

SK COMPANY Analysis



Analyst
손지우
jwshon@sk.com
02-3773-8872



R.A.
유승우
yswbest@sk.com
02-3773-9180

Company Data

자본금	19,506 억원
발행주식수	39,011 만주
자사주	2,596 만주
액면가	5,000 원
시가총액	48,555 억원
주요주주	
삼성전자(주)(외7)	23.22%
삼성중공업 자사주	6.65%
외국인지분률	20.10%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(17/07/02)	12,450 원
KOSPI	2391.79 pt
52주 Beta	0.80
52주 최고가	13,600 원
52주 최저가	7,690 원
60일 평균 거래대금	336 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	1.2%	-0.7%
6개월	34.6%	14.0%
12개월	56.6%	29.0%

삼성중공업 (010140/KS | 매수(재개) | T.P 15,000 원(재개))

해양플랜트 수주 지속 여부가 관건

2017 년의 시작과 함께 Maddog2 FPU 를 수주한 동사는 최근 모잠비크 코랄 FLNG 까지 수주하며 해양플랜트 사업으로 꾸준히 수익을 기록할 수 있음을 보여주었음. 그러나 글로벌 저유가 기조가 이어지고 있으며 LNG 산업 역시 부침을 겪을 것으로 판단됨. 따라서 해양플랜트와 LNG 탱커 수주가 지속될 지는 지켜봐야 한다는 점이 주가 상승폭을 제한할 것으로 보임. 이에 목표주가 15,000 원, 투자이견 매수로 커버리지 재개.

모잠비크 코랄 FLNG 계약 체결로 해양플랜트 사업 순항

동사의 주가는 LNG 탱커 수주량과 해양플랜트 수주량이 가장 중요함. LNG 탱커와 해양플랜트 수주량과 동사 주가 추이의 상관관계는 무려 0.73 으로 산출되기 때문임. 따라서 연초 Maddog2 FPU 를 12.7 억불에 수주한 것에 이어 금번 25 억불 상당의 모잠비크 코랄 FLNG 수주 계약은 동사 주가에 호재로 작용할 수 있음.

저유가 기조와 남쪽나라 LNG 의 위기는 주가 상승폭을 제한할 것

SK 증권 리서치센터는 2014 년 유가 보고서 이후 장기 저유가 의견을 유지하고 있음. 2017 년 2 월 27 일 발간한 Global New Energy Roadmap Episode I 에서는 중국의 PNG 수입 확대와 미국의 공격적인 LNG 수출 개시로 남쪽 나라의 LNG 프로젝트들이 위기를 맞을 것임을 제시한 바 있음. 저유가로 인해 원유 시추 설비 발주는 어려우며, 글로벌 3 대 LNG 수입국 중 하나인 중국이 PNG 로 선회하고 있다는 점에서 남쪽 나라의 LNG 생산 프로젝트에 적신호가 켜졌다는 판단. 게다가 트럼프 정부의 공격적인 에너지 수출 정책에 따라 미국산 LNG 가 유럽뿐만 아니라 한국과 일본으로도 유입됨.

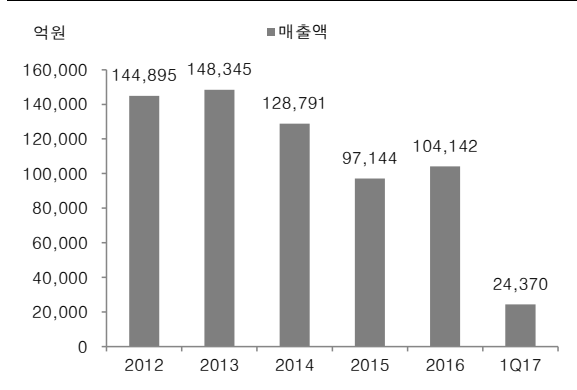
목표주가 15,000 원, 투자이견 매수로 커버리지 재개

밸류에이션은 업종 PBR 대비 할인을 주어 Target PBR 0.94 를 적용해 목표주가 15,000 원으로 커버리지 재개. 동사의 코랄 FLNG 수주와 별개로 현재 논의중인 해양플랜트 사업의 실제 이행 가능성을 검토해봐야 함. 아울러 LNG 탱커 역시 슈퍼 공급 과잉 국면에 접어들어 추가적인 발주가 어렵다는 판단.

