

SK COMPANY Analysis



Analyst
유승우

yswbest@sk.co.kr
02-3773-9180

Company Data

자본금	200 십억원
발행주식수	3,994 만주
자사주	6 만주
액면가	5,000 원
시가총액	1,923 십억원
주요주주	
한국조선해양(외4)	42.86%
국민연금공단	12.25%
외국인지분률	13.90%
배당수익률	1.50%

Stock Data

주가(20/01/14)	47,300 원
KOSPI	2,238.88 pt
52주 Beta	1.30
52주 최고가	66,100 원
52주 최저가	37,300 원
60일 평균 거래대금	7 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	2.3%	-0.4%
6개월	2.0%	-4.5%
12개월	-20.2%	-25.7%

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

[4Q19 Preview] 최악의 화학 시황이 담보하는 수주 모멘텀

동사의 4Q19 매출액은 7,542 억원, 영업이익은 306 억원을 전망함. 동사는 미국 화학제품 수출 증가로 인한 수혜가 아직 유효함. 미국 화학 제품 수출량이 사상 최대치 수준을 보임에 따라 화학 스프레드는 최악을 기록 중이며 아직 미국 화학 제품 생산 설비 증설이 완료되지 않았음. 따라서 화학 제품 운반선 수주 모멘텀은 지속될 것. 이에 투자 의견 매수와 목표주가 80,000 원을 유지하며 업종 내 Top Pick 으로 제시함

4Q19 매출액 7,542 억원, 영업이익 306 억원 전망

동사의 4Q19 매출액은 7,542 억원, 영업이익은 306 억원을 전망함. 2019 년 수주 가이드를 76.5% 충족시키는데 그쳤지만, 연말 수주로 2020 년, 2021 년 매출액 리비전은 제한적이었음. 관건은 향후 수주 가시성임.

최악의 화학 시황이 담보하는 수주 모멘텀

SK 증권 리서치센터는 동사의 수주 모멘텀으로 북미 화학 생산 설비 증설을 지목한 바 있음. 실제로 북미의 PE 수출량은 사상 최대치를 경신함. 화학 제품 최대 수출 항구인 휴스턴항을 비롯해 휴스턴항의 대체항인 뉴올리언즈항, 찰스턴항, 사바나항 모두 최근 PE 수출량이 상당히 높아진 모습을 보여주고 있으며 2018 년 대비로는 2019 년에 모두 사상 최대치를 경신함. 뿐만 아니라 북미 ECC 에서 생산 가능한 에틸렌 유도품인 PE, PVC, EG, VC, MTBE, Ethylene, EDC 도 대부분 2018 년 대비 2019 년 11 월까지의 누적 수출량이 상당히 증가한 모습을 보이고 있음. 아직 북미 지역의 화학 제품 생산 설비 증설은 끝나지 않았기 때문에 북미의 화학 제품 수출량은 지속 증가할 것임. 이를 반영 하듯이 최근 PE 의 에틸렌 대비 스프레드는 최악 수준을 보여주고 있음.

투자의견 매수, 목표주가 80,000 원을 유지하며 업종 내 Top Pick 으로 제시

이러한 모멘텀은 대형 조선사들의 전략 선종들 업황의 변수로 작용하는 중국의 PNG 수입 증대 이슈에서 벗어나 있어 이와 별개의 안정적인 수주 모멘텀을 기대해볼 수 있음. 따라서 동사에 대한 투자의견 매수, 목표주가 80,000 원을 유지하며 업종 내 Top Pick 으로 제시함.

