

SK COMPANY Analysis



Analyst

유승우

yswbest@sksec.co.kr

02-3773-9180

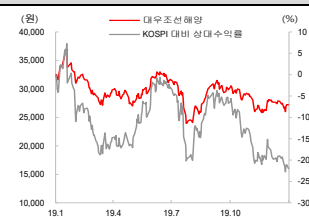
Company Data

| | |
|---|-----------|
| 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 Company, NA.(외12) | 5.57% |
| 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 쇠빙 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

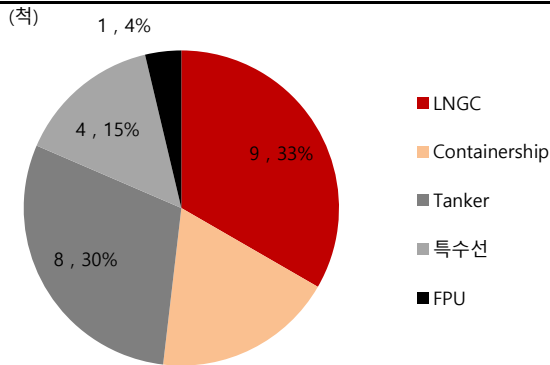
| 구분 | 단위 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|-----|----------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 십억원 | 12,819 | 11,102 | 9,644 | 7,718 | 7,523 | 8,822 |
| yoy | % | -17.0 | -13.4 | -13.1 | -20.0 | -2.5 | 17.3 |
| 영업이익 | 십억원 | -1,531 | 733 | 1,025 | 219 | 77 | 106 |
| 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% |

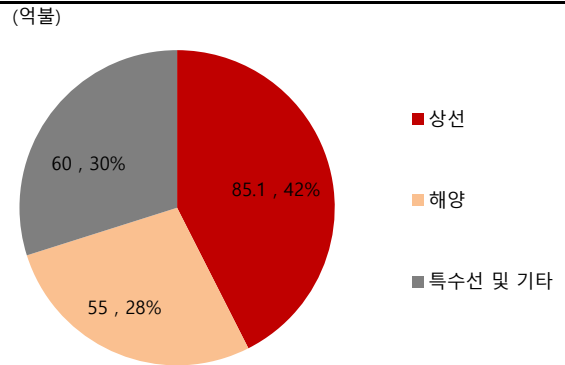
자료: 대우조선해양, SK 증권

2019년 1~11월 신규수주



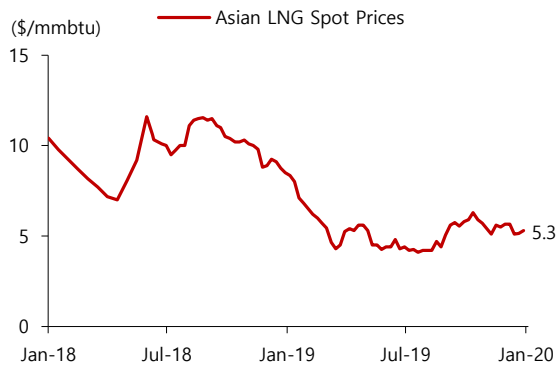
자료: 대우조선해양, SK 증권

2019년 11월 말 기준 수주잔고



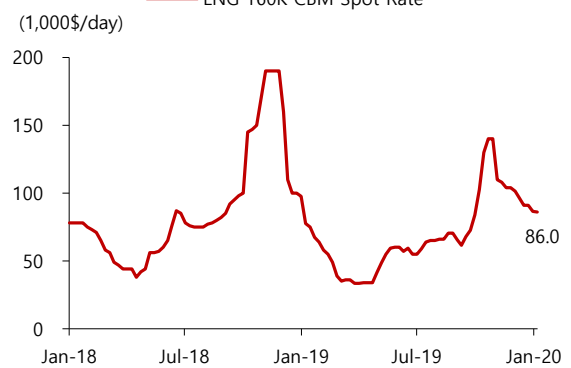
자료: 대우조선해양, SK 증권

아시아 LNG 스팟 가격 추이



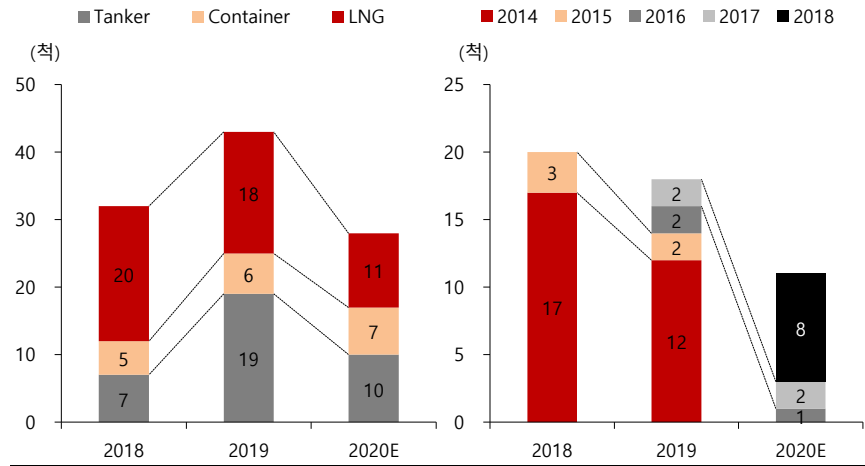
자료: Reuters, SK 증권

160K CBM LNG 캐리어 스팟 운임



자료: Clarksons Research, SK 증권

대우조선해양의 인도 선종 믹스 변화



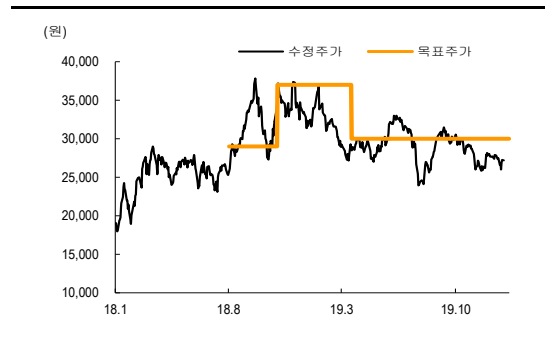
자료: Clarksons Research, SK 증권

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 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 (2020 년 1 월 14 일 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 |