영업실적 및 투자지표

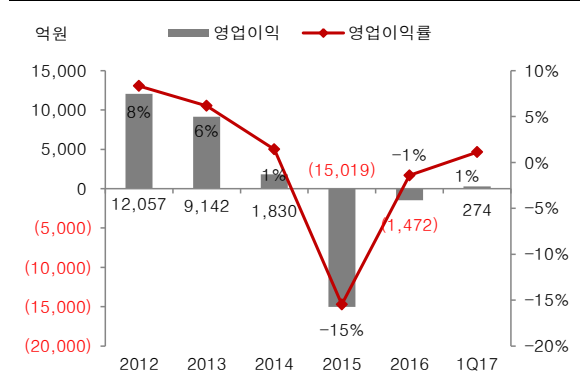
구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	128,791	97,144	104,142	81,253	68,077	68,430
yoy	%	-13.2	-24.6	7.2	-22.0	-16.2	0.5
영업이익	억원	1,830	-15,019	-1,472	1,313	2,845	2,288
yoy	%	-80.0	적전	적지	흑전	116.7	-19.6
EBITDA	억원	4,672	-11,982	1,697	4,620	7,476	6,977
세전이익	억원	1,898	-14,618	-689	1,722	3,254	2,692
순이익(지배주주)	억원	1,492	-12,054	-1,212	1,514	2,461	2,036
영업이익률%	%	1.4	-15.5	-1.4	1.6	4.2	3.3
EBITDA%	%	3.6	-12.3	1.6	5.7	11.0	10.2
순이익률	%	1.1	-12.5	-1.3	1.9	3.6	3.0
EPS	원	588	-4,751	-448	388	631	522
PER	배	29.4	N/A	N/A	32.1	19.7	23.9
PBR	배	0.8	0.6	0.6	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	17.1	-5.2	45.2	19.1	11.8	13.4
ROE	%	2.6	-24.7	-2.3	2.4	3.8	3.1
순차입금	억원	32,527	34,950	39,391	38,488	38,514	43,381
부채비율	%	207.2	305.6	174.4	153.2	141.5	144.7