영업실적 및 투자지표

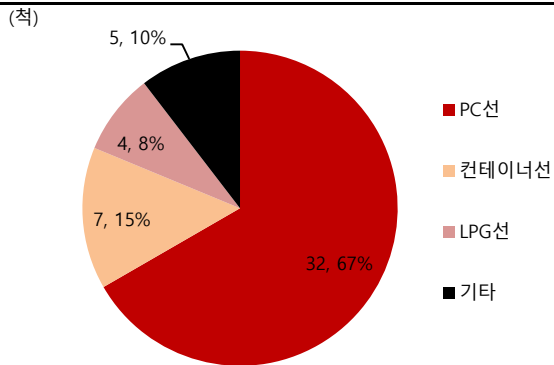
구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	3,446	2,453	2,403	3,022	3,128	3,574
yoy	%	-25.9	-28.8	-2.1	25.8	3.5	14.2
영업이익	십억원	191	108	71	112	141	195
yoy	%	187.0	-43.5	-34.3	58.6	25.0	38.7
EBITDA	십억원	243	159	118	178	204	262
세전이익	십억원	191	733	118	118	148	204
순이익(지배주주)	십억원	35	437	85	84	107	150
영업이익률%	%	5.5	4.4	3.0	3.7	4.5	5.5
EBITDA%	%	7.1	6.5	4.9	5.9	6.5	7.3
순이익률	%	1.2	18.1	5.0	3.0	3.6	4.4
EPS(계속사업)	원	3,642	13,852	1,308	2,107	2,682	3,764
PER	배	9.3	2.9	45.9	21.9	18.0	12.8
PBR	배	0.6	0.7	1.1	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	7.4	9.9	17.9	8.5	7.3	5.6
ROE	%	1.8	20.1	3.8	3.6	4.5	5.9
순차입금	십억원	315	-124	-342	-383	-493	-532
부채비율	%	308.5	255.7	49.5	55.5	54.2	55.7

현대미포조선 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
매출액	7,050	8,316	7,313	7,542	7,506	6,642	7,686	9,450	24,030	30,221	31,284
	YoY 29.3%	51.8%	25.6%	3.6%	6.5%	-20.1%	5.1%	25.3%	-2.1%	25.8%	3.5%
	QoQ -3.1%	18.0%	-12.1%	3.1%	-0.5%	-11.5%	15.7%	23.0%			
영업이익	262	319	237	306	331	296	347	431	709	1,124	1,405
영업이익률	3.7%	3.8%	3.2%	4.1%	4.4%	4.5%	4.5%	4.6%	3.0%	3.7%	4.5%
	YoY 13.9%	70.8%	10.2%	295.4%	26.5%	-7.2%	46.4%	40.7%	-34.3%	58.6%	25.0%
	QoQ 237.8%	22.0%	-25.8%	29.3%	8.1%	-10.5%	17.0%	24.3%			
세전이익	291	240	332	319	350	337	342	452	1,175	1,183	1,481
세전이익률	4.1%	2.9%	4.5%	4.2%	4.7%	5.1%	4.4%	4.8%	4.9%	3.9%	4.7%
순이익	239	189	245	235	269	259	262	348	1,207	909	1,138
순이익률	3.4%	2.3%	3.4%	3.1%	3.6%	3.9%	3.4%	3.7%	5.0%	3.0%	3.6%

