

SK COMPANY Analysis



Analyst

유승우

yswbest@sk.com

02-3773-9180

Company Data

자본금	541 십억원
발행주식수	10,721 만주
자사주	2 만주
액면가	5,000 원
시가총액	2,916 십억원
주요주주	
한국산업은행(외6)	67.90%
BlackRock	
Institutional Trust	5.57%
Company, NA.(외12)	
외국인지분률	12.40%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(20/01/14)	27,050 원
KOSPI	2238.88 pt
52주 Beta	1.30
52주 최고가	37,000 원
52주 최저가	23,950 원
60일 평균 거래대금	3 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-3.4%	-5.9%
6개월	-14.2%	-19.7%
12개월	-14.2%	-20.1%

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

[4Q19 Preview] 2020 년 감익 속도가 너무 빠르다

동사의 4Q19 매출액은 1 조 5,480 억원, 영업이익은 810 억원으로 전망됨. 과거 수주한 고선가 LNG 캐리어 인도가 끝나감에 따라 감익 속도가 가팔라질 것임. 특히 2020 년에는 인도량이 많이 하락하며, 특히 LNG 캐리어 인도량이 선가 하락기 물량으로 믹스가 악화됨. 또한 피인수 관련 기업결합심사국들의 의견에 따라 주가 변동성이 큰 상황. 이에 투자 의견 중립과 목표주가 30,000 원을 유지함

4Q19 매출액 1 조 5,480 억원, 영업이익 810 억원 전망

동사의 4Q19 매출액은 1 조 5,480 억원, 영업이익은 810 억원으로 전망됨. 2018 년에는 2014~2015 년도에 수주한 쇄빙 LNG 캐리어를 비롯한 고선가 구간의 LNG 캐리어 20 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 18 척으로 줄고 저부가선종인 탱커도 19 척이나 인도됨. 특히 인도된 LNG 캐리어 18 척 중 선가 하락기인 2016~2017 년 수주분도 각각 2 척이 섞여 연간 감익이 확실시되는 상황임.

2020 년 감익 속도는 더 빠름

문제는 이러한 감익은 2020 년에 조금 더 가속화된다는 점임. 2020 년에는 인도량 자체가 2019 년 대비 감소함. LNG 캐리어는 2019 년 18 척에서 2020 년 11 척으로, 컨테이너선은 2019 년 6 척에서 2020 년 7 척으로, 탱커는 2019 년 19 척에서 2020 년 10 척으로 줄어듦. 특히 LNG 캐리어 인도량 11 척은 선가 하락기였던 2016 년 수주분 1 척, 2017 년 수주분 2 척, 2018 년 수주분 8 척이 섞여 믹스가 상당히 악화됨

투자의견 중립, 목표주가 30,000 원 유지

이렇게 동사는 잔고 하락과 감익 기조가 확실함. 아울러 한국조선해양으로의 피인수 작업도 진행중인데 EU 를 비롯한 기업결합 심사국들의 의견에 따른 주가 변동성이 큰 주식이라는 판단임. 이에 투자의견 중립과 목표주가 30,000 원을 유지함

영업실적 및 투자지표

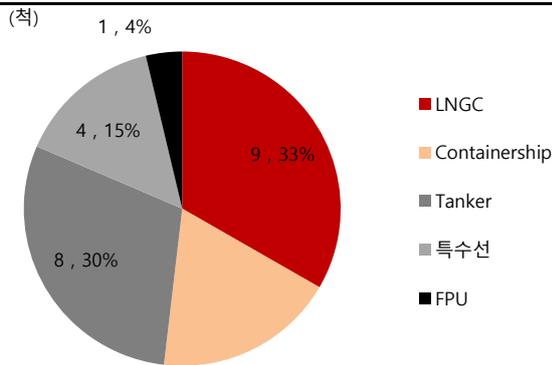
구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	12,819	11,102	9,644	7,718	7,523	8,822
yoy	%	-17.0	-13.4	-13.1	-20.0	-2.5	17.3
영업이익	십억원	-1,531	733	1,025	219	77	106
yoy	%	적지	흑전	39.8	-78.6	-65.1	38.7
EBITDA	십억원	-1,326	885	1,160	381	241	265
세전이익	십억원	-1,962	1,189	368	30	17	55
순이익(지배주주)	십억원	-2,734	621	345	34	13	42
영업이익률%	%	-11.9	6.6	10.6	2.8	1.0	1.2
EBITDA%	%	-10.4	8.0	12.0	4.9	3.2	3.0
순이익률	%	-21.8	5.8	3.3	0.4	0.2	0.5
EPS(계속사업)	원	-126,806	7,457	3,219	314	122	393
PER	배	N/A	1.9	10.6	88.6	222.2	69.3
PBR	배	2.9	0.4	1.0	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	배	-6.0	5.4	5.8	12.6	18.8	18.4
ROE	%	-279.6	28.1	9.5	0.9	0.3	1.1
순차입금	십억원	6,779	3,440	2,811	1,710	1,531	1,861
부채비율	%	2,184.7	282.8	210.4	160.5	163.3	183.6

