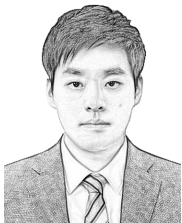


SK COMPANY Analysis



Analyst

유승우

yswbest@sk.com.kr

02-3773-9180

Company Data

자본금	354 십억원
발행주식수	7,077 만주
자사주	6 만주
액면가	5,000 원
시가총액	5,499 십억원
주요주주	
현대중공업주(외14)	33.96%
국민연금공단	10.21%
외국인지분률	15.80%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(20/09/24)	77,700 원
KOSPI	2272.7 pt
52주 Beta	1.39
52주 최고가	131,500 원
52주 최저가	66,300 원
60일 평균 거래대금	29 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-11.2%	-9.0%
6개월	5.1%	-25.5%
12개월	-38.6%	-43.2%

한국조선해양 (009540/KS | 매수(유지) | T.P 100,000 원(유지))

[3Q20 Preview] 수익성 악화될 것

동사의 3Q20 매출액은 3 조 8,260 억원, 영업이익은 493 억원이 전망됨. 코로나19 여파에도 선박 인도는 차질이 없었으나 주력 선종의 선가 하락세로 수익성은 악화될 것으로 전망됨. LNG 업황은 수요가 부진한 가운데 공급 차질로 일시적 호황 맞는 중이지만 공급 차질 해소로 업황 둔화될 것임. 그러나 업황과 무관하게 굵직한 LNG 프로젝트 발주 개시가 예정되어있어 투자 의견 매수와 목표주가 100,000 원을 유지함

3Q20 매출액 3 조 8,260 억원, 영업이익 493 억원 전망

동사의 3Q20 매출액은 3 조 8,260 억원, 영업이익은 493 억원이 전망됨. 코로나19 여파에도 불구하고 선박 인도에는 차질이 없었기 때문에 매출액은 견조할 것으로 판단됨. 그러나 수익성은 다소 악화될 것으로 전망됨. 왜냐하면 지난 분기에 이어서 공사손실충당금 설정 비율은 상승할 것이기 때문임. 주력 선종 중에서 3Q20 말 VLCC의 신조선가는 2Q20 말 대비 QoQ -3.4% 가량 하락한 것으로 집계되고 있음. LNG 캐리어와 컨테이너선은 QoQ 플랫폼임. 비주력 선종인 벌커(Capesize)는 QoQ -2.1% 하락함.

LNG 업황도 불황

9월 18일 기준 아시아 스팟 LNG 가격은 \$4.6/mmbtu 수준을 기록함. 코로나19 여파로 지난 5월 \$1.85/mmbtu 까지 하락했던 것 대비 상당히 급격하게 회복한 모습임. 그러나 이는 일시적 현상임. 여전히 수요는 부진한 가운데 지난 8월 마지막 주 미국 텍사스, 루이지애나에 상륙한 허리케인 '로라' 여파로 Sabine Pass, Cameron LNG가 셧다운되면서 공급 차질로 가격이 급반등함. 이후 9월 중순 Sabine Pass는 재가동에 접어들었고, Cameron LNG 역시 10월 초 재가동 예상됨. 호주 Gorgon Plant도 10월 초 유지보수를 끝내고 재가동 예정임. 따라서 공급 이슈가 해소되며 업황 둔화 전망.

투자 의견 매수, 목표주가 100,000 원 유지

수익성 악화와 LNG 업황 둔화로 큰 모멘텀은 없음. 그러나 업황과 무관하게 작년부터 거론되었던 굵직한 LNG 프로젝트들의 발주가 기다리고 있다는 점에서 투자 의견 매수와 목표주가 100,000 원은 유지함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	십억원	15,469	13,161	15,183	15,459	14,155	13,993
yoy	%	-30.6	-14.9	15.4	1.8	-8.4	-1.1
영업이익	십억원	15	-481	290	316	232	286
yoy	%	-96.3	적전	흑전	9.0	-26.6	23.3
EBITDA	십억원	597	-86	693	712	621	648
세전이익	십억원	-27	-854	90	215	114	174
순이익(지배주주)	십억원	2,458	-489	164	110	32	78
영업이익률%	%	0.1	-3.7	1.9	2.1	1.6	2.1
EBITDA%	%	3.9	-0.7	4.6	4.6	4.4	4.6
순이익률	%	17.4	-3.5	1.4	1.1	0.6	1.0
EPS(계속사업)	원	-5,038	-10,094	2,318	1,551	458	1,107
PER	배	N/A	N/A	54.6	50.1	169.8	70.2
PBR	배	0.5	0.8	0.8	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	배	14.7	-117.7	17.7	12.5	14.0	12.7
ROE	%	18.2	-4.3	1.4	0.9	0.3	0.7
순차입금	십억원	1,660	-325	1,819	1,830	1,594	1,089
부채비율	%	145.8	88.6	93.8	101.5	94.7	93.0