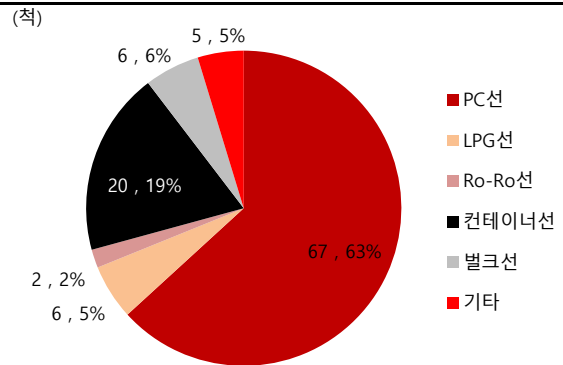
자료: 현대미포조선 SK 증권

2019년 1~11월 신규수주



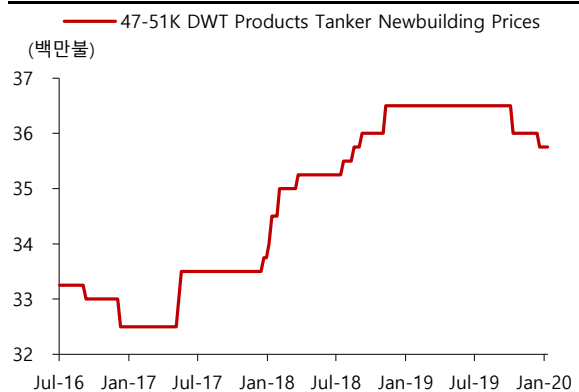
자료: 현대미포조선 SK 증권

2019년 11월 말 기준 수주잔고



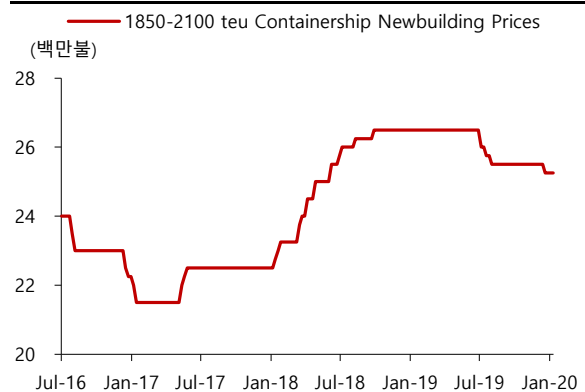
자료: 현대미포조선 SK 증권

PC 선의 신조선가 추이



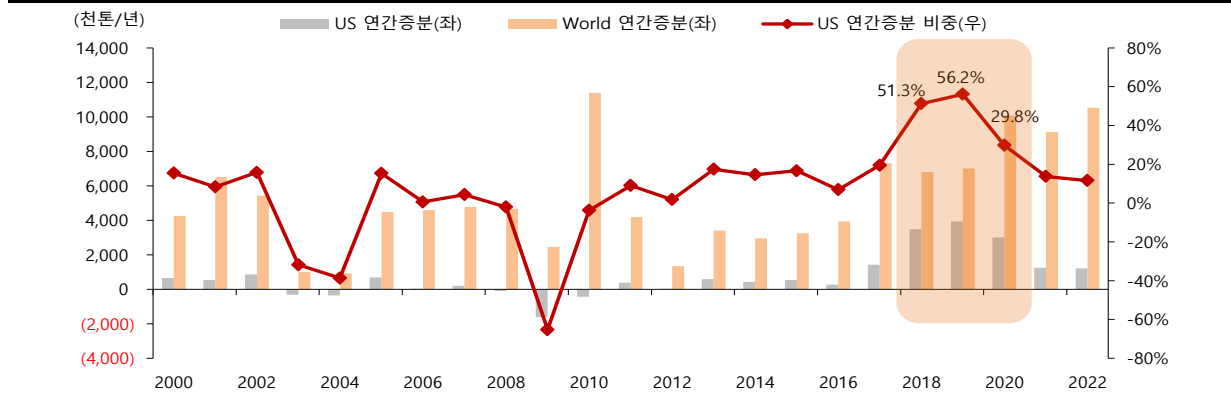
자료: Clarksons Research, SK 증권

Feeder 급 컨테이너선의 신조선가 추이



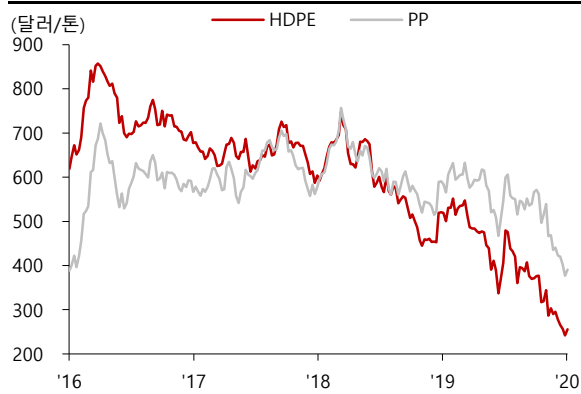
자료: Clarksons Research, SK 증권

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



자료: Industry data, SK 증권

최근 PE 와 PP 스프레드는 사상 최악 수준에 다다르고 있음



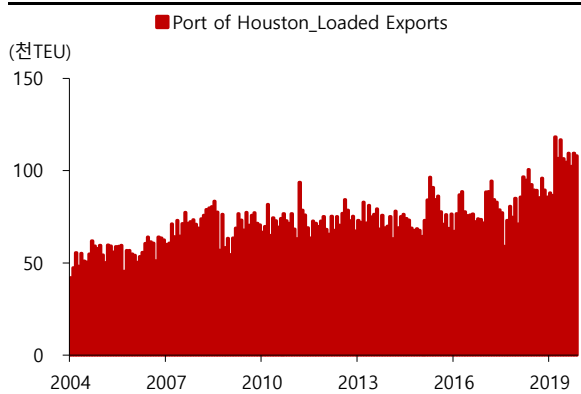