삼성중공업 매출액 추이



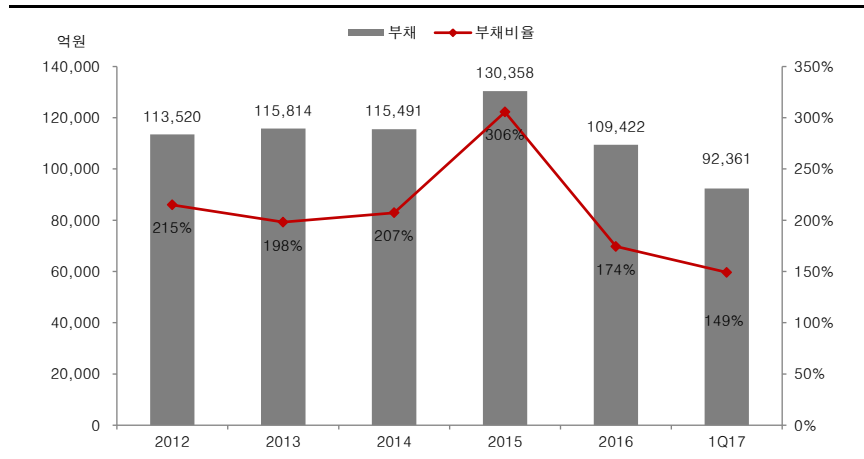
자료: 삼성중공업 SK 증권

적자공사 공사손실충당금 설정으로 2015년 적자 이후 돌아서는 중



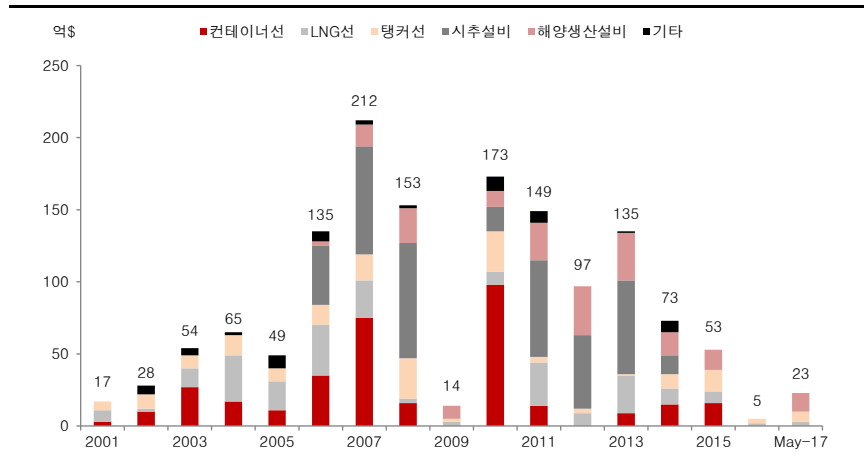
자료: 삼성중공업 SK 증권

회사채 0.4조원 등 차입금 상환에 따른 부채비율 하락



자료: 삼성중공업 SK 증권

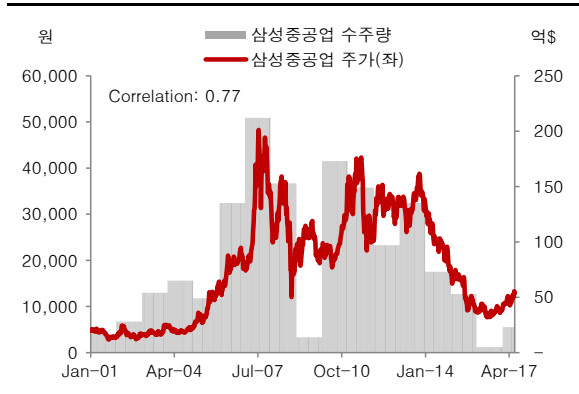
삼성중공업의 연도별 신규수주 추이



자료: 삼성중공업 SK 증권

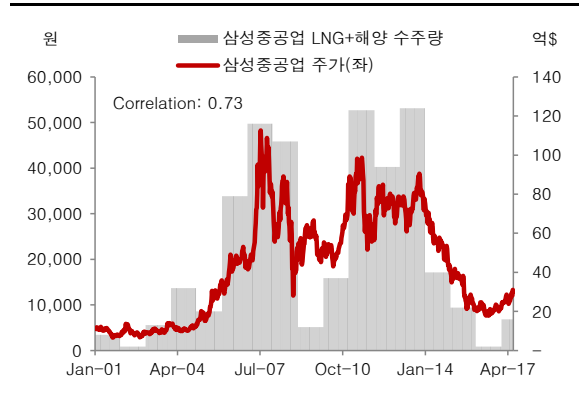
전체 수주량 중에서 천연가스 생산과 관련되어 있는 LNG 탱커와 해양플랜트 수주량만 추출해 주가와 비교해 보면 동사는 0.73의 높은 상관관계를 보였다. 즉, 삼성중공업은 향후 LNG 탱커와 해양플랜트의 수주가 받쳐주지 않는다면, 주가 상승은 제한된다는 것이다. 2001년부터 2017년 5월까지 삼성중공업의 연간 수주량에서 LNG 탱커와 해양플랜트 수주량이 평균적으로 약 55%를 차지했다는 점을 감안하면 납득할 수 있는 주가 추이이다.