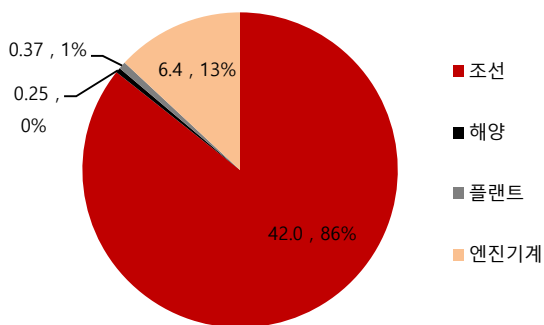
연결 기준 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
매출액		32,750	39,229	36,427	43,419	39,446	39,255	38,260	37,627	131,610	151,826	154,588
	YoY	7.6%	25.1%	12.1%	16.4%	20.4%	0.1%	5.0%	-13.3%	-14.9%	15.4%	1.8%
	QoQ	-12.2%	19.8%	-7.1%	19.2%	-9.2%	-0.5%	-2.5%	-1.7%			
영업이익		345	555	303	1,699	1,217	930	493	523	(4,814)	2,902	3,163
영업이익률		1.1%	1.4%	0.8%	3.9%	3.1%	2.4%	1.3%	1.4%	-3.7%	1.9%	2.0%
	YoY	흑전	흑전	-20.2%	흑전	252.2%	67.6%	63.0%	-69.2%	적전	흑전	9.0%
	QoQ	흑전	60.7%	-45.5%	461.3%	-28.4%	-23.6%	-46.9%	6.0%			
세전이익		274	387	293	(55)	2,192	115	(38)	(124)	(8,540)	899	2,145
세전이익률		0.8%	1.0%	0.8%	-0.1%	5.6%	0.3%	-0.1%	-0.3%	-6.5%	0.6%	1.4%
순이익		173	2,017	203	(262)	1,649	4	(1)	(5)	(4,536)	2,131	1,648
순이익률		0.5%	5.1%	0.6%	-0.6%	4.2%	0.0%	0.0%	0.0%	-3.4%	1.4%	1.1%

자료: 한국조선해양, SK 증권

2020년 1~8월 신규수주

(억불)

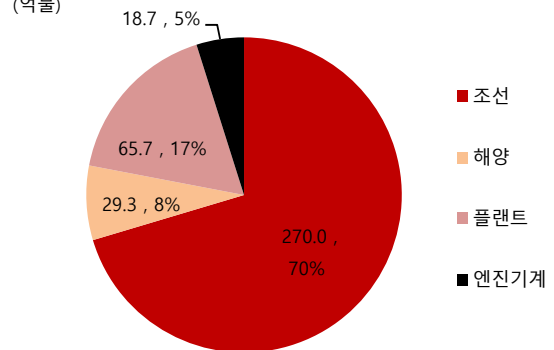


자료: 한국조선해양, SK 증권

주: 현대중공업, 현대삼호중공업, 현대미포조선, 현대베트남조선 연결 기준

2020년 8월 말 인도기준 수주잔고

(억불)



자료: 한국조선해양, SK 증권

주: 현대중공업, 현대삼호중공업, 현대미포조선, 현대베트남조선 연결 기준

아시아 LNG 스팟 가격 추이

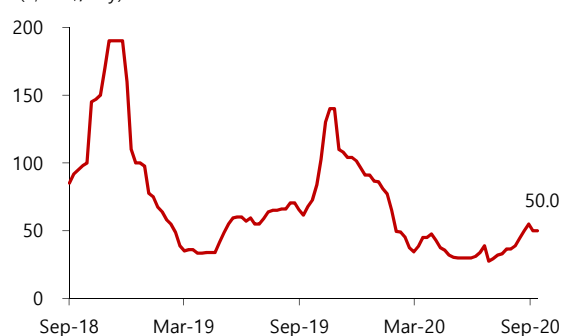
(\$/mmbtu)



자료: Reuters, SK 증권

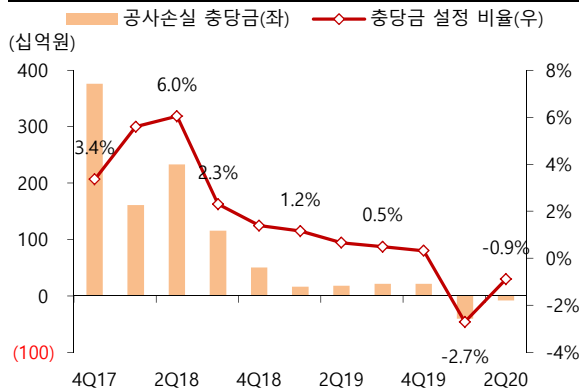
160K CBM LNG 캐리어 스팟 운임

(1,000\$/day)