자료: Ciscem, SK 증권

PE 는 포장해서 컨테이너로 운반함



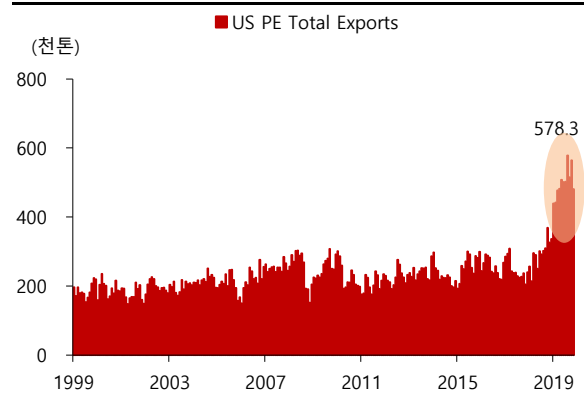
자료: NIER Systems, SK 증권

휴스턴항의 컨테이너 수출량 추이



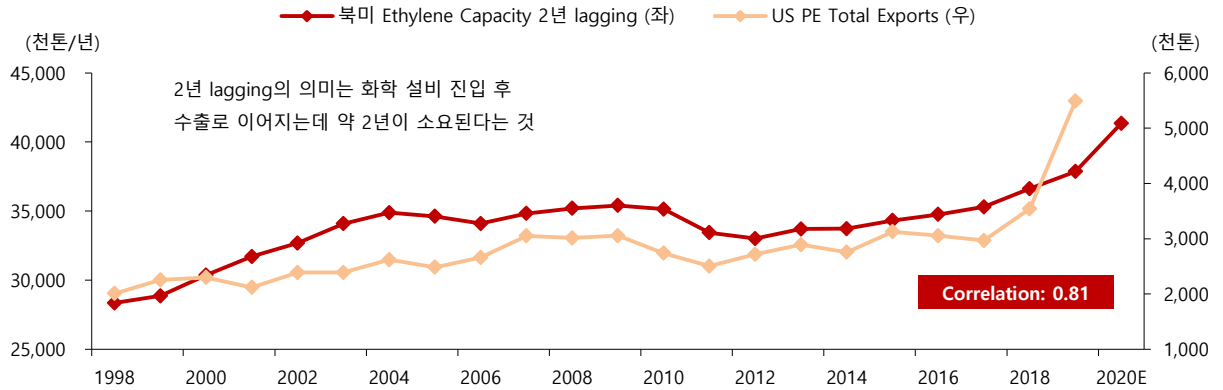
자료: Port of Houston Authority, SK 증권
주: 2019 년 11 월까지임

미국 PE 수출량



자료: USITC, SK 증권
주: 2019 년 11 월까지임

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



자료: Industry data, USITC, SK 증권

주 1: 미국 PE 수출량은 HDPE, LDPE, LLDPE, MDPE 합산 기준임

주 2: 2019 년은 11 월까지임

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

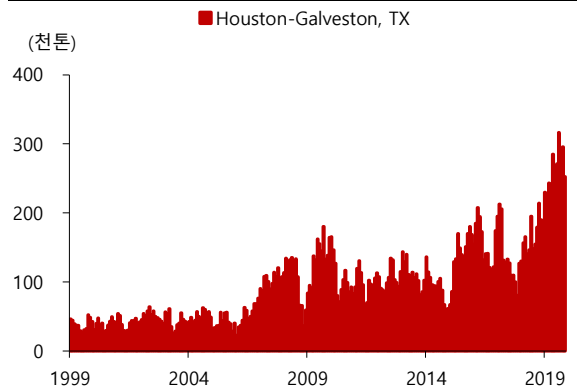
주: Draft depth 는 배가 물 속에 잠기는 깊이를 나타내는 선박용어