대우조선해양 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
매출액		2,072	2,150.4	1,948	1,548	1,491	1,842	1,944	2,246	9,644	7,718	7,523
	YoY	-8.2%	-7.5%	-11.4%	-46.0%	-28.0%	-14.3%	-0.2%	45.1%	-13.1%	-20.0%	-2.5%
	QoQ	-27.7%	3.8%	-9.4%	-20.5%	-3.7%	23.5%	5.5%	15.5%			
영업이익		200	195	(256)	81	13	27	17	21	1,025	219	77
영업이익률		9.6%	9.1%	-13.2%	5.3%	0.8%	1.5%	0.9%	0.9%	10.6%	2.8%	1.0%
	YoY	-33.2%	-15.1%	적전	-74.6%	-93.7%	-86.2%	흑전	-74.7%	39.8%	-78.6%	-65.1%
	QoQ	-37.6%	-2.4%	적전	흑전	-84.5%	113.3%	-38.3%	24.1%			
세전이익		196	146	(298)	(14)	(15)	16	6	10	368	30	17
세전이익률		9.5%	6.8%	-15.3%	-0.9%	-1.0%	0.9%	0.3%	0.4%	3.8%	0.4%	0.2%
순이익		195	145	(296)	(11)	(11)	12	4	7	320	33	13
순이익률		9.4%	6.8%	-15.2%	-0.7%	-0.8%	0.7%	0.2%	0.3%	3.3%	0.4%	0.2%