삼성중공업의 주가는 수주량과 동행함



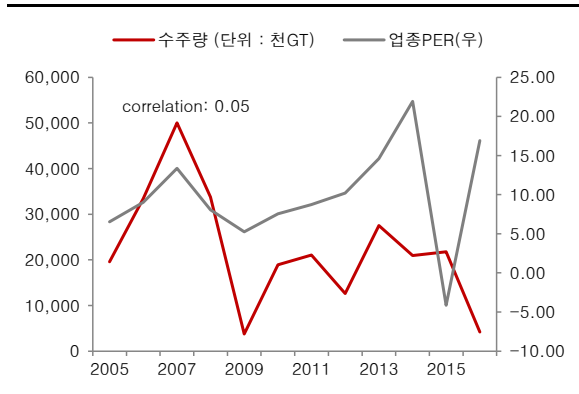
자료: FnGuide, 삼성중공업, SK 증권

그 중 LNG 탱커와 해양플랜트 수주량이 가장 주요함



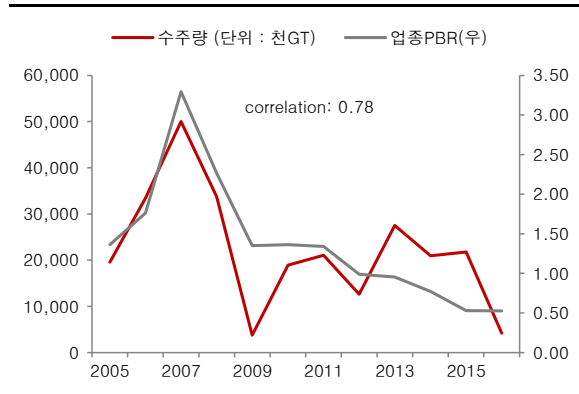
자료: FnGuide, Clarksons Research, 삼성중공업, SK 증권

조선업종 PER은 수주량과 동행하지 않음



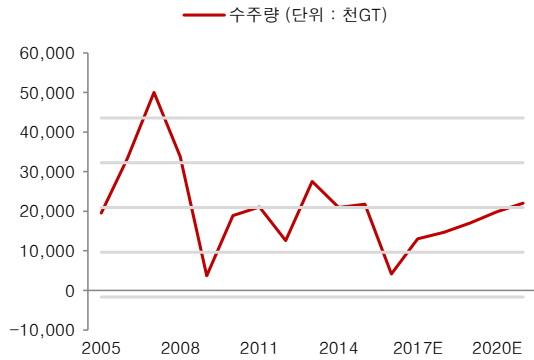
자료: FnGuide, 현대중공업, 현대미포조선, 삼성중공업, SK 증권

조선업종 PBR은 수주량과 동행함



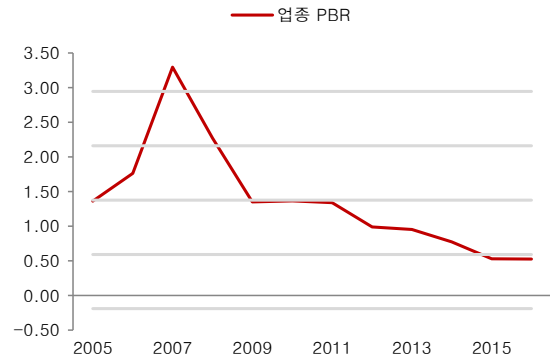
자료: FnGuide, 현대중공업, 현대미포조선, 삼성중공업, SK 증권

수주량 전망치의 시그마(σ) 수준에 따라 표준화 작업으로



자료: Clarksons Research, 현대중공업, 현대미포조선, 삼성중공업, SK 증권
 주: 그래프에서 눈금선은 밑에서부터 -2 σ , -1 σ , 평균, +1 σ , +2 σ 를 의미

적정 업종 PBR 수준을 파악할 수 있음



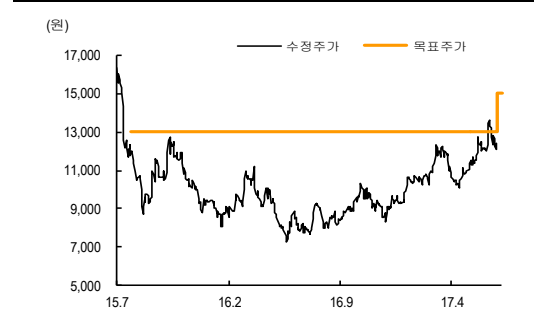
자료: FnGuide, SK 증권
 주: 그래프에서 눈금선은 밑에서부터 -2 σ , -1 σ , 평균, +1 σ , +2 σ 를 의미