Houston의 대체항들은 소형 항구이기에 Feeder 급 컨테이너선 필요



자료: SK 증권

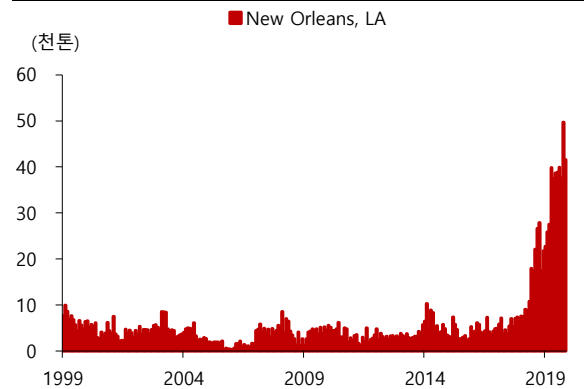
Houston 항의 PE 수출량 추이



자료: USITC, SK 증권

주: 2019 년 11 월까지임

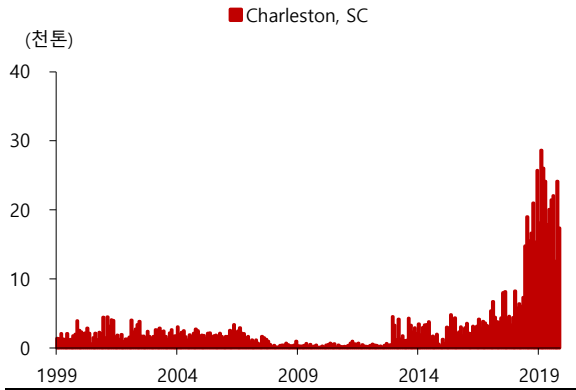
New Orleans 항 PE 수출량 추이



자료: USITC, SK 증권

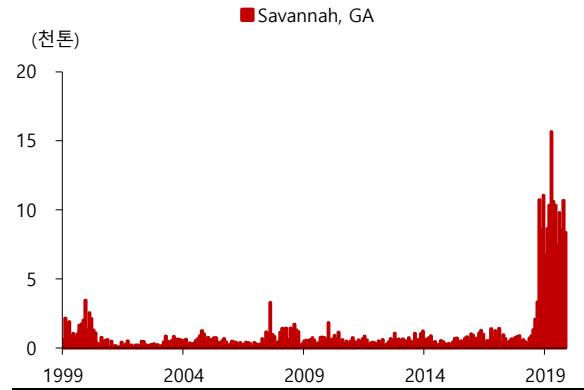
주: 2019 년 11 월까지임

Charleston 항의 PE 수출량 추이



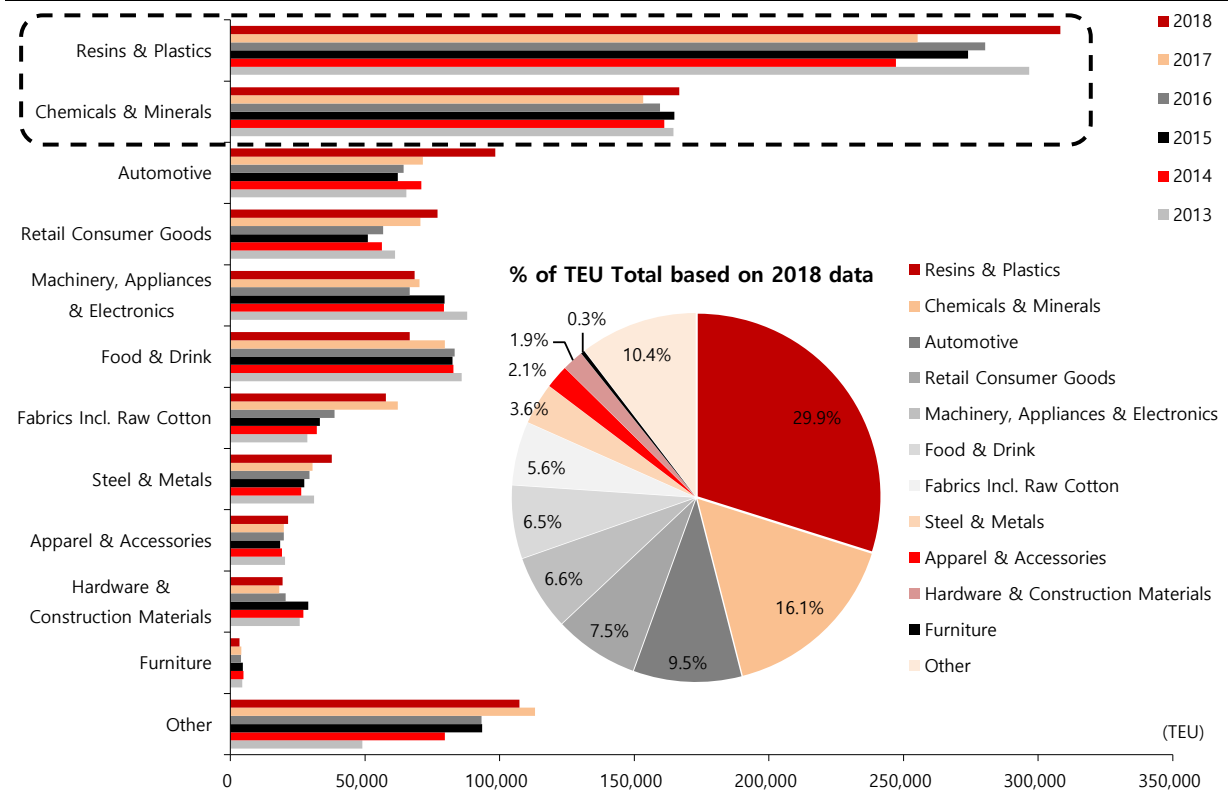
자료: USITC, SK 증권
주: 2019년 11월까지임

Savannah 항의 PE 수출량 추이



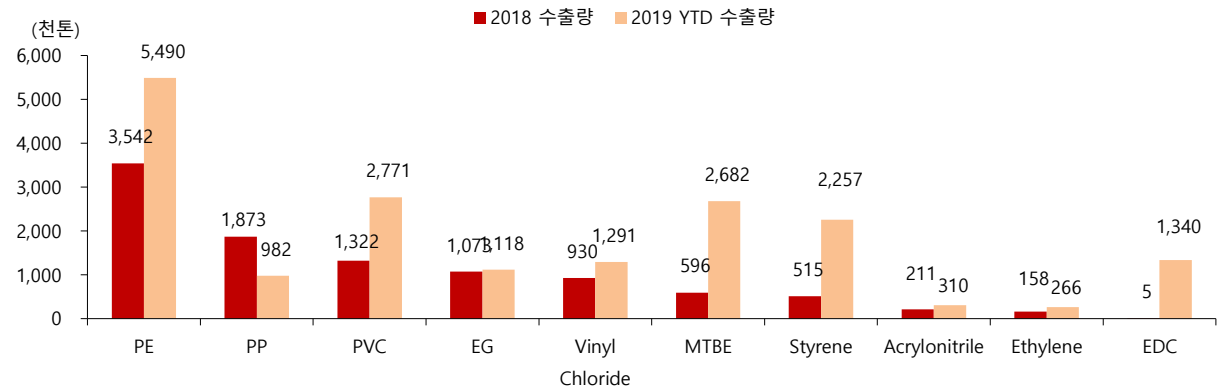
자료: USITC, SK 증권
주: 2019년 11월까지임

Houston 항의 컨테이너 수출 품목 중 화학제품은 46%에 달함



자료: Journal of Commerce PIERS data, SK 증권

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



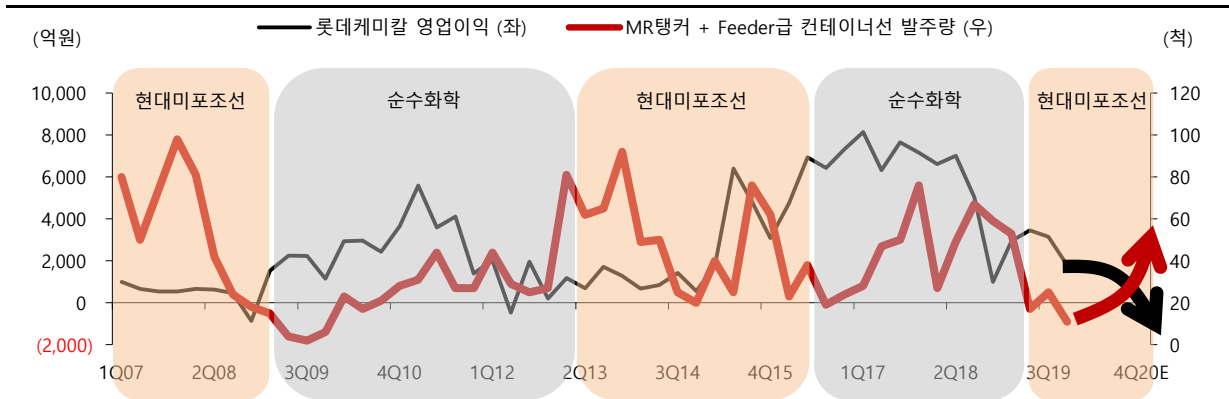
자료: USITC, SK 증권
 주: 2019 YTD는 1~11월 합산임