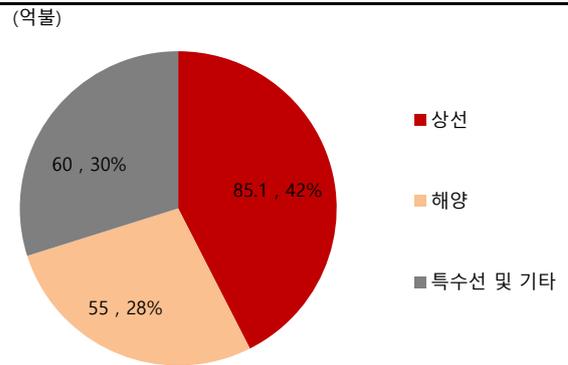
자료: 대우조선해양, SK 증권

2019년 1~11월 신규수주



자료: 대우조선해양, SK 증권

2019년 11월 말 기준 수주잔고



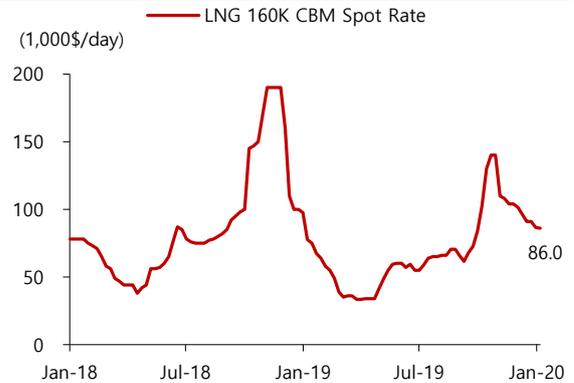
자료: 대우조선해양, SK 증권

아시아 LNG 스팟 가격 추이



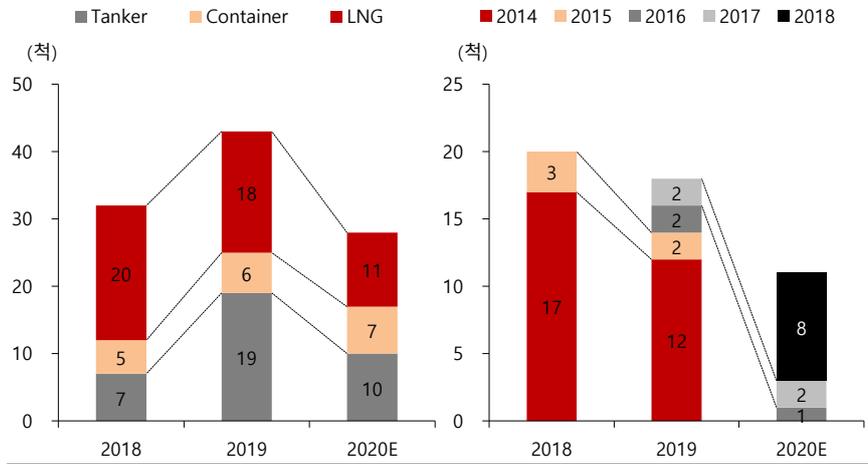
자료: Reuters, SK 증권

160K CBM LNG 캐리어 스팟 운임



자료: Clarksons Research, SK 증권

대우조선해양의 인도 선종 믹스 변화



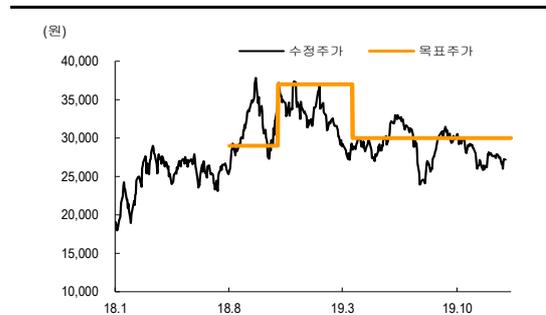
자료: Clarksons Research, SK 증권

대우조선해양 목표 주가 산출

	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
BPS(원)	35,779	35,731	35,856	35,884	35,545
Target BPS(원)	35,754				
Target PBR(배)	0.8				
목표 주가(원)	30,000				
현재 주가(원)	27,050				
상승 여력	11%				

자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.01.15	중립	30,000원	6개월		
2019.10.08	중립	30,000원	6개월	-3.72%	10.00%
2019.07.08	중립	30,000원	6개월	-2.28%	10.00%
2019.04.03	중립	30,000원	6개월	-0.32%	10.00%
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 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 (2020년 1월 14일 기준)

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

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	6,651	7,350	5,425	5,560	6,426
현금및현금성자산	206	351	1,387	1,617	1,856
매출채권및기타채권	4,507	707	382	372	436
재고자산	743	1,346	727	709	831
비유동자산	4,795	4,568	4,565	4,473	4,394
장기금융자산	597	480	583	583	583
유형자산	4,003	3,823	3,812	3,699	3,642
무형자산	37	40	45	48	50
자산총계	11,447	11,919	9,990	10,033	10,820
유동부채	6,143	5,357	3,612	3,532	4,183
단기금융부채	2,588	1,716	1,645	1,615	1,935
매입채무 및 기타채무	3,334	891	481	469	550
단기충당부채	0	559	302	294	345
비유동부채	2,313	2,722	2,542	2,691	2,822
장기금융부채	1,272	1,548	1,771	1,851	2,101
장기매입채무 및 기타채무	122	66	39	39	39
장기충당부채	718	882	476	555	446
부채총계	8,456	8,078	6,154	6,223	7,005
지배주주지분	3,393	3,840	3,836	3,811	3,816
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	683	696	738
비지배주주지분	-403	0	0	-1	-1
자본총계	2,991	3,840	3,836	3,811	3,815
부채외자본총계	11,447	11,919	9,990	10,033	10,820

