전	흑전	56.7	35.7
세전계속사업이익	적전	적지	흑전	49.8	34.4
EBITDA	-52.9	적전	흑전	12.9	13.7
EPS(계속사업)	511.6	적전	흑전	-32.3	34.4
수익성 (%)					
ROE	18.2	-4.3	1.9	1.3	1.7
ROA	6.8	-1.7	1.1	0.6	0.8
EBITDA마진	3.9	-1.0	3.8	4.0	4.1
안정성 (%)					
유동비율	113.1	130.9	140.3	141.3	140.7
부채비율	145.8	88.6	97.0	87.9	88.9
순차입금/자기자본	13.4	-2.5	-5.0	3.4	5.0
EBITDA/이자비용(배)	6.6	-0.9	4.7	5.0	6.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-5,038	-10,094	3,177	2,153	2,893
BPS	185,387	167,892	168,733	167,404	170,650
CFPS	46,582	-1,396	8,672	7,294	7,910
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	N/A	45.5	61.1	45.5
PER(최저)	N/A	N/A	29.6	57.6	42.9
PBR(최고)	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
PBR(최저)	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7
PCR	2.1	-92.1	14.6	18.0	16.6
EV/EBITDA(최고)	28.0	-90.8	20.4	18.4	16.5
EV/EBITDA(최저)	14.3	-56.2	14.0	17.6	15.8