공교롭게도 이 제품들 대부분이 현대미포조선이 주력으로 수출하는 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
 주 1: 형태는 상온 기준임
 주 2: Ethylene 같은 경우는 LEG 선이라는 가스선으로 운반함

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



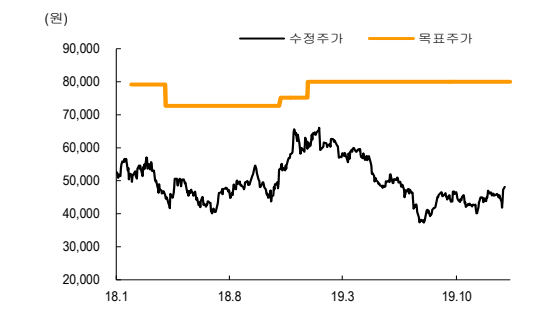
자료: Clarksons Research, DataGuide, SK 증권

현대미포조선 목표 주가 산출

	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
BPS(원)	58,844	59,425	60,096	60,768	61,639
Target BPS(원)	60,482				
Target PBR(배)	1.3				
목표 주가(원)	80,000				
현재 주가(원)	47,300				
상승 여력	69%				

자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.01.15	매수	80,000원	6개월		
2019.10.08	매수	80,000원	6개월	-37.58%	-17.38%
2019.07.26	매수	80,000원	6개월	-35.07%	-17.38%
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%



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 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	6,776	1,801	2,098	2,258	2,511
현금및현금성자산	562	280	519	629	668
매출채권및기타채권	843	65	82	85	97
재고자산	96	160	201	208	238
비유동자산	1,543	1,662	1,613	1,609	1,647
장기금융자산	292	21	19	19	19
유형자산	1,090	1,519	1,515	1,501	1,534
무형자산	3	3	3	3	2
자산총계	8,319	3,464	3,710	3,867	4,158
유동부채	5,905	1,076	1,230	1,264	1,408
단기금융부채	479	302	257	257	257
매입채무 및 기타채무	821	269	338	350	400
단기충당부채	0	72	91	94	108
비유동부채	76	70	93	95	79
장기금융부채	5	5	9	9	9
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	49	46	58	72	57
부채총계	5,980	1,147	1,323	1,359	1,487
지배주주지분	2,217	2,290	2,350	2,462	2,617
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	1,873	1,980	2,130
비지배주주지분	122	28	37	46	55
자본총계	2,339	2,317	2,387	2,508	2,671
부채외자본총계	8,319	3,464	3,710	3,867	4,158