자료: Clarksons Research, SK 증권

한국조선해양 공손충 설정 비율은 상승할 것

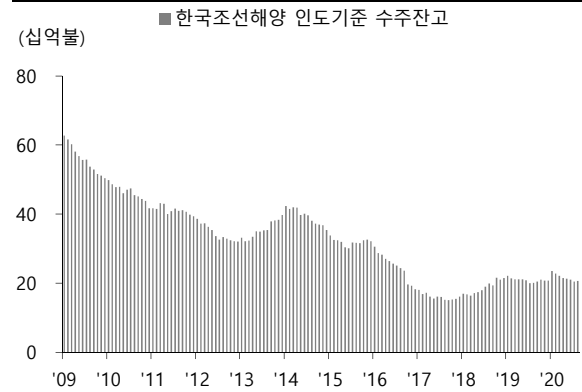


자료: 한국조선해양 SK 증권

주1: 현대중공업그룹 조선 3사 합산 공손충 및 조선 부문 신규수주액 기준임

주2: 4Q17의 경우 2017년 전체 조선 신규수주량에 대해 한번에 공손충 설정

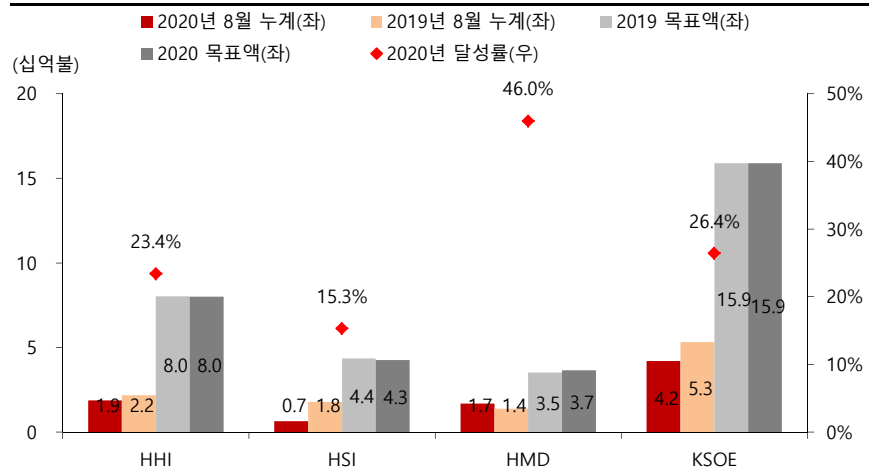
한국조선해양 인도기준 조선 수주잔고 추이



자료: Clarksons Research, SK 증권

주: 현대중공업, 현대삼호중공업, 현대미포조선, 현대베트남조선 합산 기준

한국조선해양 조선 부문 2020년 8월 말 기준 수주 목표 대비 달성률



자료: 한국조선해양 SK 증권

한국조선해양 목표 주가 산출

	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E
BPS(원)	164,753	165,365	168,244	167,185	166,129
Target BPS(원)	166,731				
Target PBR(배)	0.65				
목표 주가(원)	100,000				
현재 주가(원)	77,700				
상승 여력	29%				

자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.09.25	매수	100,000원	6개월		
2020.04.10	매수	100,000원	6개월	-12.73%	3.50%
2020.01.15	매수	170,000원	6개월	-30.21%	-15.00%
2019.10.08	매수	170,000원	6개월	-28.08%	-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%



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 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2020년 9월 25일 기준)

매수	85.29%	중립	14.71%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	12,317	12,546	14,071	13,540	13,954
현금및현금성자산	3,042	2,225	4,765	4,961	5,466
매출채권및기타채권	1,455	1,414	1,439	1,318	1,303
재고자산	1,009	1,318	1,342	1,229	1,215
비유동자산	12,413	12,509	12,379	12,253	11,925
장기금융자산	215	273	216	216	216
유형자산	10,269	9,947	9,734	9,613	9,268
무형자산	89	115	116	115	114
자산총계	24,730	25,055	26,450	25,792	25,880
유동부채	9,410	8,942	9,995	9,358	9,301
단기금융부채	2,965	3,040	4,353	4,334	4,334
매입채무 및 기타채무	1,714	1,939	1,974	1,807	1,787
단기충당부채	1,020	665	309	142	140
비유동부채	2,209	3,187	3,329	3,190	3,171
장기금융부채	1,106	2,648	2,717	2,695	2,695
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	833	355	452	369	362
부채총계	11,619	12,129	13,323	12,548	12,472
지배주주지분	11,882	11,567	11,703	11,763	11,869
자본금	354	354	354	354	354
자본잉여금	2,483	2,483	2,483	2,483	2,483
기타자본구성요소	-8,448	-8,478	-8,479	-8,479	-8,479
자기주식	-11	-11	-11	-11	-11
이익잉여금	16,044	16,181	16,331	16,363	16,442
비지배주주지분	1,229	1,359	1,424	1,481	1,539
자본총계	13,111	12,926	13,127	13,244	13,408
부채외자본총계	24,730	25,055	26,450	25,792	25,880