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	-882	817	1,700	341	-127
당기순이익(손실)	646	320	33	13	42
비현금성항목등	1,454	606	479	228	223
유형자산감가상각비	149	134	160	162	157
무형자산감가상각비	3	1	1	1	2
기타	489	-230	152	0	0
운전자본감소(증가)	-2,988	-113	1,172	104	-379
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-261	-94	351	10	-64
재고자산감소(증가)	318	-74	580	18	-122
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-2,834	-38	-443	-12	81
기타	-211	93	684	89	-273
법인세납부	6	4	15	-4	-13
투자활동현금흐름	49	6	-191	31	-8
금융자산감소(증가)	-81	60	-159	0	0
유형자산감소(증가)	-83	-145	-117	-50	-100
무형자산감소(증가)	-7	-4	-4	-4	-4
기타	220	96	89	85	97
재무활동현금흐름	824	-678	-476	-143	375
단기금융부채증가(감소)	951	-548	-391	-30	320
장기금융부채증가(감소)	54	-18	62	80	250
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-181	-112	-146	-193	-195
현금의 증가(감소)	-18	145	1,036	229	240
기초현금	224	206	351	1,387	1,617
기말현금	206	351	1,387	1,617	1,856
FCF	-516	251	1,386	272	-244

자료 : 대우조선해양, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	11,102	9,644	7,718	7,523	8,822
매출원가	9,558	8,893	7,338	7,222	8,469
매출총이익	1,544	752	380	301	353
매출총이익률 (%)	13.9	7.8	4.9	4.0	4.0
판매비와관리비	811	273	160	224	247
영업이익	733	1,025	219	77	106
영업이익률 (%)	6.6	10.6	2.8	1.0	1.2
비영업손익	456	-657	-190	-60	-51
순금융비용	29	121	88	107	99
외환관련손익	-66	14	48	48	48
관계기업투자등 관련손익	-167	-498	-1	0	0
세전계속사업이익	1,189	368	30	17	55
세전계속사업이익률 (%)	10.7	3.8	0.4	0.2	0.6
계속사업법인세	543	48	-4	4	13
계속사업이익	646	320	33	13	42
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	646	320	33	13	42
순이익률 (%)	5.8	3.3	0.4	0.2	0.5
지배주주	621	345	34	13	42
지배주주귀속 순이익률(%)	5.6	3.57	0.44	0.17	0.48
비지배주주	24	-25	0	0	0
총포괄이익	557	300	-5	-25	4
지배주주	527	332	-4	-25	4
비지배주주	30	-33	0	0	0
EBITDA	885	1,160	381	241	265

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	-13.4	-13.1	-20.0	-2.5	17.3
영업이익	흑전	39.8	-78.6	-65.1	38.7
세전계속사업이익	흑전	-69.1	-91.9	-43.2	225.0
EBITDA	흑전	31.1	-67.2	-36.8	10.1
EPS(계속사업)	흑전	-56.8	-90.2	-61.1	220.9
수익성 (%)					
ROE	28.1	9.5	0.9	0.3	1.1
ROA	4.9	2.7	0.3	0.1	0.4
EBITDA마진	8.0	12.0	4.9	3.2	3.0
안정성 (%)					
유동비율	108.3	137.2	150.2	157.4	153.6
부채비율	282.8	210.4	160.5	163.3	183.6
순차입금/자기자본	115.0	73.2	44.6	40.2	48.8
EBITDA/이자비용(배)	19.0	6.4	2.1	1.3	1.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	7,457	3,219	314	122	393
BPS	31,816	35,821	35,782	35,551	35,590
CFPS	9,286	4,485	1,817	1,652	1,872
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	6.0	11.8	117.7	224.7	70.0
PER(최저)	1.9	4.8	76.2	212.4	66.2
PBR(최고)	1.4	1.1	1.0	0.8	0.8
PBR(최저)	0.4	0.4	0.7	0.7	0.7
PCR	1.5	7.6	15.3	16.5	14.5
EV/EBITDA(최고)	9.0	6.1	15.1	19.0	18.5
EV/EBITDA(최저)	4.8	4.0	11.5	18.3	17.9