조선업종의 PBR 은 각 사의 수주량 추이와 0.78 의 높은 상관관계를 보인다. 따라서 연도별 수주량 및 전망치와 업종 PBR 추이를 표준화해 업종 Target PBR 을 계산했다. 그리고 동사의 추정 ROE 수준이 대우조선해양을 제외한 3 사의 ROE 수준보다 언더 퍼폼하는 정도만큼 할인을 주어 동사의 Target PBR 을 산출했다.

Valuation Table

	2017E	2018E	2019E
ROE 추정치	24%	3.8%	3.1%
BPS 추정치	16,704	16,825	17,092
업종 ROE	3.3% 대우조선해양 제외 3사 합산 ROE		
적용 BPS	16,818 연도별 추정 BPS를 가중평균함		
업종 Target PBR	1.01 수주량 전망치로 표준화해 산출		
Target Multiple	0.94 (연도별 추정 ROE 평균치/업종ROE)만큼 할인		
목표주가	15,000		
현재주가	12,450		
Upside Potential	20%		

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.07.03	매수	15,000원
	2015.10.26	중립	13,000원
	2015.10.07	중립	13,000원
	2015.07.30	중립	13,000원



Compliance Notice

- 작성자(손지우)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 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 7월 3일 기준)

매수	92.67%	중립	7.33%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	101,105	99,508	85,608	73,780	72,190
현금및현금성자산	9,835	9,841	11,636	10,111	8,244
매출채권및기타채권	46,723	55,710	45,681	38,273	38,472
재고자산	14,490	12,261	13,000	10,892	10,949
비유동자산	71,911	72,667	79,650	84,980	91,185
장기금융자산	6,086	2,285	1,375	1,375	1,375
유형자산	55,828	64,424	64,993	66,659	68,213
무형자산	1,017	961	666	464	317
자산총계	173,016	172,175	165,258	158,760	163,375
유동부채	95,701	90,457	85,035	78,127	81,285
단기금융부채	31,900	48,443	48,603	47,603	50,603
매입채무 및 기타채무	43,335	30,022	27,075	22,685	22,802
단기충당부채	3,757	3,252	2,537	2,126	2,137
비유동부채	34,657	18,964	14,951	14,895	15,311
장기금융부채	31,565	16,268	11,962	11,462	11,462
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	241	241	159	163	151
부채총계	130,358	109,422	99,986	93,022	96,596
지배주주지분	42,374	62,643	65,166	65,636	66,680
자본금	11,550	19,506	19,506	19,506	19,506
자본잉여금	4,235	7,584	7,584	7,584	7,584
기타자본구성요소	-9,703	-9,703	-9,703	-9,703	-9,703
자기주식	-9,703	-9,703	-9,703	-9,703	-9,703
이익잉여금	35,935	35,196	36,721	39,182	41,218
비지배주주지분	284	110	106	103	99
자본총계	42,657	62,753	65,272	65,739	66,779
부채외자본총계	173,016	172,175	165,258	158,760	163,375