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	-542	-1,404	414	625	637
당기순이익(손실)	-454	213	165	87	133
비현금성항목등	210	439	519	534	515
유형자산감가상각비	375	390	385	372	345
무형자산감가상각비	20	13	11	17	17
기타	-142	55	-52	36	36
운전자본감소(증가)	-255	-2,063	-93	30	29
매출채권및기타채권의 감소(증가)	240	-38	0	121	15
재고자산감소(증가)	-199	-305	-85	113	14
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-126	229	124	-167	-21
기타	-169	-1,949	-132	-38	20
법인세납부	-44	6	-177	-26	-40
투자활동현금흐름	241	-231	1,070	-148	107
금융자산감소(증가)	-803	-187	1,195	0	0
유형자산감소(증가)	-162	-339	-199	-250	0
무형자산감소(증가)	-4	-16	-16	-16	-16
기타	1,209	311	90	118	123
재무활동현금흐름	92	814	1,145	-281	-239
단기금융부채증가(감소)	-1,270	1,394	1,464	-19	0
장기금융부채증가(감소)	0	-11	-143	-22	0
자본의증가(감소)	1,554	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-192	-569	-176	-240	-239
현금의 증가(감소)	-198	-817	2,540	196	505
기초현금	3,240	3,042	2,225	4,765	4,961
기말현금	3,042	2,225	4,765	4,961	5,466
FCF	129	-1,278	-37	331	595

자료 : 한국조선해양, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	13,161	15,183	15,459	14,155	13,993
매출원가	12,763	14,191	14,378	13,132	12,925
매출총이익	398	991	1,081	1,023	1,068
매출총이익률 (%)	3.0	6.5	7.0	7.2	7.6
판매비와관리비	879	701	765	790	781
영업이익	-481	290	316	232	286
영업이익률 (%)	-3.7	1.9	2.1	1.6	2.1
비영업손익	-373	-200	-102	-118	-113
순금융비용	58	72	106	122	116
외환관련손익	24	55	39	39	39
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	-854	90	215	114	174
세전계속사업이익률 (%)	-6.5	0.6	1.4	0.8	1.2
계속사업법인세	-209	-123	50	26	40
계속사업이익	-645	213	165	87	133
중단사업이익	191	0	0	0	0
*법인세효과	-31	0	0	0	0
당기순이익	-454	213	165	87	133
순이익률 (%)	-3.5	1.4	1.1	0.6	1.0
지배주주	-489	164	110	32	78
지배주주귀속 순이익률(%)	-3.72	1.08	0.71	0.23	0.56
비지배주주	35	49	55	55	55
총포괄이익	-552	180	195	117	163
지배주주	-582	129	137	60	106
비지배주주	30	51	58	58	58
EBITDA	-86	693	712	621	648

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성 (%)					
매출액	-14.9	15.4	1.8	-8.4	-1.1
영업이익	적전	흑전	9.0	-26.6	23.3
세전계속사업이익	적전	흑전	138.5	-47.0	52.6
EBITDA	적전	흑전	2.7	-12.8	4.3
EPS(계속사업)	적전	흑전	-33.1	-70.5	142.0
수익성 (%)					
ROE	-4.3	1.4	0.9	0.3	0.7
ROA	-1.7	0.9	0.6	0.3	0.5
EBITDA마진	-0.7	4.6	4.6	4.4	4.6
안정성 (%)					
유동비율	130.9	140.3	140.8	144.7	150.0
부채비율	88.6	93.8	101.5	94.7	93.0
순차입금/자기자본	-2.5	14.1	13.9	12.0	8.1
EBITDA/이자비용(배)	-0.6	4.2	3.7	2.6	2.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-10,094	2,318	1,551	458	1,107
BPS	167,892	163,436	165,365	166,211	167,706
CFPS	-1,396	8,015	7,146	5,957	6,221
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation 지표 (배)					
PER(최고)	N/A	62.3	84.8	287.4	118.8
PER(최저)	N/A	40.5	42.8	144.9	59.9
PBR(최고)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
PBR(최저)	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4
PCR	-92.1	15.8	10.9	13.0	12.5
EV/EBITDA(최고)	-134.1	19.5	17.8	20.1	18.6
EV/EBITDA(최저)	-82.9	14.4	11.3	12.7	11.5