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	-318	-178	145	160	138
당기순이익(손실)	445	121	91	114	157
비현금성항목등	-263	22	93	91	105
유형자산감가상각비	50	46	66	64	67
무형자산감가상각비	1	0	0	0	0
기타	-320	-82	-18	0	0
운전자본감소(증가)	-476	-290	-54	-10	-77
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-35	158	-15	-3	-12
재고자산감소(증가)	63	-62	-38	-7	-30
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	106	-20	40	12	50
기타	-610	-365	-42	-12	-85
법인세납부	-24	-31	16	-34	-47
투자활동현금흐름	1,045	148	237	-39	-87
금융자산감소(증가)	1,035	84	271	0	0
유형자산감소(증가)	-63	-476	-47	-50	-100
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0	0
기타	74	540	13	11	13
재무활동현금흐름	-870	-260	-144	-11	-11
단기금융부채증가(감소)	-804	-205	-101	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	-1	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	-28	0	0
기타	-66	-55	-14	-11	-11
현금의 증가(감소)	-242	-282	239	110	40
기초현금	804	562	280	519	629
기말현금	562	280	519	629	668
FCF	-81	-587	13	111	40

자료 : 현대미포조선, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	2,453	2,403	3,022	3,128	3,574
매출원가	2,245	2,232	2,816	2,871	3,245
매출총이익	209	172	206	257	329
매출총이익률 (%)	8.5	7.1	6.8	8.2	9.2
판매비와관리비	101	101	94	117	134
영업이익	108	71	112	141	195
영업이익률 (%)	4.4	3.0	3.7	4.5	5.5
비영업손익	625	47	6	8	9
순금융비용	22	6	2	0	-2
외환관련손익	-25	5	8	8	8
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	733	118	118	148	204
세전계속사업이익률 (%)	29.9	4.9	3.9	4.7	5.7
계속사업법인세	172	30	27	34	47
계속사업이익	562	88	91	114	157
중단사업이익	-116	33	0	0	0
*법인세효과	-167	29	0	0	0
당기순이익	445	121	91	114	157
순이익률 (%)	18.1	5.0	3.0	3.6	4.4
지배주주	437	85	84	107	150
지배주주귀속 순이익률(%)	17.81	3.54	2.79	3.42	4.21
비지배주주	8	36	7	7	7
총포괄이익	81	112	98	121	164
지배주주	74	76	89	112	155
비지배주주	7	36	9	9	9
EBITDA	159	118	178	204	262

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	-28.8	-2.1	25.8	3.5	14.2
영업이익	-43.5	-34.3	58.6	25.0	38.7
세전계속사업이익	284.0	-84.0	0.6	25.2	38.0
EBITDA	-34.6	-26.1	51.6	14.7	28.2
EPS(계속사업)	280.3	-90.6	61.1	27.2	40.4
수익성 (%)					
ROE	20.1	3.8	3.6	4.5	5.9
ROA	5.1	2.1	2.5	3.0	3.9
EBITDA마진	6.5	4.9	5.9	6.5	7.3
안정성 (%)					
유동비율	114.8	167.4	170.5	178.6	178.4
부채비율	255.7	49.5	55.5	54.2	55.7
순차입금/자기자본	-5.3	-14.8	-16.1	-19.7	-19.9
EBITDA/이자비용(배)	5.6	7.0	13.7	18.2	23.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	13,852	1,308	2,107	2,682	3,764
BPS	55,500	57,322	58,844	61,639	65,516
CFPS	12,222	3,298	3,758	4,283	5,445
주당 현금배당금	0	700	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	4.3	50.2	31.4	18.0	12.8
PER(최저)	2.1	30.6	17.7	15.6	11.1
PBR(최고)	1.1	1.1	1.1	0.8	0.7
PBR(최저)	0.5	0.7	0.6	0.7	0.6
PCR	3.2	18.2	12.3	11.2	8.8
EV/EBITDA(최고)	15.1	19.8	13.0	7.3	5.6
EV/EBITDA(최저)	7.3	11.1	6.6	6.1	4.7