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	7,058	-14,388	1,945	6,509	1,673
당기순이익(손실)	-14,618	-689	1,424	2,466	2,041
비현금성항목등	5,139	7,329	2,865	5,009	4,937
유형자산감가상각비	2,802	2,876	3,049	4,455	4,567
무형자산감가상각비	235	292	258	176	122
기타	1,633	2,812	-33	0	0
운전자본감소(증가)	18,215	-21,361	2,190	4,421	-53
매출채권및기타채권의 감소(증가)	17,101	-9,699	6,841	7,408	-199
재고자산감소(증가)	-2,810	2,221	-761	2,108	-57
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-3,203	-11,846	-2,606	-4,391	118
기타	7,127	-2,038	-1,285	-704	85
법인세납부	-1,678	333	-4,533	-5,387	-5,252
투자활동현금흐름	-10,613	1,854	-2,122	-5,885	-5,906
금융자산감소(증가)	-5,563	2,188	1,605	0	0
유형자산감소(증가)	-5,704	-1,099	-4,029	-6,121	-6,121
무형자산감소(증가)	30	25	25	25	25
기타	623	740	277	210	189
재무활동현금흐름	9,989	12,199	3,239	-2,150	2,366
단기금융부채증가(감소)	-9,698	2,569	-1,401	-1,000	3,000
장기금융부채증가(감소)	21,307	7	5,651	-500	0
자본의증가(감소)	0	11,305	0	0	0
배당금의 지급	-513	0	0	0	0
기타	-1,107	-1,682	-1,011	-650	-634
현금의 증가(감소)	6,426	6	1,796	-1,526	-1,867
기초현금	3,408	9,835	9,841	11,636	10,111
기말현금	9,835	9,841	11,636	10,111	8,244
FCF	2,692	-21,896	8,069	9,667	4,830

자료 : 삼성증권업, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	97,144	104,142	81,253	68,077	68,430
매출원가	106,761	99,391	76,085	61,611	62,502
매출총이익	-9,616	4,751	5,168	6,466	5,929
매출총이익률 (%)	-9.9	4.6	6.4	9.5	8.7
판매비와관리비	5,403	6,223	3,855	3,621	3,640
영업이익	-15,019	-1,472	1,313	2,845	2,288
영업이익률 (%)	-15.5	-1.4	1.6	4.2	3.3
비영업손익	401	783	409	409	404
순금융비용	114	311	340	341	346
외환관련손익	-19	571	750	750	750
관계기업투자등 관련손익	-7	-4	-1	0	0
세전계속사업이익	-14,618	-689	1,722	3,254	2,692
세전계속사업이익률 (%)	-15.1	-0.7	2.1	4.8	3.9
계속사업법인세	-2,497	698	203	787	652
계속사업이익	-12,121	-1,388	1,519	2,466	2,041
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-12,121	-1,388	1,519	2,466	2,041
순이익률 (%)	-12.5	-1.3	1.9	3.6	3.0
지배주주	-12,054	-1,212	1,514	2,461	2,036
지배주주귀속 순이익률(%)	-12.41	-1.16	1.86	3.62	2.97
비지배주주	-67	-175	5	5	5
총포괄이익	-12,562	8,660	2,519	466	1,041
지배주주	-12,488	8,833	2,523	470	1,044
비지배주주	-73	-174	-4	-4	-4
EBITDA	-11,982	1,697	4,620	7,476	6,977

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	-24.6	7.2	-22.0	-16.2	0.5
영업이익	적전	적지	흑전	116.7	-19.6
세전계속사업이익	적전	적지	흑전	89.0	-17.3
EBITDA	적전	흑전	172.3	61.8	-6.7
EPS(계속사업)	적전	적지	흑전	62.6	-17.3
수익성 (%)					
ROE	-24.7	-2.3	2.4	3.8	3.1
ROA	-7.0	-0.8	0.9	1.5	1.3
EBITDA마진	-12.3	1.6	5.7	11.0	10.2
안정성 (%)					
유동비율	105.7	110.0	100.7	94.4	88.8
부채비율	305.6	174.4	153.2	141.5	144.7
순차입금/자기자본	81.9	62.8	59.0	58.6	65.0
EBITDA/이자비용(배)	-27.8	2.5	6.7	11.5	11.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-4,751	-448	388	631	522
BPS	16,700	16,058	16,704	16,825	17,092
CFPS	-3,554	722	1,236	1,818	1,724
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	N/A	35.0	21.6	26.1
PER(최저)	N/A	N/A	24.0	14.8	17.9
PBR(최고)	1.1	0.7	0.8	0.8	0.8
PBR(최저)	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
PCR	-2.7	12.8	10.1	6.9	7.2
EV/EBITDA(최고)	-7.1	47.6	20.1	12.4	14.0
EV/EBITDA(최저)	-5.0	35.3	16.5	10.2	11.6